

Минеральные удобрения. Уралкалий.

Акция	Рекомендация	Текущая цена руб.	Целевая цена руб.	Потенциал
Уралкалий	Покупать	171	380	+122%

Обновление инвестицидеи про Уралкалий. В прошлом году мне удалось три раза поучаствовать в разных движениях в этой бумаге.

1. Летом, после «закошмаривания» в СМИ. Газеты обещали частную компанию, выход ОНЭКСИМа, поглощение Уралхимом уже «к концу года» и т.д.
2. Далее шорт под идею выхода фондов ориентированных на индекс MSCI, откуда Уралкалий исключили из-за падения free-float.
3. Покупка после исключения из индекса, в моменте акции падали ниже, но потом неплохо отросли.

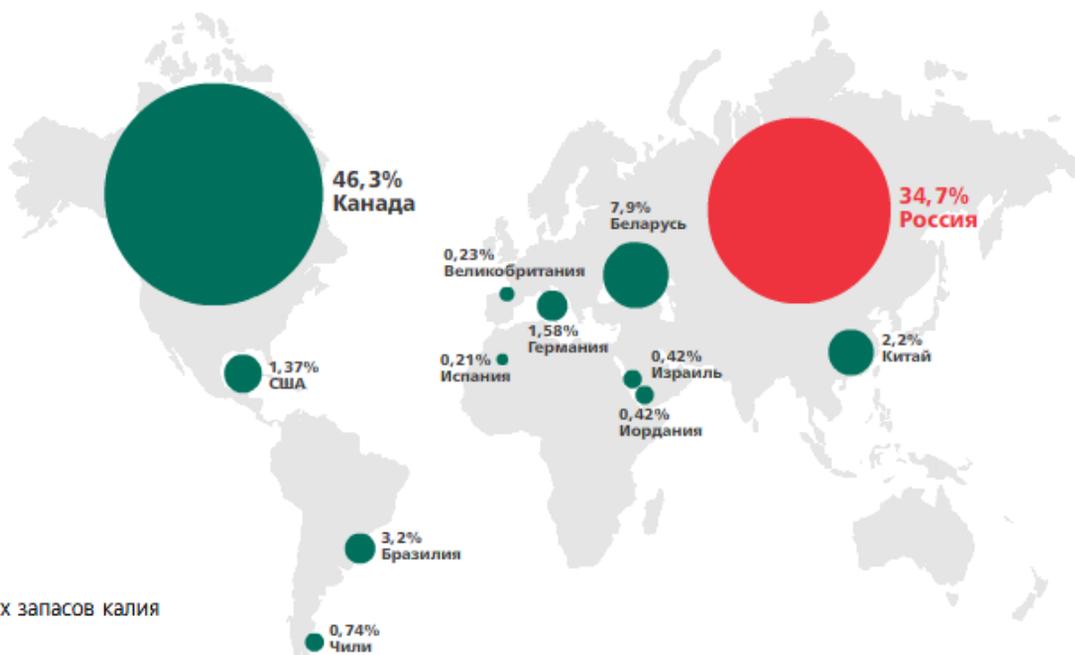


Обзор ситуации:

Поводом для написания обзора стал выход китайского фонда CIC из капитала Московской биржи. В этом свете продажа китайцами своей доли в Уралкалии выглядит несколько иначе, чем было принято на рынке. Плюс Уралкалий продолжает наслаждаться девальвацией, многочисленные выкупы так и не привели к реализации угрозы возникновения частной компании, да и вообще следует обновить взгляд на идею после стольких колебаний.

В целом мы знаем что актив уникален, очень похож на АЛРОСу. Рынок калия это олигополия, населения земли растет и никаким «замедлением темпов роста Китая» тут простаков не обмануть. В каком-то смысле это инвестиция и в сельское хозяйство, и в сырье, и в эффективного экспортёра одновременно. У всех был шанс, и не один, воспользоваться выходом шведов и паникой, и закупить дешевую АЛРОСу себе в портфель, как я советовал много раз. Возможно еще есть шанс купить Уралкалий, но тут идея более рисковая.

