



Утренний Express-О

6 марта 2015 г.



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Уралкалий (Ba1/BBB-/BBB-) отчитался за 2014 г. по МСФО и представил стратегию до 2020 г.

Уралкалий (Ba1/BBB-/BBB-) отчитался за 2014 г. по МСФО и представил стратегию до 2020 г.

Уралкалий представил ожидаемо сильные результаты за 2014 г., отразив положительный эффект от девальвации рубля в 4 кв. и роста объемов продаж за счет максимальной загрузки мощностей. Результаты оказались даже лучше консенсус-прогнозов, в частности по EBITDA, которая прибавила на 9% до 1,8 млрд долл., а EBITDA margin достигла 64%. В то же время в 2015 г. на результатах компании уже в полной мере скажется остановка аварийного рудника Соликамск-2, которая в меньшей степени затронула показатели за 2014 г. Некоторую неопределенность добавляет отсутствие контракта с Китаем, который традиционно открывал год, выступая бенчмарком для последующих контрактов. Вдобавок к отчетности Уралкалий раскрыл обновленную стратегию развития с учетом аварии на Соликамск-2, которая предполагает Сареx 4,5 млрд долл. до 2020 г. и расширение производства до 14,4 млн тонн хлоркалия в год, что может в перспективе привести к росту долга. Отметим, компания уже договорилась по одному из ключевых кредитов о смягчение ковенанты Долг/EBITDA до 4,5х, о чем сообщил менеджмент. Публикация хорошей отчетности могла бы придать импульс для роста евробонда Uralkali-18, но с учетом сдерживающих факторов, приведенных выше, вряд ли это будет возможно после роста котировок накануне.

Вчера Уралкалий отчитался за 2014 г. по МСФО...

Результаты оказались ожидаемо сильными, отразив положительный эффект от девальвации рубля и роста продаж...

EBITDA выросла на 9% (2/2), EBITDA margin достигла 64%...

Итоги 2014 г. не отражают в полной мере последствия аварии на Соликамск-2 в конце минувшего года...

Комментарий. Вчера Уралкалий представил ожидаемо сильные результаты за 2014 г. по МСФО, отразив положительный эффект от девальвации рубля в 4 кв. и роста объемов продаж за счет максимальной загрузки мощностей. Результаты оказались даже лучше консенсус-прогнозов, в частности по EBITDA, которая прибавила на 9% (г/г) до 1,8 млрд долл., а EBITDA margin достигла 64%.

В свою очередь, выручка Уралкалия выросла на 7% (г/г) до 3,6 млрд долл. за счет роста продаж на 24% до 12,1 млн тонн в результате программы максимальной загрузки мощностей. К тому же компания отмечает рост спроса на хлоркалий (в пределах 20-25%) на ключевых рынках сбыта в Индии, Китае, Юго-Восточной Азии, постепенное восстановление цен.

В то же время наиболее важным моментом с точки зрения финансового положения Уралкалия все-таки являются не результаты 2014 г., а текущий год, поскольку он уже в полной мере будет учитывать остановку аварийного рудника Соликамск-2 (приходится до 18% производимого хлоркалия). К тому же неопределенности добавляет отсутствие контракта с Китаем, который традиционно открывал год, выступая бенчмарком для последующих контрактов поставок хлоркалия в другие страны. Похоже, данная задержка может нести риски снижения объема поставок в Поднебесную в этом году (в 2014 г. пришлось 19% или 2,3 млн тонн). При этом менеджмент не исключил, что новый

6 марта 2015

контракт с Китаем может быть не заключен в 1 кв. или что Беларуськалий может первым достигнуть договоренностей на этом рынке, осложнив переговоры российской компании.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Уралкалий (МСФО)		
	2013	2014	Изм. %
Объем продаж млн тонн:	9,9	12,3	24,2
внутренний рынок	1,9	1,9	0,0
экспорт	9,0	10,4	15,6
Выручка	3 323	3 559	7,1
Чистая выручка*	2 665	2 785	4,5
Операционный денежный поток	1 238	1 387	12,0
EBITDA	1 634	1 784	9,2
EBITDA margin	61,3%	64,1%	2,8 п.п.
Чистая прибыль	666	-631	-
margin	25,0%	отриц	-
	2013	2014	Изм. %
Активы	12 660	9 657	-23,7
Денежные средства и эквиваленты	930	2 455	164,0
Долг	5 046	5 631	11,6
краткосрочный	1 464	632	-56,8
долгосрочный	3 583	4 999	39,5
Чистый долг	4 116	3 175	-22,9
Долг/EBITDA	3,1	3,2	
Чистый долг/EBITDA	2,5	1,8	
Источники: данные компании, PSB Research			
*за вычетом расходов на фрахт, перевалку и ж/д тариф			

Долговая нагрузка снизилась – метрика Чистый долг/EBITDA опустилась до 1,8х против 2,5х в 2013 г...

