

Минеральные удобрения. Уралкалий.

Акция	Рекомендация	Текущая цена руб.	Целевая цена руб.	Потенциал
Уралкалий	Покупать	180,45	390,00	+116%

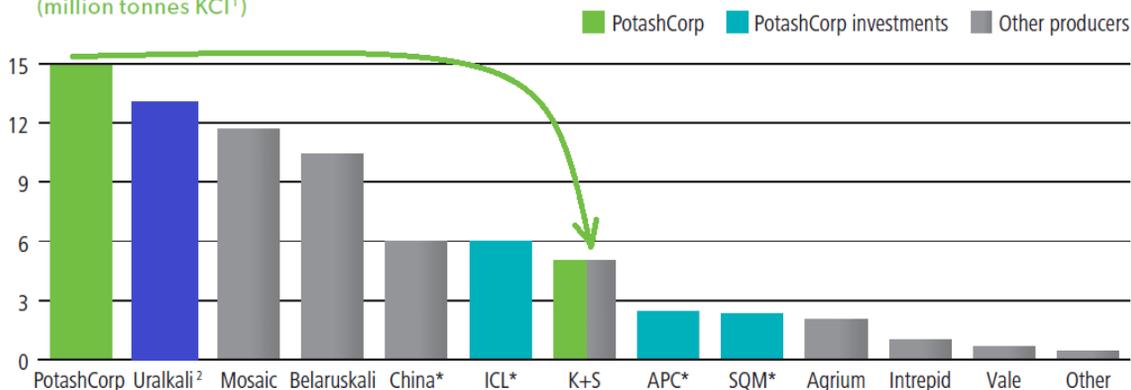
Уралкалий всегда был популярной бумагой у инвесторов. По количеству событий происходящих вокруг него, компания по ощущениям всегда входит в тройку лидеров по упоминаемости в отечественных деловых СМИ.

Мы давно следим за этой идеей. По сути Уралкалий это сказочная для инвестора компания, тем более это дешевый экспортер с планами роста добычи, с наличием M&A составляющей, идеальный объект по нашей стратегии. Любой кто в теме, знает как важны для нашей планеты удобрения, и какое место занимает в глобальной иерархии Уралкалий (20% добычи) и какая при этом уникальная маржинальность у его бизнеса. Кто не знает, может узнать это самостоятельно, тем более наше сообщество для опытных инвесторов. В данном обзоре мы рассмотрим корпоративный драйвер.

Дополнительно отмечаем, что параллельно развивается попытка поглощения немецкой калийной кампании K+S канадской Potash Corp. И это во-первых показывает реальную оценку активов в секторе, во-вторых может привести к доминированию картеля Canpotex и росту цен на калий.

World Potash Producer Profile

(million tonnes KCl¹)



* PotashCorp investments: ICL (14%), APC (28%), SQM (32%) and Sinofert (22%). Sinofert owns approximately 24 percent of Qinghai Salt Lake Industry Company, China's largest potash producer.

