Russia, 129090, Moscow
Protopopovsky per.,2
tel.: 7 (495) 781 02 02
www.ufs-federation.com

2 сентября 2014

«Уралкалий» медленно, но верно реализует стратегию

28 августа «Уралкалий» представил финансовые результаты I полугодия 2014 года. Результаты по выручке совпали с нашим прогнозом, EBITDA и чистая прибыль оказались выше наших ожиданий.

Объем продаж удобрений в I полугодии вырос на 42% год-к-году до 6,1 млн тонн, средняя экспортная цена тонны хлористого калия на условиях FCA снизилась на 30% до уровня в $220, средняя цена на внутреннем рынке упала на 39%. С учетом этого, рост выручки является, на наш взгляд, хорошим результатом.

Отчетность в целом ожидаемая, рентабельность остается под давлением из-за низких цен. В день публикации выраженной реакции рынка на отчетность в акциях производителя не последовало. Рынок ожидает заключения новых контрактов с основными партнерами «Уралкалия» в Китае, после чего можно будет судить о темпе восстановления калийной отрасли. Пятничное снижение в бумагах мы связываем с общей слабой динамикой российского фондового рынка, в понедельник акции отыгрывали падение.

*Наша оценка справедливого уровня для акций Уралкалия составляет **183 рубля** за акцию (**$26,5** за GDR), рекомендация **ДЕРЖАТЬ**.*

Инвестиционные факторы

✓ Существенный рост объемов продаж, несмотря на снижение цен на калий, позволяет компании демонстрировать рост выручки;

✓ Себестоимость продукции остается самой низкой в отрасли ($51 за тонну);

✓ Инвестиционные рейтинги от трех международных рейтинговых агентств и хорошая кредитная история не позволят «Уралкалию» столкнуться с проблемой привлечения капитала в случае ухудшения геополитической обстановки;

✓ К концу года квазиказначейские акции «Уралкалия» будут погашены (12,5% уставного капитала), что должно послужить стимулом для роста в котировках.

Факторы риска

× Выручка страдает в результате низких цен на калий;

× Слабая динамика российского фондового рынка не позволяет акциям «Уралкалия» показывать рост.

ДЕРЖАТЬ

	AO	GDR
Тикер	URKA	URKA LI
Целевая цена, руб./USD	183,0	26,5
Текущая цена, руб./USD	133,57	18,15
Потенциал роста	37,0%	46,0%

Рыночная капитализация

Рыночная капитализация, млн. USD	10 658
Количество АО, млн. шт.	2 936
Free float акций	33,15%
Чистый долг, млн. USD	3 909
Net Debt/LTM EBITDA	2,56

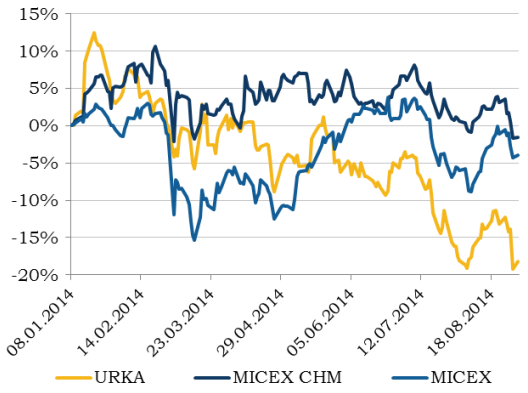
Финансовые показатели

	2013	2014F	2015F
Выручка, млн. USD	3 323	3 345	4 151
EBITDA, млн. USD	1 634	1 691	2 261
Рентабельность EBITDA, %	*49,2%*	*50,6%*	*54,5%*
Чистая прибыль, млн. USD	666	776	1 326
Чистая рентабельность, %	*20,0%*	*23,2%*	*31,9%*

