



## ИЗМЕНЕНИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

# Уралкалий

## Шахта Соликамск-2 остановлена из-за риска обводнения. Насколько это серьезно?

Во вторник вечером Уралкалий объявил об остановке рудоуправления «Соликамск-2» из-за увеличения притоков рассолов в шахту. Персонал был эвакуирован. Дополнительных комментариев от компании пока не последовало. На данный момент не представляется возможным оценить всю серьезность ситуации: потребуется время. Однако ключевой риск – обводнение – может привести к полному закрытию шахты. Соседняя шахта "Соликамск-1" также оказалась в зоне риска. В результате аварии производственные мощности Уралкалия могут сократиться на 27%. Мы сняли рекомендацию "ЛУЧШЕ РЫНКА" по бумагам компании, поставив ее на пересмотр до прояснения ситуации. С точки зрения долгового инвестора снижение уровня долговой нагрузки теперь находится под вопросом, а в отношении компании могут последовать негативные рейтинговые действия. При этом реакция в облигациях URKARM18 была чрезмерной – на текущих уровнях бумага выглядит дешево.

### Что происходит?

Угроза обводнения является основным риском для деятельности калийных шахт во всем мире. Это природный фактор, который довольно сложно, а часто невозможно предотвратить. Образуются трещины, через которые в шахту начинает попадать вода и соляные растворы. Если поток воды очень сильный и насосной мощности недостаточно для откачки воды, шахта будет затоплена. Уралкалий уже сталкивался с аналогичной проблемой в 2006 г., когда был затоплен, а впоследствии закрыт рудник «Березники-1». В результате общая производительность Уралкалия снизилась на 1,4 млн т (~25% от общей мощности), а в течение месяца после аварии акции компании упали на 25%. Помня эту историю, инвесторы крайне негативно отреагировали на новости, что вызвало значительное падение котировок бумаг компании.

### Какое значение имеет Соликамск-2 для Уралкалия с производственной точки зрения...?

Общая производственная мощность шахты составляет 2,65 млн т (20% от всех производственных мощностей компании). Уралкалий не раскрывает данных об объеме производства шахты, но учитывая средний коэффициент загрузки по компании на уровне 85%, этот показатель может составлять около 2,25 млн т. Другая проблема состоит в том, что Соликамск-2 связан с Соликамском-1, мощность которого – 0,9 млн т. Между шахтами находится 40-метровая бетонная переемычка. Таким образом, существует определенный риск закрытия обеих шахт, в результате чего мощности Уралкалия сократятся на 27% (3,6 млн т), а объем производства упадет до 3 млн т. Закрытие шахты практически не скажется на объемах производства в 2014 г. На данный момент наш прогноз составляет 11,7 млн т, и фактический результат может оказаться примерно на 300 тыс. т ниже. Наш первоначальный прогноз по объему производства на 2015 г. составлял 12 млн т, но в результате аварии эта

**Михаил Ганелин**

Mikhail.Ganelin@gazprombank.ru

**Яков Яковлев**

Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

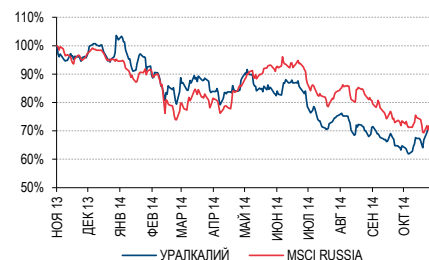
ТИКЕР	URKA LI
Текущая цена, долл.	13,5
Рекомендация	ПЕРЕСМОТР

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ	
Рын. кап., млн долл.	6 936
Чистый долг, млн долл.	3 895
EV, млн долл.	10 845
Макс. за 52 недели, долл.	27,5
Мин. за 52 недели, долл.	13,5

Источник: Bloomberg

### Динамика котировок Уралкалия и индекса ММВБ

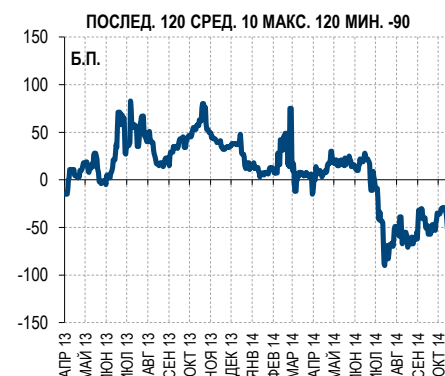


Источник: Bloomberg

### Рейтинги

Moody's	Baa3
Fitch	BBB-

### Премия URKARM18 к PHORRU18, б.п.



Источник: Bloomberg



цифра может снизиться до 10 млн т. Уралкалий планирует увеличить мощности на 1 млн т в следующем году и повысить коэффициент загрузки, что может уменьшить размер потерь.