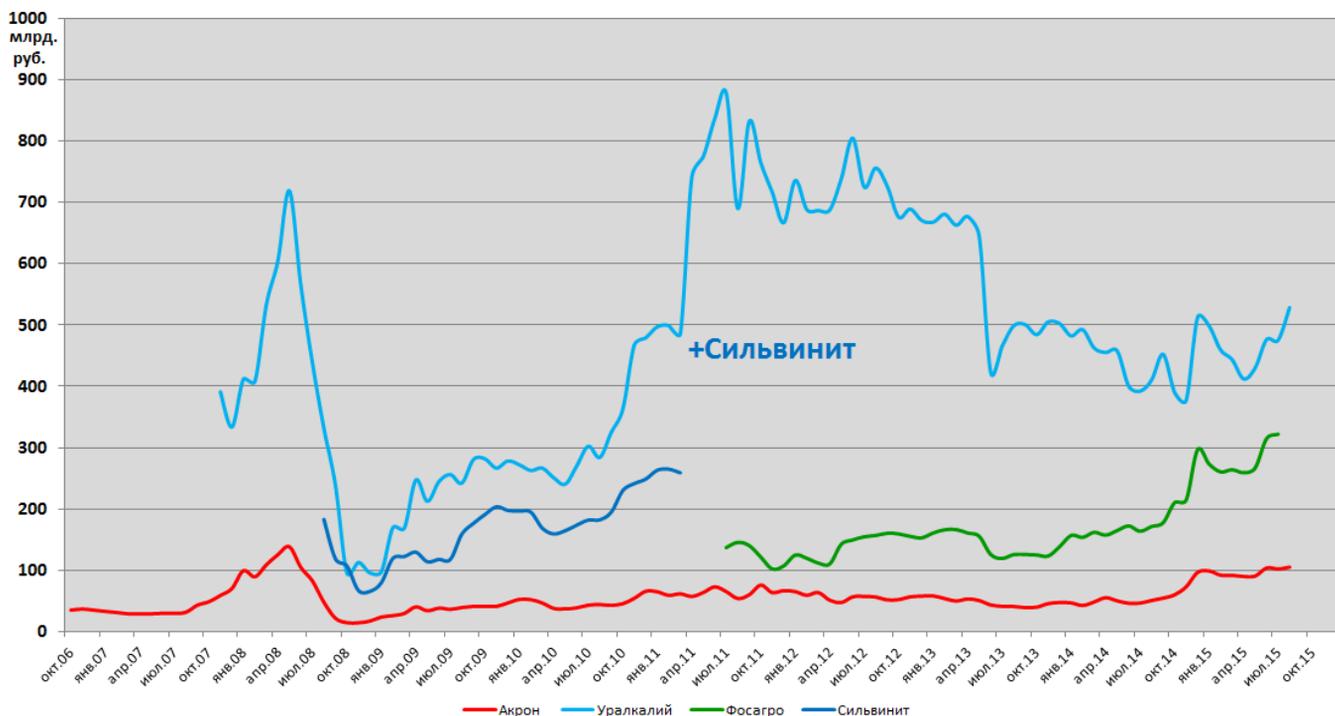
Source: Company reports, CRU, Fertecon, PotashCorp

Обзор ситуации:

Акции Уралкалия значительно отстали от других российских публичных производителей удобрений, в которых идет настоящее ралли на фоне девальвации.