Риски рефинансирования долга были низкие, компания сформировала значительную «подушку» ликвидности в 2,5 млрд долл...

Уралкалий озвучил обновленную стратегию до 2020 г., общий размер инвестиций составит 4,5 млрд долл...

В том числе предполагается строительство новых шахт на месторождении Соликамск-2...

Компания в состоянии справится с Сареx самостоятельно, но роста долга нельзя исключать....

В свою очередь, долговая нагрузка Уралкалия в 2014 г. снизилась – размер чистого долга сократился на 23% до 3,2 млрд долл., метрика Чистый долг/EBITDA составила 1,8х против 2,5х, что в целом приемлемый уровень. Компанией была сформирована значительная «подушка» ликвидности на 2,5 млрд долл., которая полностью покрывала короткие долги в размере 632 млн долл. Отметим, что из-за ухудшения экономической ситуации и аварии на руднике Соликамск-2 акционеры компании отказались от выплаты промежуточных дивидендов, что в целом позитивно для кредитного профиля. Вместе с тем, в графике погашений долга Уралкалия имеются существенные выплаты – в 2017 и 2018 гг. на 1,5 и 1,9 млрд долл. соответственно, вопрос погашения которых Уралкалию предстоит решать наряду с крупными инвестициями в расширение производства (1,64 млрд долл. за 2017-2018 гг.), о которых было вчера заявлено в рамках обновленной стратегии компании до 2020 г.

Общий размер Сареx на этот период составит 4,5 млрд долл. (в 2 раза больше размера программы озвученной в 2013 г.), за счет которых производственные мощности возрастут до 14,4 млн тонн хлоркалия в год. Для этого будут расширены имеющиеся мощности на Березники-4 (на 0,8 млн тонн), ускорен запуск проекта Соликамск-3 (запуск первого этапа в 2017 г. на 0,6 млн тонн), продолжится строительство Усть-Яйвинского рудника на 2,8 млн тонн (инвестиции 1,19 млрд долл. к 2020 г.).

Что касается самого рудника Соликамск-2, то к 2020 г. будут построены два новых шахтных ствола для отработки оставшихся ресурсов, для чего будет задействована наружная инфраструктура рудника. При этом компания в отчетности уже списала 2,14 млрд руб. по основным средствам и незавершенному строительству Соликамск-2, еще 1,17 млрд руб. были зарезервированы под ликвидацию аварии. Впрочем, компания сообщила, что данными суммами вопрос может не ограничиться. Ранее оценки ущерба составляли до 1 млрд долл., главным образом из-за потери ресурсной базы и оборудования, но вряд ли они реализуются в полном объеме, учитывая строительство новых шахт на месторождении (запасы не будут списаны), а также эвакуацию части оборудования в начале года.

В свою очередь, заявленные инвестиции вполне могут быть реализованы за счет собственных финансовых возможностей (в частности в 2015 г. инвестиции составят 560 млн долл.), учитывая наличие запаса денежных средств в 2,5 млрд долл. Тем не менее, есть вероятность роста долга, в частности менеджмент Уралкалия сообщил, что уже

