

Уралкалий Дело возвращается

- Как пишут сегодня «Ведомости», вице-премьер Правительства РФ И. Сечин поручил Роснедрам, Ростехнадзору и Росприроднадзору представить размер ущерба в связи со снятием с государственного учета запасов затопленного в 2006 г. рудника Уралкалия. Как сообщается, запасы в размере 169 млн. тонн руды были списаны госкомиссией 26 ноября 2009 г. Кроме того, Минэнерго совместно с Ростехнадзором должны разработать предложения по возмещению расходов государства на повышение надежности энергоснабжения г. Березники.
- Списание запасов госкомиссией и новые требования по возмещению ущерба от их утраты возобновляют казавшееся уже пройденным этапом «дело Уралкалия». Напомним, ранее компания в добровольном порядке профинансировала часть расходов на строительство 53-километрового обходного железнодорожного пути в размере 5 млрд. рублей и компенсировала затраты бюджетов всех уровней на ликвидацию последствий аварии (2.3 млрд. рублей), а претензий по компенсации ущерба от утраты запасов к ней до настоящего момента никто не предъявлял.
- Ранее, во время повторного расследования причин аварии на руднике Уралкалия, выводы которого относительно виновности компании были довольно расплывчатыми, запасы рудника были оценены 25.4-84.6 млрд. рублей (\$ 0.84 – 2.82 млрд.), а недополученный государством НДС – в 964.5-3.2 млрд. рублей (\$ 32-107 млн.). Стоит отметить, что четкой методики оценки запасов не существует (ее, по всей видимости еще предстоит разработать), а с момента работы последней комиссии стоимость хлористого калия на мировых рынках упала более чем вдвое.
- Несмотря на то, что новые претензии, которые пока даже формально не озвучены и не рассчитаны, по всей видимости, еще придется обосновывать в суде, на наш взгляд, возобновление «дела Уралкалия» несет в себе значительные риски для компании. В своей оценке целевой стоимости акций Уралкалия мы можем заложить эти риски, лишь увеличив ставку дисконтирования (WACC): в текущих условиях мы считаем оправданным её рост на 3% с 11.6 до 14.6%, а также приняв во внимание возможные дополнительные выплаты за затопление рудника (мы считаем наиболее вероятным, что компании придется компенсировать лишь недополученный НДС, размеры которого мы оцениваем по среднему значению диапазона, приведенного последней комиссией). В результате этих изменений мы снижаем свою оценку целевой стоимости 1 акции Уралкалия с \$ 4.47 до \$ 3.11 за бумагу. Рекомендация остается прежней – «продавать».

Акции

Минеральные удобрения

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Основные данные

| Код РТС | URKA |
|-----------------------|-----------|
| Цена акции \$ | 4.57 |
| Капитализация млн. \$ | 9 596 |
| EV млн. \$ | 9 788 |
| Целевая цена \$ | 3.11 |
| Потенциал % | -32% |
| Рекомендация | Продавать |

Динамика акций



Финансы и прогнозы

| в млн. \$ | 2008 | 2009П | 2010П |
|----------------|-------|-------|-------|
| Выручка | 2 509 | 1 144 | 1 350 |
| ЕВITDA | 1 649 | 672 | 699 |
| Прибыль | 860 | 449 | 436 |
| EV/ЕВITDA | 5.9 | 14.6 | 14.0 |
| EV/S | 3.9 | 8.6 | 7.3 |
| P/E | 11.2 | 21.4 | 22.0 |
| Рентабельность | | | |
| По ЕВITDA | 65.7% | 58.7% | 51.8% |
| Чистая | 34.3% | 39.2% | 32.3% |

Акционеры

| | Доля% |
|--------------------|-------|
| Madura Holding Ltd | 65.6% |
| СП "Кама" | 1.1% |
| Прочие | 33.3% |