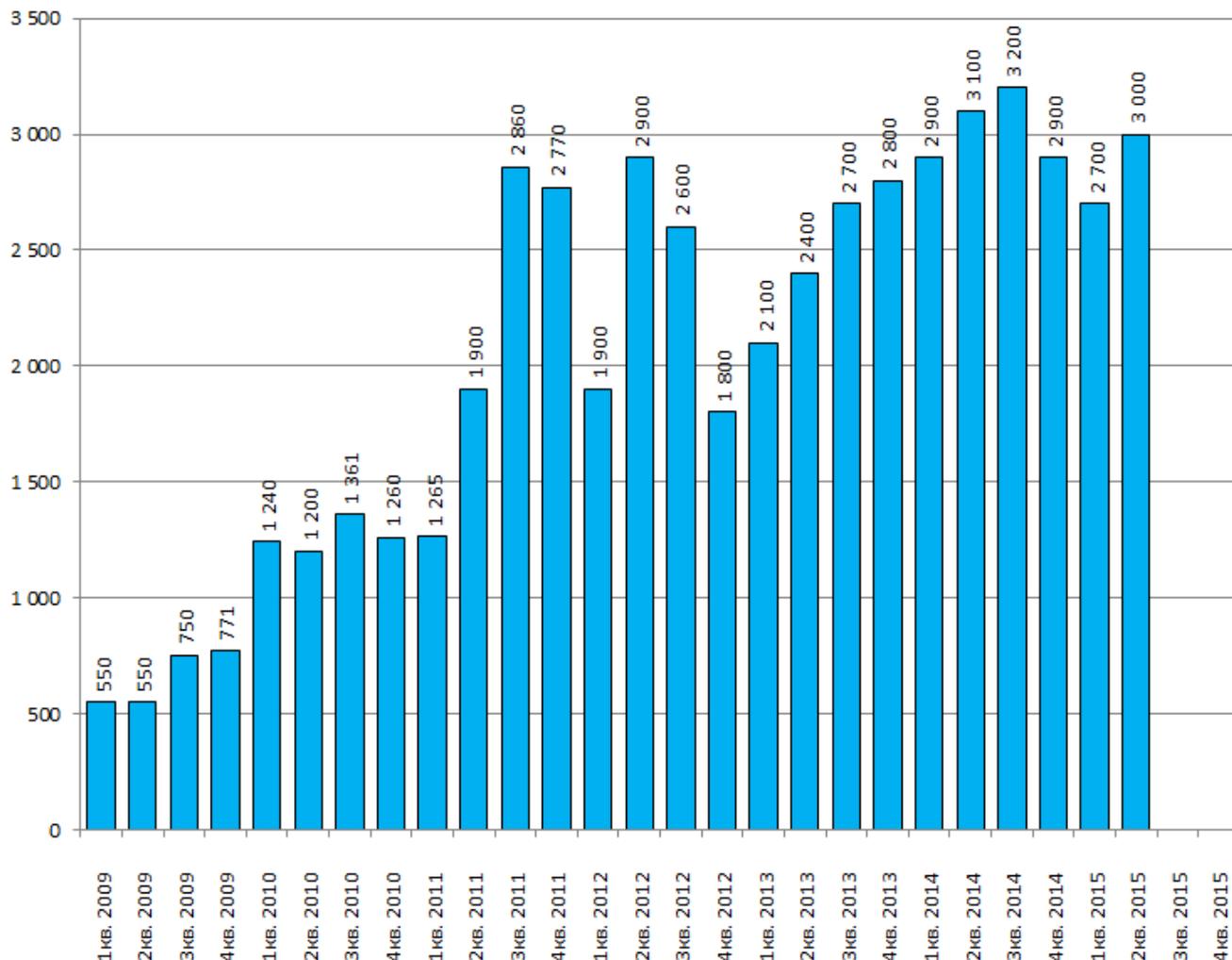


В результате Уралкалий сейчас стоит в рублях также как перед объединением с Сильвинитом. Тогда он производил в два раза меньше калия. Так как Уралкалий это классический экспортер, то оценка в валюте показывает что объединённая компания, глобальный игрок №2, сейчас, стоит в 4 раза дешевле чем после слияния.



Бумаги пытались расти, но случались негативные события, которые приводили к обрушениям и откатам. Во первых начало подтапливать Соликамск-2 (СКРУ-2). Произошел локальный спад добычи, но по факту компания перераспределила мощности и смогла выйти на прежние уровни производства уже во 2 кв. 2015.

Калий тыс. тонн



Не тут то было. Уралкалий меняет стратегию, решив увеличить производство до 15 млн. тонн, что потребует колоссальных затрат до 2020 года, поэтому отменяется дивидендная политика – выплата 50% чистой прибыли по МСФО. Тем кто не готов ждать компания предлагает выкуп по \$3,2 общим объемом \$1,5 млрд.

После завершения выкупа в СМИ методично появляется противоречивая информация, возможно целью повлиять на умы инвесторов. Конечно я могу ошибаться. Суть возможной дезинформационной атаки, которую так настойчиво доносят рынку, следующая:

1. Уралкалий проведет делистинг.
2. Станет частной компанией.
3. Байбэк продолжится.
4. ОНЭКСИМ не дождался дивидендов и хочет продать свой пакет.
5. Уралхим планирует присоединить или поглотить Уралкалий.

Это оказало сильнейшее давление на акции. Почти все аналитики и рядовые инвесторы поверили и стали продавать. Вышла серия рекомендаций с негативным оттенком.

Кому хочется чтобы Уралкалий, эта ликвидная голубая фишка, вернулся на РТС-Board как в 2007, делистинг страшная вещь? А раз Прохоров выходит, то дело совсем дрянь? Зачем держать бумагу, если выкуп идет без премии к рынку и т.д.

Привожу конкретные цитаты:

*«Уралкалий» может уйти с бирж уже до конца года, а затем объединиться с «Уралхимом»
Дмитрия Мазепина.*

До конца года «Уралкалий», один из крупнейших в мире производителей калия, может стать частной компанией.

Крупнейшим акционером будет Мазепин. «Онэксим» оставаться акционером не планирует.

Личная позиция Мазепина: для него частная компания – более понятная, удобная и привычная форма владения.