РАЗВЕДАННЫЕ ЗАПАСЫ КАЛИЯ В ОСНОВНОМ СКОНЦЕНТРИРОВАНЫ В КАНАДЕ И РОССИИ¹



% - Доля мировых запасов калия

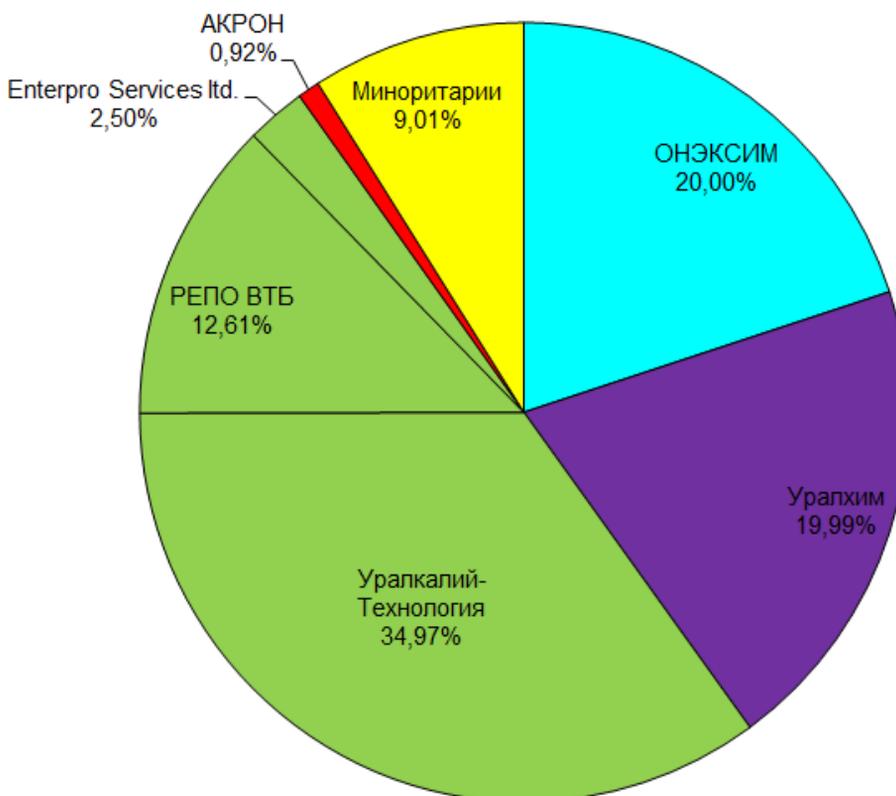
**ОГРАНИЧЕННЫЙ ДОСТУП К РЕСУРСАМ, ВЫСОКОКАЧЕСТВЕННЫЕ ДОСТУПНЫЕ
МЕСТОРОЖДЕНИЯ КАЛИЙНОЙ РУДЫ НЕМНОГОЧИСЛЕННЫ**

Михаил Прохоров и Дмитрий Мазепин в отличие от мелких спекулянтов не смотрят ежедневно в монитор. Они планомерно ведут свою игру с целью получения квалифицированного большинства в этом уникальном на нашей планете активе.

В настоящий момент в ходе серии обратных выкупов им удалось собрать 50% акций (!) на баланс самого Уралкалия, что в каком-то смысле уникально для российской практики и применялось только менеджментом Сургутнефтегаза в 1995. Я считаю целью этой «спецоперации» двух бизнесменов (которой меньше года) является вытеснение миноритариев (добровольное, что важно) с целью наращивания своих долей без каких-либо денежных затрат на это.

Казначейский пакет во многом вырос из-за выхода китайской Chengdong Investment Corporation, но видимо они продали акции из-за общего вывода активов с России или развивающихся рынков.