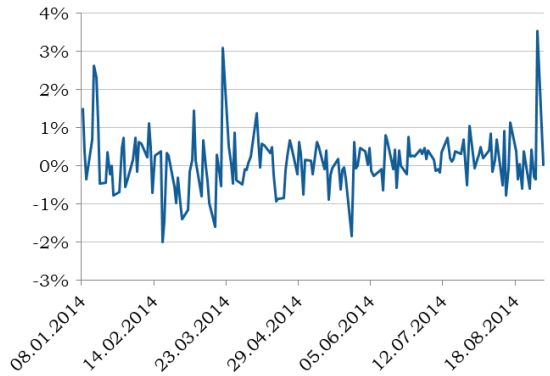
Основные коэффициенты

	2013	2014F	2015F
P/E	16,0	13,7	8,0
P/S	3,2	3,2	2,6
EV/EBITDA	8,9	8,6	6,4

Относительная динамика торгов на ММВБ



Премия GDR к AO



Источник: данные Bloomberg, расчеты UFS IC

Анна Милостнова, mav@ufs-federation.com

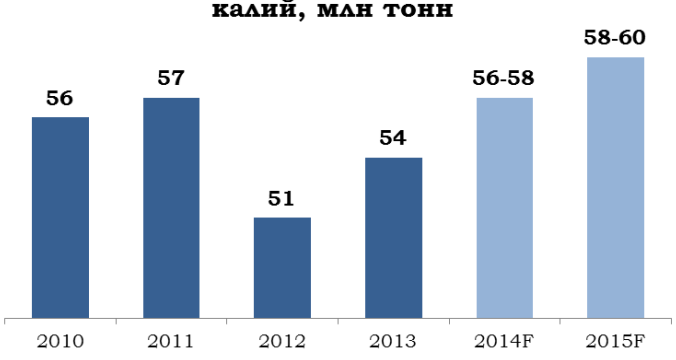
«Уралкалий» нечасто балует инвесторов публикацией финансовых результатов – лишь два раза в год. По итогам каждого квартала компания также раскрывает объемы производства, но этих данных бывает недостаточно для формирований полной картины происходящего в компании и в отрасли. Чем порадовал «Уралкалий» инвесторов на этот раз?

На первый взгляд, опубликованные финансовые данные смотрятся неплохо, учитывая слабую конъюнктуру. Выручка выросла на 7% по сравнению с I полугодием 2013 года и составила $1,726 млрд. EBITDA сократилась на 12% по сравнению с I полугодием 2013 года и составила $767 млн, рентабельность по EBITDA сократилась до 58%.

Объем производства удобрений в I полугодии вырос на 33% год-к-году до 6,0 млн тонн, объем продаж увеличился на 41,9% с 4,3 до 6,1 млн тонн. Средняя экспортная цена тонны хлористого калия на условиях FCA снизилась на 30% до уровня в $220, средняя цена на внутреннем рынке сократилась на 39% до $156 за тонну. С учетом этих двух факторов выручка от продаж все-таки показала рост по итогам полугодия. По итогам всего 2014 года мы ожидаем роста выручки в годовом сопоставлении на 0,7% с $3,323 млрд до $3,345 млрд.

В сравнении с результатами первой половины 2013 года и предыдущих лет, рентабельность бизнеса «Уралкалия», равно как и других производителей удобрений, снизилась. По итогам I полугодия рентабельность по EBITDA составила 44,4% (рентабельность, рассчитанная по чистой выручке, не учитывающей расходов на транспортировку и фрахт, составила 58,3%), тогда как еще в I полугодии 2013 года аналогичный показатель составлял 54,3% (65,0% соответственно). Себестоимость продукции увеличилась в I полугодии на 26,9% (в годовом сопоставлении), коммерческие расходы выросли на 58,2%. В том числе расходы на фрахт, перевалку и железнодорожный тариф выросли год-к-году на 64,9%. В то же время, по заявлениям руководства, себестоимость тонны произведенного калия снизилась на 12% до $51 (благодаря реализации программы сокращения расходов и девальвации рубля), оставаясь самым низким в отрасли показателем.