В перспективе Мазепин рассчитывает объединить «Уралкалий» и «Уралхим».

Реализовав план, «Уралхим» либо пройдет по лезвию и превратится в действительно крупный холдинг, который производит разные удобрения, либо рухнет.

«Уралхим» ведет переговоры о привлечении кредита в ВТБ для выкупа 20% «Уралкалия», принадлежащих группе «Онэксим». Сумма кредита – \$1,5 млрд.

Откуда слухи? Все по «словам источников», «по словам знакомых бизнесмена», «по словам банкиров близких к сделке», «источник близкий к группе».

В группе мы рассматривали 4 и 5 слух. ОНЭКСИМ сократил свой пакет с 27,09% до 20%, как мы считаем, вовсе не из-за того что он разочаровался в сделке, и вовсе не из-за того что бизнесмен Прохоров уже не тот. Дело в том, что ОНЭКСИМ получил \$0,67 млрд. фактически сохранив свою прежнюю долю в компании. То есть с учетом предстоящего погашения доля будет 26,37% акций. Это очень хорошая сделка. Возможно есть договоренность с Уралхимом о паритетном владении.

С учётом того, что 16% из пакета ОНЭКСИМА заложены в ВТБ, а сам пакет покупался примерно за \$5,4 млрд., дальнейшая фиксация убытка даже для Прохорова это чересчур.

Теперь про Уралхим. Я предположил, что если Мазепин все же и мечтает, несмотря на отрицательный капитал своего холдинга, огромные валютные кредиты и отсутствие очевидной синергии (все это выкладывал ранее), поглотить Уралкалий, то лучше это сделать так:



Уралхим должен будет отдать свои производственные и финансовые активы в Уралкалий, взамен какого-то количества казначейских акций. Это самая простая и очевидная сделка M&A, чем та в которую так нас стремятся убедить.

Есть ли хоть какая-то конкретика? Генеральный директор Уралкалия Дмитрий Осипов говорил, что дополнительный выкуп в апреле был для тех кто не готов держать акции после изменения дивидендной политики. Вместо 15,97% выкупили лишь 11,56%. Кроме Прохорова получается свои бумаги отдали 4,47% акционеров.

ПАО «Уралкалий» (ЛФБ: URKA; «Компания»), один из крупнейших в мире производителей калийных удобрений, утвердил программу приобретения обыкновенных акций Компании, в том числе глобальных депозитарных расписок («ГДР»), удостоверяющих права на обыкновенные акции, в объеме не более 468 750 000 штук, составляющих 15,97% выпущенных и размещенных акций Компании. Покупная цена за ценные бумаги, предложенные к продаже, составляет 3,2 доллара США за одну обыкновенную акцию и 16 долларов США за одну ГДР, при этом общая сумма покупной цены составит не более 1,5 млрд. долларов США. Целью программы, финансируемой за счет имеющихся в наличии денежных средств, является предоставление возможности по выплате владельцам ценных бумаг денежных средств в то время, когда выплата дивидендов не соответствует дивидендной политике Компании. Компания в настоящее время планирует впоследствии осуществить погашение приобретенных акций. До их передачи и последующего погашения ценные бумаги могут использоваться в качестве обеспечения при получении финансирования группой ПАО «Уралкалий», в том числе в производных сделках, таких как сделки РЕПО, а также для иных общекорпоративных целей.

В связи со сделанным объявлением генеральный директор Компании Дмитрий Осипов заявил следующее:

— В 2014 году остатки денежных средств на балансе ПАО «Уралкалий» составляли 2,5 млрд. долларов США по состоянию на 31 декабря 2014 г., и его резервы денежных средств остаются на высоком уровне. Хотя по нашей действующей дивидендной политике мы не можем выплатить дивиденды за 2014 год, с учетом имеющихся в настоящее время резервов денежных средств ПАО «Уралкалий», ожидаемых будущих потребностей в денежных средствах, имеющихся потоков денежных средств и других источников финансирования мы в состоянии вернуть владельцам ценных бумаг до 1,5 млрд. долларов США в виде денежных средств через программу приобретения ценных бумаг у акционеров и владельцев ГДР ПАО «Уралкалий». Осуществление предложенной программы приобретения, а не выплата дивидендов позволяет ПАО «Уралкалий» не сокращать свои текущие объемы нераспределенной прибыли до момента последующего погашения акций, приобретенных в рамках программы приобретения.