Структура акционеров ОАО "Уралкалий"



В связи с делистингом с LSE, компания 23.11.2015 года объявила еще один обратный выкуп с рынка на 6,5% капитала. Сейчас уже собрано 2,5%.

Сам уход с LSE компания объясняет не стремлением к превращению в частную компанию, а тем что Московская биржа стала продвинутой и большинство западных инвестором стали торговать акциями Уралкалия там, а на LSE компания появилась только из-за IPO.

MOEX Infrastructure Meets International Standards



Major Infrastructure Features	MOEX Status	
	2007 (IPO)	2015 (Now)
Central Securities Depository (CSD) <ul style="list-style-type: none"> Launch of the CSD removed the key barrier for trading in Russian ordinary shares for foreign investors 	✘	✔
Central Counterparty (CCP) <ul style="list-style-type: none"> National Clearing Centre (NCC) acts as CCP on all Moscow Exchange markets Capitalization of NCC is in line with the capitalization of clearing house in the UK (e.g. LCH.Clearnet) 	✘	✔
Euroclear and Clearstream access <ul style="list-style-type: none"> Euroclear and Clearstream provide settlement services for Russian sovereign bonds, corporate bonds and equities 	✘	✔
T+2 Settlement Cycle <ul style="list-style-type: none"> Equities in T+2 settlement cycle meeting international standards 	✘	✔
Direct market access (DMA) <ul style="list-style-type: none"> Six global banks (Citi, CS, BAML, MS, UBS, DB) and the majority of local banks (VTB, Sberbank, Otkritie, RenCap etc.) have launched DMA services on Moscow Exchange securities market 	✘	✔

• Breakthrough regulatory and infrastructure innovations have been implemented on the Russian securities market since Uralkali's IPO in 2007. Currently the Moscow Exchange meets international standards

Также впереди собрание акционеров 15 марта 2016 года. На котором будет рассматриваться вопрос о присоединении Уралкалий-технология, и затем погашения принадлежащих ему акций Уралкалия. Однако Совет Директоров не рекомендует акционерам голосовать за это решение в связи с тем что:

- (i) в настоящее время идет процесс дополнительной эмиссии акций «Уралкалий-Технология» на 220 млрд рублей,
- (ii) часть принадлежащих «Уралкалий-Технология» акций «Уралкалия», которые планируется погасить, переданы в РЕПО АО «ВТБ Капитал», и
- (iii) часть принадлежащих «Уралкалий-Технология» акций и глобальных депозитарных расписок на акции «Уралкалия» могут быть переданы в залог ПАО Сбербанк в обеспечение обязательств Компании по кредитным договорам, заключенным с ПАО Сбербанк, завершение реорганизации в ближайшее время не представляется возможным.

Если бы акционеры проголосовали за данное решение, то доли акционеров следовало бы автоматически умножать на два, так как акций стало бы в два раза меньше или 1465 млн. штук. Теоретически рекомендации СД могут быть дымовой завесой.

Тем не менее более вероятно, что пока часть акций Уралкалия побудет в РЕПО у ВТБ, еще часть будет заложено в Сбербанк, видимо чтобы осуществлять скупку далее, также продолжается подготовка присоединению УТ.

Менеджмент от идеи погашения акций никогда не отказывался, возможно неожиданная продажа акций китайцами, которая потребовала больше \$1 млрд. затормозила процесс.

Уралкалий остается сверхприбыльным и сверхрентабельным производителем с самой низкой себестоимостью в мире. На фоне того, что Potash закрывает шахту, Уралкалий даже не чувствует кризис. Каждый год компания генерирует по \$1,5-2 млрд. EBITDA, что позволит через пару лет рассчитаться с взятыми на байбэк кредитами и спокойно осуществлять инвестпрограмму.

Сейчас EV/EBITDA чуть выше 6. Но мы представим, что Уралкалий просто благодаря спокойной работе гасит долг, и поделим капитализацию на 2, так как половина собственных акций это или актив на продажу, либо гашение.