Динамика мирового спроса на калий, млн тонн

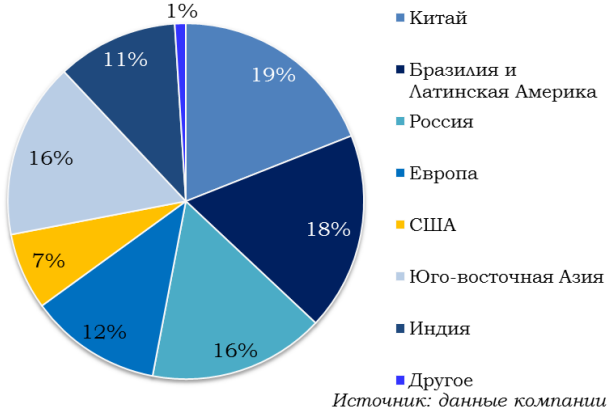


Данные: Уралкалий

Чистая прибыль сократилась на 7% по сравнению с I полугодием 2013 года и составила $370 млн. Это выше, чем мы ожидали ($267 млн). Данные по EBITDA и выручке также превзошли наши ожидания.

В комментариях к отчетности руководство компании отметило, что бразильский, североамериканский и китайский рынки показали существенный рост спроса на калий в I полугодии текущего года. На три этих региона в сумме приходится 44% от всех продаж удобрений «Уралкалия».

Структура продаж Уралкалия в 1П 2014 года по регионам



Источник: данные компании

Общий мировой спрос на калий в 2014 году ожидается на уровне 56-58 млн тонн, что сопоставимо с рекордным уровнем 2011 года (57 млн тонн). В «Уралкалии» ожидают, что по итогам 2014 года объем производства составит 11,5 млн тонн (пересмотр с июньских 11,0 млн). Основными индикаторами спроса в 2014 году станут рынки Бразилии, Китая, Юго-Восточной Азии и Индии.

Отчетность в целом ожидаемая, рентабельность остается под давлением из-за низких цен на калий. В четверг выраженной реакции рынка на отчетность в акциях производителя не последовало. Рынок ожидает заключения новых контрактов с основными партнерами «Уралкалия» в Китае, после чего можно будет судить о состоянии отрасли, о темпах ее восстановления. Пятничное снижение в бумагах (котировки опустились до исторического минимума в 133,57 рубля за акцию) мы связываем с общей слабой динамикой российского фондового рынка. В понедельник бумаги немного отыграли падение.

Относительно аналогов по рыночным мультипликаторам (P/S, P/E, EV/EBITDA) «Уралкалий» оценен вполне справедливо – с премией к менее крупным игрокам и с небольшим дисконтом к канадскому Potash Corp (дисконт можно объяснить наличием странового риска).

Мы пересмотрели модель оценки акций «Уралкалия», исходя из менее быстрого и выраженного, чем мы ожидали, восстановления калийной отрасли. Наша оценка справедливого уровня акций составляет **183 рубля** (пересмотр с 200 рублей) и **$26,5** за GDR, оставляем рекомендацию **ДЕРЖАТЬ**. Поводом для пересмотра рекомендации до ПОКУПАТЬ может стать явный сигнал о росте мировых цен на калий, что станет отражением восстановления отрасли.

Ключевые финансовые и производственные показатели Уралкалия по итогам 1П 2014 года

						Изменение, %		
	1П13	**2013**	**1К14**	**2К14**	**1П14**	**YoY**	**2014F**	**YoY, %**
$ млн.								
Выручка	**1 614**	**3 323**	**862**	**864**	**1 726**	**6,9%**	**3 345**	0,7%
Чистая выручка от продаж*	1 348	2 665	649	667	1 316	**-2,4%**		
EBITDA	**876**	**1 634**			**767**	**-12,4%**	**1 691**	3,5%
Рентабельность по EBITDA, %	54,3%	49,2%			44,4%		50,6%	
Рентабельность по EBITDA (к чистой выручке от продаж), %	65,0%	61,3%			58,3%			
Чистая прибыль	**397**	**666**			**370**	**-6,8%**	**776**	16,5%
Чистая рентабельность, %	24,6%	20,0%			21,4%		23,2%	
Средняя цена на калий, FCA, $								
Внутренняя	*257*	*219*	*153*	*159*	*156*	**-39,3%**		
Экспортная	*316*	*268*	*215*	*225*	*220*	**-30,4%**		
млн. тонн								
Производство хлористого калия	4,5	10,0	2,9	3,1	6,0	**33,3%**		
Объем продаж, всего	**4,3**	**9,9**	**3,1**	**3,0**	**6,1**	**41,9%**		
Внутренний рынок	*1,0*	*1,9*	*0,5*	*0,5*	*1,0*	**0,0%**		
Экспорт	*3,3*	*8,0*	*2,6*	*2,5*	*5,1*	**54,5%**		