Больше ничего. Никаких заявлений и комментариев или существенных фактов даже косвенно свидетельствующих о приближающемся самовыкупе, выходе ОНЭКСИМА, поглощении Уралхимом нет. Сказано прямо, что Уралкалий планирует впоследствии осуществить погашение казначейских акций.

И вот в пятницу появилось новая конкретика. [Дочка Уралкалия, Уралкалий-Технология размещает допэмиссию на 149,73 млрд. рублей. Для чего?](#)

Версия первая. Присоединение Уралкалий-Технологии к Уралкалию и погашение казначейского пакета.

Все пойдет по первоначальному плану (до дезинформации в СМИ). Уралкалий-Технологии планировалось присоединить и ранее, еще до смены акционеров.

Владислав Баумгертнер, генеральный директор ОАО «Уралкалий»:

«Уралкалий продолжает реорганизацию, которая направлена на оптимизацию и совершенствование юридической и управленческой структуры Компании с целью повышения ее эффективности и прозрачности для акционеров. Погашение казначейских акций Компании является важным шагом в рамках действующей программы выкупа акций и подчеркивает нашу приверженность международно признанным стандартам корпоративного управления и нашу нацеленность на обеспечение роста стоимости для акционеров.»

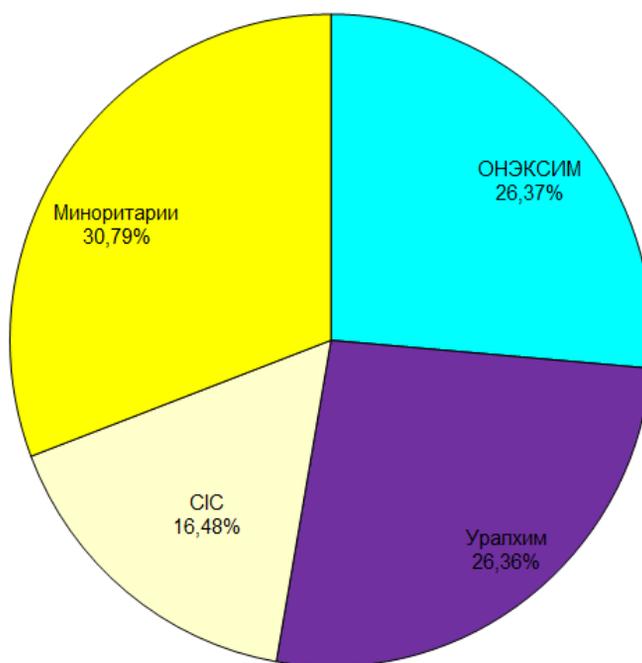
Но потом вынужденно появились **новая порция казначейских акций**. Логическая цепочка их появления такая: сначала авария на СРКУ-2, это вынуждает компанию нести затраты, риски потери рудника заставляют активно инвестировать в другие мощности, амбициозная инвестпрограмма не позволяет платить большие дивиденды, тем кто не готов ждать дают право выйти, компания готова выкупить у несогласных с новой политикой 15,97% акций. В этом участвует небольшая часть миноритариев плюс Прохоров элегантно получает кэш, сохраняя свою долю в компании. Но дело в том, что второй байбэк проходил на Enterpro Services Ltd., а не на Уралкалий-Технология. И эти акции теперь надо у него внутри группы купить, для этого, а также для погашения взятых ранее долгов, в УТ закачивается огромная сумма денег.



Упрощение схемы открывает путь к присоединению к Уралкалию УТ

Итак, если акции погасят, новые доли в компании не трудно подсчитать. Прохоров и Мазепин вместе получат контрольный пакет, free-float вырастет, доля каждого конкретного миноритария вырастет. Мы имеем примеры ГМК, АКРОНа, Северстали, которые убедительно показывают как хорошо это воспринимается рынком. Рядовой аналитик этого осознать не может, ведь на выкуп пошли деньги или у компании образовался долг, его калькулятор в голове вскипает.