На диаграмме видно, что с учётом казначейских акций Уралкалий оценен как АКРОН по мультипликаторам, а капитализация почти на треть меньше Фосагро, при том, что калийщики со своей маржинальностью всегда торгуются с большим премией к другим производителям удобрений.



Сценарии развития событий:

Позитивный являющимся основным сценарий показан на предыдущем слайде. Это эволюционное гашение долга, погашение казначейских акций, рост долей акционеров. В этом случае капитализация, я считаю более чем удвоится. Рассмотрим альтернативные сценарии:

«Сценарий СМИ». То есть то что описывалось летом в деловой прессе.

Уралкалий попытается еще раз собрать свои акции, увеличивая свой пакет до 55%. Далее нужна будет совершенно творческая схема. Как объявить принудительный выкуп и на кого? Очень много вопросов. Как мы знаем, согласно закону об АО, для появления возможности делать squeeze-out, надо сначала в ходе добровольной оферты выкупить не менее 10% акций и так пересечь уровень 95%. В списке аффилированных лиц Уралкалия его стратегические акционеры не присутствуют, что очень важно.

1. Если выкупает Уралхим, то ему надо будет выкупать аж 75% (казначейский + ОНЭКСИМ), а это потребует невероятных ресурсов, тем более Уралхим уже должен \$4,5 млрд. (!!!). Вероятность этого 0,1%.
2. Выкупает условное СП Уралхим-ОНЭКСИМ. Вероятность выше, надо покупать 55%, а не 75%, да и у Прохорова хотя бы есть деньги.
3. Уралкалий выкупает сам себя, так как у него есть и деньги и большая половина акций. Это будет историческая сделка. Но это просто не укладывается в голове. И как потом Прохоров и Мазепин вернутся в капитал? Да и кто даст Мазепину продавать заложенные акции?

Тем не менее, если с трудом заставить себя поверить в такое, то для осуществления данного плана им **надо наверняка докупить еще 4,92%**. Так как в минорах сидит АКРОН (считающий данный уровень цен очень низким), и огромное количество физиков-акционеров купавших бумаги еще на ваучеры, плюс работники из Березников и Соликамска, плюс упертые держатели, скупить по текущим половину free-float будет довольно трудной и небыстрой задачей.

Вся перезревшие яблоки с тонкими веточками уже осыпались, кошмарить уже некого, далее придется пылесосить на бирже или каждый раз повышать цену и все равно 95% могут быть не собраны. В любом случае в этом сценарии акции не упадут. Худшее что может быть это нервное расстройство от того что акции будут проданы не по 400 рублей, а по 250.

Тем не менее даже если и будет еще один выкуп, то индикативная цена \$3,2 дает премию к текущему рынку. Технические выкупы по 158, уже никого не пугают (напуганные давно вышли).