** Чистая выручка - общая выручка, уменьшенная на расходы на фрахт, железнодорожный тариф и перевалку.*

Уралкалий на фоне иностранных аналогов

	EV/EBITDA			P/S			P/E			NetDebt/ EBITDA
	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	
POTASH CORP OF SASKATCHEWAN	10,40	11,24	10,07	3,90	4,49	4,28	15,77	19,87	17,04	1,59
MOSAIC CO	8,97	8,53	7,37	2,21	1,94	1,81	20,08	18,03	13,80	0,36
AGRIUM INC	7,97	9,13	7,28	0,86	0,81	0,77	12,51	15,48	11,43	2,09
ARAB POTASH COMPANY	10,76	12,00	10,68	4,48	3,67	3,23	17,89	18,65	16,19	-1,51
K+S	5,17	5,93	5,79	1,08	1,21	1,19	10,31	14,76	14,46	0,21
ISRAEL CHEMICALS LTD	8,59	9,39	7,94	1,69	1,61	1,53	12,96	14,10	10,76	2,58
INTREPID POTASH INC	13,01	13,12	9,60	3,55	3,14	2,93	51,57	-	-	1,52
SQM	8,79	10,61	9,93	3,04	3,45	3,26	14,35	20,78	17,85	0,81
VALE	5,22	4,89	4,64	1,81	1,53	1,44	-	7,43	7,23	1,12
Уралкалий	**8,91**	**8,61**	**6,44**	**3,21**	**3,19**	**2,57**	**16,00**	**13,74**	**8,04**	**2,56**
Среднее	8,79	9,39	7,94	2,21	1,94	1,81	15,06	16,75	14,13	1,12
Справедливая стоимость акции, руб.	131,7	145,6	164,7	92,2	81,3	94,4	125,7	162,8	234,9	
Потенциал	**-1,4%**	**9,0%**	**23,3%**	**-31,0%**	**-39,1%**	**-29,4%**	**-5,9%**	**21,9%**	**75,8%**	

Источник: данные Bloomberg, прогнозы и расчеты UFS IC

Предыдущий специальный комментарий по эмитенту:
Уралкалий: результаты оправдали ожидания

Вы можете подписаться на наши аналитические материалы, перейдя по ссылке или

UFS INVESTMENT COMPANY

Департамент Аналитики	**Тел. +7 (495) 781 02 02**
Департамент торговли и продаж	**Тел. +7 (495) 781 73 03**
Взаимодействие с клиентами, формирование портфелей, применение торговых идей	**Тел. +7(495) 781-73-02** **Тел. +7(495) 781-73-00**



Исаева Мария
mvi@ufs-federation.com



Коростелев Дмитрий
kdv@ufs-federation.com



Рожков Дмитрий
rdv@ufs-federation.com



Шмакова Светлана
ssv@ufs-federation.com



Куренкова Анна
kas@ufs-federation.com

UFS Investment Company

- Победитель конкурса прогнозов Thomson Reuters Trading Russia
- Лауреат премии Cbonds Awards в номинации – «Прорыв года в аналитике»
- Лауреат премии Cbonds Awards
- Рейтинг надежности на уровне А, высокий уровень надежности (РА Эксперт)
- Рейтинг кредитоспособности по национальной шкале «А» (АК&М)
- Дважды лауреат премии «Investor Awards»
- Золотой диплом «За информационную открытость»(Финансовый пресс-клуб)
- Лауреат премии Spear's Awards
- Лауреат Национальной премии «Финансовый Олимп 2012»
- Лучший результат управления фондами фиксд-инком и арбитраж (достижение исторических доходностей 38/72% годовых 2013г.)
- Команда аналитиков входит в TOP-3 рэнкинга BARR - Ранг абсолютного дохода Bloomberg

Всегда для Вас живой сайт: он-лайн консультант на нашем сайте **www.ufs-federation.com**

Подписка на аналитику

Каждый вторник в 19:00
Летние встречи с UFS IC

Google play
Доступно в App Store

Узнайте больше с помощью мобильного приложения

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.