Структура акционеров ОАО "Уралкалий"



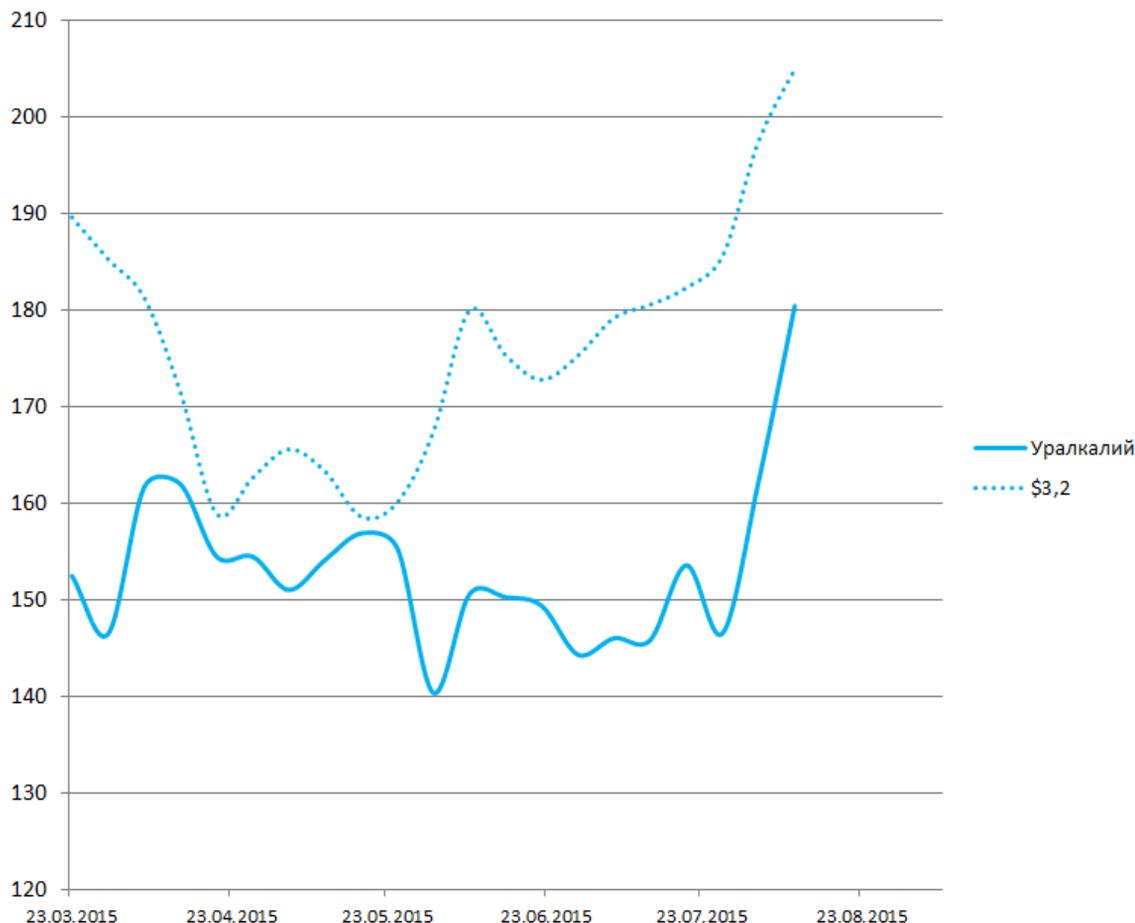
После погашения уставной капитал Уралкалия составит **2 226 млн. акций**. Капитализация по текущим 402 млрд. рублей, это немного больше чем у Фосагро (ЕВІТDА 2014 **\$1,784 vs \$0,979**). Мне кажется инвесторы отыгрывают эту идею и капитализация отрастёт к текущим 500 млрд., но уже с учетом нового уставного капитала, то есть 220-230 рублям за бумагу.

Также мы помним как повлияло сокращение free-float с 27,83% до 23,35% на снижение веса Уралкалия в индексе MSCI. 29 мая 2015 на огромном обороте бумага рухнула. Точно такой же объем или больший зайдет в бумагу при неизбежном повешении веса Уралкалия в индексе.