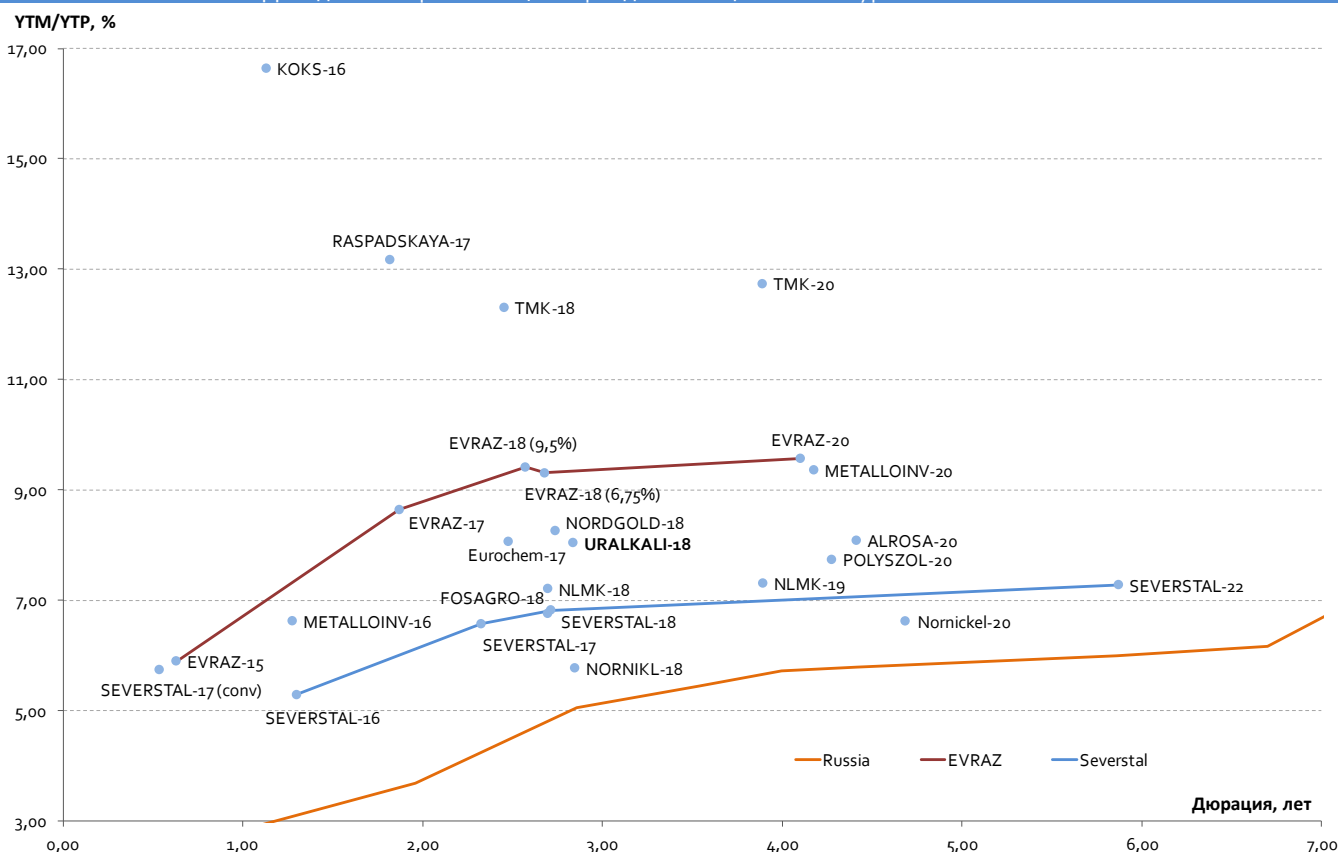
6 марта 2015

Реакция на отчетность и стратегию евробонда Uralkali-18 будет сдержанной...

договорился о смягчении ковенанты метрики Долг/EBITDA до 4,5х, а дальнейшие сделки будут заключаться исходя из соотношения Долг/EBITDA – 4,0х против 3,2х по итогам 2014 г.

Публикация хорошей отчетности могла бы придать импульс для роста евробонда Uralkali-18 (8,05%/2,84 г.), но с учетом ряда сдерживающих факторов, приведенных выше, вряд ли это будет возможно после роста накануне. Движение вероятно вместе с рынком.

Доходности еврооблигаций горнодобывающих и металлургических компаний



Александр Полютков

6 марта 2015

Контакты:**ПАО «Промсвязьбанк»****PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**PSB RESEARCH****Николай Кашеев**

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Дмитрий Монастыршин

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ**Дмитрий Иванов**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

Юлия Рыбакова

Ivanovdv@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

Константин Квашнин

Kvashninkd@psbank.ru

+7 (495) 705-90-69

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

Борис Холжигитов

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ**Алексей Кулаков**

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Павел Науменко**

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

6 марта 2015

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.