### **...и с финансовой точки зрения?**

Мы полагаем, что EBITDA компании в 2015П может сократиться до 1,4-1,5 млрд долл. по сравнению с текущим прогнозом в 1,85 млрд долл. (снижение на 20-25%). Однако компания в будущем понесет затраты, связанные с затоплением шахты, и убытки от переоценки резервов, которые отражаются в отчетности ниже показателя EBITDA – и их размер на данный момент оценить сложно. В силу сокращения денежного потока компании соотношение "чистый долг/EBITDA" останется на уровне 2,5х вместо планируемого снижения до 2,0х в 2015 г. Это означает, что увеличения дивидендных выплат не произойдет, как мы предполагали в своем отчете от 29 октября, посвященном началу аналитического покрытия компании "Уралкалий". В лучшем случае коэффициент выплат может остаться на уровне 50%.

### **Какое влияние авария окажет на мировой рынок калия и уровень цен?**

На Соликамск-2 приходится около 3,7% мировой добычи калия, но возможное закрытие шахты, по нашему мнению, не приведет к дефициту калия на рынке и росту цен. Хотя в краткосрочной перспективе возможен скачок спотовых цен, мы полагаем, что конкуренты могут нарастить объемы производства, а Уралкалий столкнется с потерей доли рынка, которая на данный момент составляет около 23%. Низкие цены на сельхозпродукцию и нестабильность мировой экономики будут по-прежнему сдерживать рост цен на калийные удобрения с текущих относительно высоких уровней. Из позитивных моментов отметим, что риск дефицита предложения из России может помочь Уралкалию в переговорах с китайской стороной о поставках удобрений в 2015 г. увеличить цену на 10% по сравнению с предыдущим контрактом (как и ожидалось изначально).

### **Как это событие может повлиять на оценку Уралкалия?**

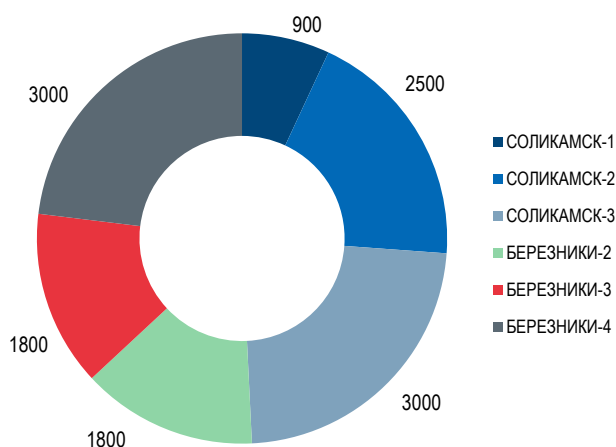
Без учета Соликамска-2 Уралкалий торгуется по рассчитанным на 2015 г. мультипликаторам EV/EBITDA и P/E на уровне 7,1 (исходя из 13,50 долл. за ГДР) и 10,0х соответственно. Если ситуация с затоплением шахты разрешится успешно, а такой сценарий возможен, то случившееся демонстрирует, каким высоким рискам подвержены производители калийных удобрений. Несмотря на их впечатляющую рентабельность и способность генерировать свободный денежный поток, возникает вполне резонный вопрос – оправдана ли премия к производителям других видов удобрений?

В нашем отчете, опубликованном 29 октября, при оценке Уралкалия мы применили 2015П EBITDA в 8,0х для получения целевой цены, тогда как среднеисторическое значение за последние 3 года составляло 10,0х. Тем не менее даже значение в 8,0х, возможно, слишком велико для производителей калийных удобрений, принимая во внимание высокие операционные риски. Они заслуживают того, чтобы находиться на одном уровне с производителями фосфатных удобрений (6,0-8,0х EV/EBITDA). Мы поместили нашу целевую цену и рекомендацию по бумагам Уралкалия на пересмотр до прояснения ситуации с рудником "Соликамск-2". Если шахта будет закрыта, мы видим индикативную целевую цену в диапазоне 14-16 долл. за ГДР при 2015П EBITDA в 8,0х.