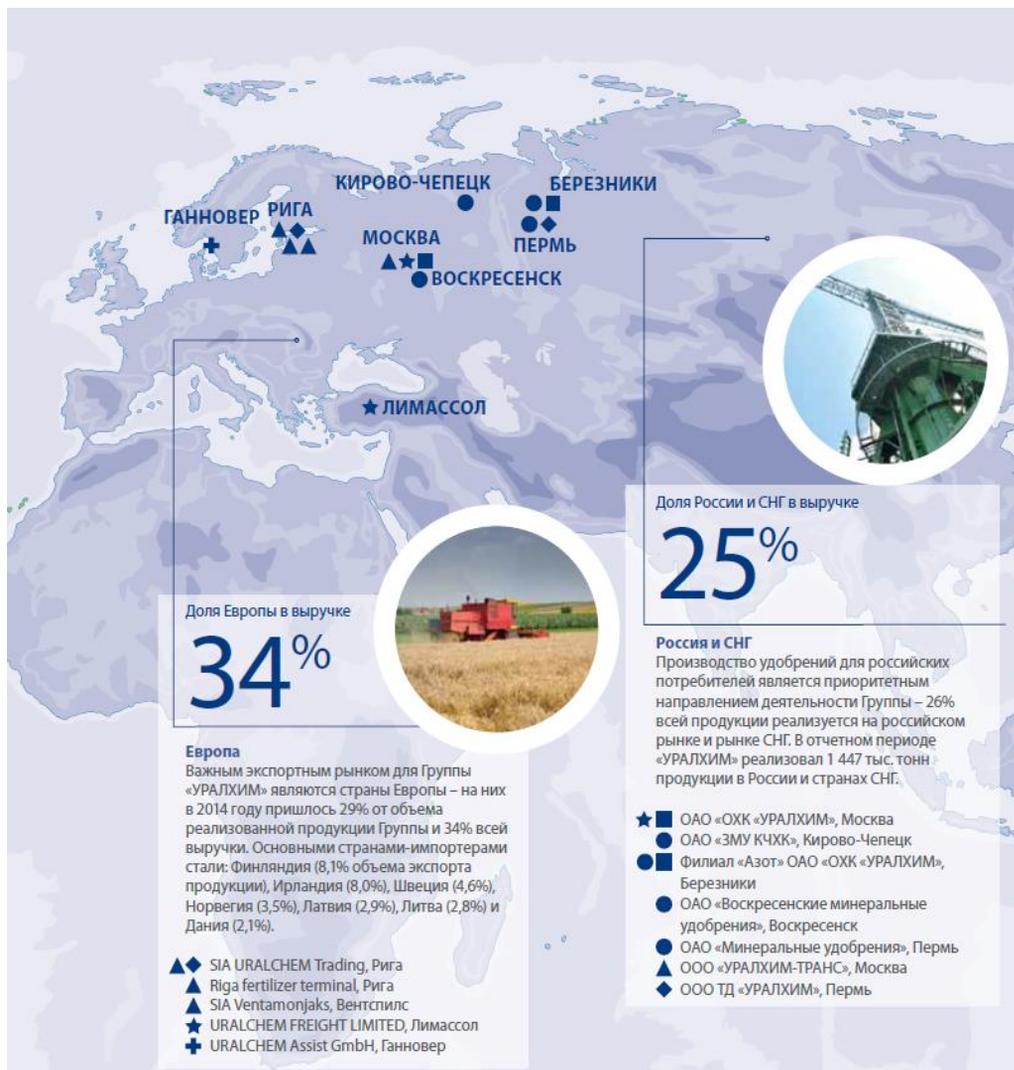


Сценарий статус-кво более скучный и не подходит спекулянтам. То есть по какой-либо причине все останется как есть и надолго. Дивидендов нет, выкупов нет, фонды не заходят, то есть происходит некая «газпромнефтизация» бумаги.

Почему сценарий маловероятен? Да мы это видим из действий менеджмента, они не успокаиваются и активно дествуют, плюс это не в интересах Уралхима, которому как-то надо отдавать растущий долг.

Сценарий «Слияние с Уралхимом». Несмотря на отрицание этой идеи Мазепиным и менеджментом, такой сценарий в СМИ тоже был. В данном случае долговая нагрузка объединенной компании скакнет до \$8-9 млрд. (выше Мечела и РУСАЛа), а размещать казначейский пакет на рынках сейчас не выгодно. В общем это будет размытие стоимости.

Но у нас есть защитник. Сделка полностью неочевидна для Прохорова. Тем не менее, если будет еще один выкуп для ОНЭКСИМа, то явно не по текущим, ориентир минимум \$3,2. Прохорову не привыкать терпеть убытки (брал то он бумаги по \$5), зато миноритарии с удовольствием продадут. Но продажу Прохоровым 20% сейчас (при том что он владеет эффективной долей 40%) даже эксцентричностью олигарха никак не объяснить.



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