Модель DCF

Прогноз денежного потока

| в млн. \$ | 2008 | 2009 П | 2010 П | 2011 П | 2012 П | 2013 П | 2014 П | 2015 П |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Выручка | 2 525 | 1 144 | 1 350 | 1 678 | 1 918 | 2 167 | 2 425 | 2 682 |
| Темп роста (%) | 119% | -55% | 18% | 24% | 14% | 13% | 12% | 11% |
| EBITDA | 1 663 | 672 | 699 | 881 | 982 | 1 095 | 1 211 | 1 324 |
| Рентабельность (%) | 66% | 59% | 52% | 53% | 51% | 51% | 50% | 49% |
| ЕВИТ | 1 561 | 577 | 557 | 716 | 791 | 872 | 981 | 1 088 |
| Рентабельность (%) | 62% | 50% | 41% | 43% | 41% | 40% | 40% | 41% |
| -Налоги на прибыль | 305 | 84 | 86 | 111 | 123 | 135 | 152 | 169 |
| НОРАТ | 1 256 | 492 | 471 | 605 | 668 | 737 | 829 | 919 |
| + Амортизация | 101 | 96 | 142 | 165 | 191 | 223 | 230 | 236 |
| - Капвложения | -540 | -552 | -355 | -444 | -590 | -232 | -257 | -280 |
| (Увеличение)/Уменьшение об. капитала | 3 | 37 | -22 | -42 | -29 | -31 | -32 | -31 |
| Чистый денежный поток | 820 | 73 | 236 | 284 | 240 | 697 | 770 | 844 |

Основные предположения

| | |
|------------------------|-------|
| WACC | 14.6% |
| Конечный темп роста | 4.0% |
| Ставка налогообложения | 16% |

Оценка DCF

| | |
|--------------------------------------|-------------|
| Дисконтированный денежный поток | 2 002 |
| Конечная стоимость | 8 265 |
| Приведенная конечная стоимость | 4 789 |
| Стоимость денежных потоков | 6 791 |
| Текущий чистый долг (наличность) | 192 |
| Возможные дополнительные компенсации | 70 |
| Чистая стоимость компании | 6 529 |
| Количество акций (скорректированное) | 2100 |
| Цель на начало 2010 г., \$ | 3.11 |

Расчет WACC

| | |
|--------------------------------------|--------------|
| Безрисковая ставка: | 6.0% |
| Средняя доходность UST10 за 5 лет | 4.0% |
| Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п. | 200 |
| Риск рынка акций | 4.9% |
| Специфический риск эмитента | 3.8% |
| Целевой уровень D/(E+D) | 0.0% |
| Бэта | 1.00 |
| Бэта с учетом долга | 1.00 |
| Безрисковая ставка | 6.0% |
| Стоимость капитала | 14.6% |
| Стоимость долга | 10.5% |
| Ставка налога на прибыль | 15.5% |
| Стоимость долга после налогов | 8.9% |
| WACC | 14.6% |

Анализ чувствительности

| | | Ставка дисконтирования (WACC) | | | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 13.1% | 13.6% | 14.1% | 14.6% | 15.1% | 15.6% | 16.1% |
| Конечный темп роста (%) | 5.5% | 4.27 | 3.99 | 3.74 | 3.52 | 3.33 | 3.15 | 2.99 |
| | 5.0% | 4.04 | 3.79 | 3.57 | 3.37 | 3.19 | 3.03 | 2.88 |
| | 4.5% | 3.84 | 3.62 | 3.42 | 3.23 | 3.07 | 2.92 | 2.78 |
| | 4.0% | 3.67 | 3.46 | 3.28 | 3.11 | 2.96 | 2.82 | 2.69 |
| | 3.5% | 3.51 | 3.32 | 3.15 | 3.00 | 2.86 | 2.73 | 2.61 |
| | 3.0% | 3.37 | 3.19 | 3.04 | 2.89 | 2.76 | 2.64 | 2.53 |
| | 2.5% | 3.24 | 3.08 | 2.93 | 2.80 | 2.68 | 2.56 | 2.46 |

Специфический риск эмитента

| | |
|--------------------------|-------------|
| | 3.8% |
| Отношения с государством | 3.5% |
| Корпоративное управление | 0.0% |
| Конфликт акционеров | 0.0% |
| Налоговые угрозы | 0.3% |
| Финансовая устойчивость | 0.0% |

Расчет бэта

| Средний оборот, \$ '000 | Бэта |
|-------------------------|------|
| больше 50 000 | 1.00 |
| больше 10 000 | 1.25 |
| больше 1000 | 1.50 |
| больше 200 | 1.75 |
| меньше 100 | 2.00 |
| 0 / непубличный бизнес | 3.00 |

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл, к.э.н.

Tremasov_KV@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н.

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н.

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н.

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Потребсектор, телекоммуникации**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную 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 документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка 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.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, 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. Банк Москвы 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 российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских 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 Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.