Версия вторая. Готовится грандиозный самовыкуп.

Если на мгновение поверить в то что писали СМИ, то Уралкалий закачивает в свою дочку Уралкалий-Технологии 149,73 млрд. рублей, для того чтобы все же попытаться выкупить free-float. То есть попробует еще раз купить сам себя перед делистингом. Выходит, что выкуп 685,5 млн. акций пройдет по **218 рублей** за штуку.

Таким образом, цена выкупа будет в таком случае повышена с \$3,2 до \$3,4. Рост доллара на рынке был почему-то проигнорирован, а ведь даже \$3,2 это 204 рубля. Но я встречал версии аналитиков, что по их мнению Уралкалий специально объявит выкуп даже ниже рынка, чтоб уже все со страху точно понесли (!).



Итак, выкуп даже по \$3,2 или по 218 рублей, несмотря на дальнейший уход с биржи приведет (привел) к росту акций.

Версия третья. Комбинированная.

Встречается и третья версия. Сначала Уралкалий все же погасит казначейские акции. Но миноритариям не стоит расслабляться. Менеджмент потом методично продолжит вытеснять миноров через бесконечный байбэк, пока наконец компания не станет **частной**. Частная в их понимании это когда она принадлежит трем акционерам без миноритариев. То есть ОНЭКСИМ с долей 38%, Уралхим 38% и СИС с 24%.

Я допускаю с большой натяжкой, что после погашения казначейского пакета путем присоединения к Уралкалию Уралкалий-Технология будет еще один выкуп. Он напрашивается лишь только для того, чтобы Уралхим и ОНЭКСИМ переступили 30% порог, в дальнейшем наращивая свои доли, не выставляя оферту миноритариям.

Также на весенний выкуп принесли **11,17%** акций, а выкуп объявлялся на **15,97%**. То есть деньги на 4,8% акций в размере \$0,5 млрд. еще остались.

Что тут скажешь? Поживем увидим. Думаю ответы на все вопросы будут в конце августа на публикации полугодовой отчетности по МСФО.

Кстати еще один выкуп точно будет, ведь у тех акционеров, кто **не согласен с реорганизацией** Уралкалия в форме присоединения к нему УТ, есть возможность предъявить акции к выкупу. Цена пока не известна. Возможно инсайдеры двигают рынок к ней.

График.

В понедельник 3 августа в инвестиционном бюллетене мы писали, что выход к 190 рублям очень вероятен. Это знаковый уровень. Ранее к нему подходили на отскоках после падений на калийной войне, потом после ареста Баумгертнера, потом на девальвации, потом после аварии на руднике. Возможно ранее там находился продавец еще из пула Керимова. Соответственно в основной массе инвесторы покупали акции ниже этого уровня и выходят в плюс. Прорыв возможен на некоем нетривиальном событии которое очевидно вот-вот произойдет или будет анонсировано.

График акций Уралкалия невероятно техничен, глядя на него веришь, что теханализ существует.



В любом случае впереди еще один мощный драйвер – это финансовый отчет за 1-е полугодие 2015 в конце августа, который покажет какие изменения произошли у экспортера благодаря девальвации.

Отказ от ответственности:

*Данный обзор нужен лишь для структурирования информации указанной в группе Alenka Capital в социальной сети «В Контакте» и не является указанием к действию. Мы с трудом предвидим будущее, к нашему сожалению. Мы призываем Вас думать своей головой и традиционно рекомендуем принимать инвестиционные решения самостоятельно в душевном комфорте, предварительно самостоятельно произведя расчеты при помощи ручки, листка бумаги и калькулятора.

Ни при каких обстоятельствах инвестиционный бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как побуждение к покупке или продаже ценных бумаг. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, ALENKA CAPITAL и Марламов Э.Т. не дают никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. ALENKA CAPITAL и Марламов Э.Т. не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования.

***Копирование данного материала без согласования с автором запрещено.*

**** Данный бюллетень распространяется на безвозмездной основе. Отблагодарить автора вы можете отправив перевод по этим реквизитам:*

QIWI 4890 4941 1935 9859

Сбербанк 4276 3100 1832 8080

ВТБ 4272 2903 3762 4530

Yandex 4100 1917 2370 06