## Что думают об Уралкалии инвесторы?

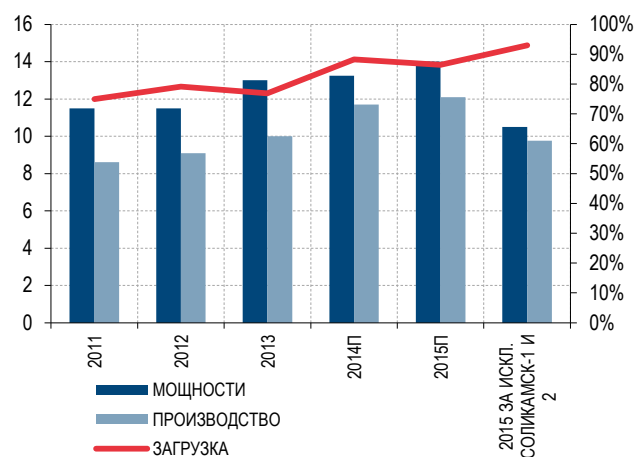
Мы начали аналитическое покрытие Уралкалия 29 октября и много говорили о компании с инвесторами, мнения которых были неоднозначны. Некоторым нравилась бумага, они признавали, что она перепродана и выглядит довольно дешево, торгуясь с 2015П EBITDA в 7,0х. Мы ожидали ралли в акциях Уралкалия за счет девальвации рубля и хороших фундаментальных показателей на рынке калийных удобрений. Другие инвесторы считали бумагу слишком дорогой даже при EBITDA в 7,0х и говорили, что она не заслуживает премии к акциям других производителей минеральных удобрений. Они также отмечали, что бумага может быть интересна в качестве краткосрочной спекулятивной инвестиции, но не как фундаментальная долгоиграющая идея. Мы полагаем, что после аварии на Соликамск-2 они лишь укрепились в своем мнении.

Структура производственных мощностей Уралкалия в разбивке по шахтам, тыс. т



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Объем производства Уралкалия и загрузка мощностей, млн т



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

## С точки зрения долговых метрик снижение долговой нагрузки под вопросом, могут последовать негативные рейтинговые действия

Сокращение EBITDA на 20-25% в 2015 г. ставит под вопрос обещанное менеджментом и ожидаемое рейтинговыми агентствами снижение долговой нагрузки. При показателе «Чистый долг/EBITDA» выше 2,5х в 2015 г. существует риск негативных действий в отношении рейтингов Уралкалия, что может привести к потере инвестиционной категории. Конечно, реакция рейтинговых агентств на аварию будет зависеть от ее последствий для производственной деятельности, а на это нужно время. Между тем напомним, что даже при 2,5х EBITDA и рейтингах «BB» Уралкалий по-прежнему генерирует высокие денежные потоки. Кредитные метрики и денежные потоки должны улучшиться в 2016 г. после ввода в строй новых мощностей (мы ожидаем соотношение «Чистый долг/EBITDA» в диапазоне 2,0-2,5х).



### **Бонды URKARM18 отреагировали чрезмерным падением и на текущих уровнях выглядят дешево**

Котировки URKARM18 в среду упали на 3-4 п.п., доходность по средневзвешенной цене выросла до ~7,5%. Спред в доходности URKARM18 к PHORRU18 (рейтинги: Baa3 от Moody's и BB+ от Fitch) расширился до максимальных за всю историю ~120 б.п. Бонды Уралкалия теперь позиционируются у верхней границы бумаг с рейтингами «BB» и с премией около 85 б.п. к аналогу EUCHEM17 (BB/-/BB).

На наш взгляд, реакция рынка на новости была чрезмерной. Даже если предположить понижение рейтингов до уровня «BB», на кривой доходности бонды Уралкалия должны позиционироваться у нижней границы для бумаг с рейтингами «BB». Мы ожидаем, что текущий спред URKARM18-PHORRU18 сузится по мере осознания рынком масштабов проблем для компании. Мы считаем справедливой премию в 50 б.п., учитывая более высокую долговую нагрузку Уралкалия в 2015 г. и потенциальные рейтинговые действия.



## Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00

### ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

+7 (495) 988 23 75

### ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 983 18 80

### ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

+7 (495) 988 24 10

### ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

+7 (499) 271 91 04

Copyright © 2003 – 2014. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (ОАО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (ОАО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (ОАО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (ОАО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете. Действия ГПБ (ОАО) в дальнейшем не должны рассматриваться как стимулирующие или побуждающие инвестировать средства или иным образом участвовать в каких-либо сделках, участие в которых запрещено законодательством или прочими нормативно-правовыми актами, а равно как посреднические действия или действия, способствующие участию в таких сделках. Инвесторы должны самостоятельно оценивать законность сделок, совершаемых после ознакомления с материалами ГПБ (ОАО), в соответствии с законодательством об экономических санкциях или прочими нормативно-правовыми актами, регулирующими их инвестиционную деятельность