

## Обзор рынков.

Четверг, 1 августа 2013

- Прошло очередное заседание [FOMC](#) ФРС. Ничего нового, но это хорошо - должно снять напряжение с рынков “рискованных активов”. На этом ждем роста рубля и ОФЗ сегодня.
- Бернанке уходит с поста главы ФРС 31 января 2014. До последнего времени обсуждали двух кандидатов - Джанет Йелен и Лоренса Самерса, оба из них нам симпатичны. Вчера добавился третий кандидат - [Дональд Кон](#). Новый глава ФРС может начать рулить по-новому.
- “Уралкалий”: насколько низки его издержки и где справедливая цена? Идет волна понижений рекомендаций, оценки не радуют, вплоть до цели в 50 руб. на акцию.
- [Росстат опубликовал](#) накопленную с начала года еженедельную инфляцию - 4.4% на 29 июля. На основе этой цифры мы оцениваем 12-ти темпы июля в 6.4% против 6.5% консенсуса и 6.9% по итогам июня. Инфляция июля выйдет в начале следующей недели.

### Комментарий:

Изменения рынков акций по-прежнему небольшие. Должно быть, сказываются августовские отпуска. S&P 500 минус 0.01%, STOXX Europe 600 +0.05%.

Российский рынок выделился, ММВБ минус 0.8%

Основным событием вчера было заседание Комитета по открытым рынкам (FOMC), которое могло привести к большим изменениям. Однако ничего принципиально нового по поводу сроков окончания QE и перспектив ставки сказано не было.

Мы полагаем, что это заседание могло держать в напряжении финансовые рынки, памятуя как на них сказалось предыдущее заседание FOMC. Похоже, что коррекция рынков облигаций и длинных ОФЗ, валют и рубля прошлой недели была связана с ожиданием этого события.

Теперь, возможно, открыта дорога для нового роста, и отчасти это подтверждается укрепляющейся бивалютной корзиной и немного укрепившимся курсом рубля к доллару до 32.95 руб/\$. также в настоящее время идет укрепление других валют, например, мексиканского песо или бразильского реала. Мы по-прежнему ждем укрепления рубля.

### Разное:

- **Большая калийная картина.** Продолжается активное обсуждение ситуации с

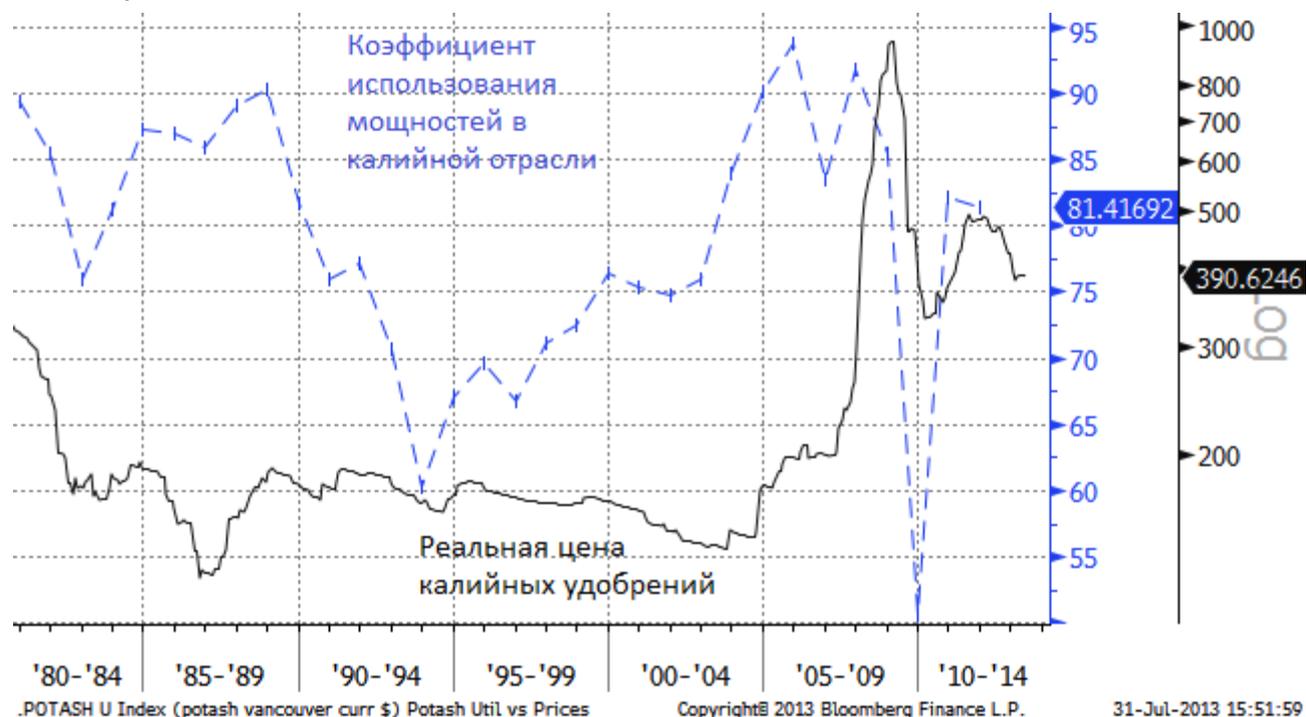
“Уралкалием”. “Ведомости” назвали ее “компанией недели” и пишут:

*Вторник, 30 июля 2013 г., должен войти в учебники по фондовому рынку. Ни один из собеседников «Ведомостей» в компаниях, инвестфондах и банках не смог вспомнить случая, чтобы гендиректор крупнейшей в отрасли компании своими заявлениями так обрушил рынок. «Как будто Саудовская Аравия выбыла из ОПЕК»*

Мы, безусловно не предвидели именно такого поворота, и тем более не могли бы предсказать его время. Но мы считаем такой шаг “Уралкалия” понятным, правильным, хотя и запоздалым. Поясним еще раз причины:

Много десятилетий цены на калий были крайне низкими и-за избытка мощностей в мире, высокой конкуренции, даже, несмотря на наличие картелей.

Рынок продавца, возникший в 2005-2008 гг. взвинтил цены калийных удобрений, как только растущий спрос стал упираться в потолок предложения.



Что бы понять как цены влияют на экономику предприятий, просчитаем “на коленке” условный калийный проект.

- a. Новая шахта (greenfield) стоит порядка \$2.2 млрд. с мощностью в 2 млн. тонн в год, т.е. \$1100 за тонну.
- b. При “пороговых ставках” (WACC) около 8-10% для оправдания проекта нужно зарабатывать ежегодно порядка \$110 на тонну чистой прибыли после уплаты налога, это 15.5% в Перми и [38% в](#)

### Канаде.

- c. Тогда граница окупаемости условного проекта в Канаде возникает при условии, если доналоговая прибыль на тонну будет больше  $\$2200/2 * 8\% / (1 - 38\%) = \$142/\text{тонну}$ .
- d. Издержки составляют около \$200 тонну (производство + дистрибуция + накладные). Соответственно, цена сбыта на рынках должна быть \$342 за т. [В данном расчете мы пренебрегли некоторыми вещами - амортизацией, временем, прочим - но считаем, что это оправдано, тщательный учет других факторов не сильно изменит результат]
- e. Цены калийных удобрений держатся названного этого порога начиная с 2007 года, что привлекает новых игроков и возбуждает инвестиционную активность. В отрасли начали строить новые шахты и это происходит впервые за последние 30 лет (последняя шахта, 4-й БКПРУ запущен в 1986 г.). Например, новый игрок ВНР с проектом Jansen, а вчерашнее объявление “Уралкалия”, [скорее всего, остановит его реализацию](#). Это главный результат вторника, решения пермского производителя завалить рынок калием.
- f. Небольшое уточнение названных выше расчетов - увеличение мощностей может происходить за счет расширения существующих, т.н. “brownfield”. Он может обходиться на порядок дешевле, порядка сотен долларов инвестиций на тонну добавочной стоимости. Соответственно инвестиционная активность по расширению может сохраняться при ценах порядка \$250 за тонну, поскольку будет давать положительные [NPV](#).

В последние годы картели Canpotex и БКК удерживали цены снижая производство. Они максимизировали текущую прибыль, но этим могли испортить себе будущее на многие десятилетия. Однажды построенные шахты работают крайне долго - порядка 70 лет. С политикой “price over volume” должна была еще повториться история переинвестирования в Канаде, случившаяся после 2-й Мировой войны.

Мы давно считаем, что калийщики ведут себя неверно, устанавливая высокие цены и тем самым заманивая в отрасль конкурентов, сейчас эта ошибка исправлена. Не всегда высокие цены - это хорошо для производителя. Как не звучит парадоксально, высокие цены - лучшее средство против высоких цен.

- **Калийные издержки.** Связанная история - куда могут упасть цены калийных

удобрений и это связано с ключевым на товарных рынках понятием - “маржинальные издержки”. “Уралкалий” заявляет, что он очень эффективный по уровню издержек. Это не совсем так. “Уралкалий” обычно дает цифры под одному направлению издержки производства (~\$60/тонну), где он действительно неплох<sup>1</sup>. Но не следует забывать о транспорте, дистрибуции и немалых административных издержках. Мы провели расчеты совокупных издержек и прибыли в пересчете на одну тонну.

<b>Уралкалий - в пересчете на тонну калия</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
Средняя цена сбыта	433	323	336	406	527
Коммерческие расходы	-85	-58	-83	-73	-83
Чистая цена сбыта ("за воротами")	349	265	252	333	444
Себестоимость производства	-109	-82	-77	-107	-79
Административные издержки	-25	-20	-32	-46	-27
Операционная прибыль на тонну	215	162	143	180	338
ЕБИТДА	260	191	158	197	347
Операционные издержки	-219	-161	-193	-226	-189
Денежные издержки (без Амортизация)	-173	-132	-178	-209	-180
	-46	-29	-15	-16	-9

Таблицы показателей “Уралкалия” и Potash Corp являются одинаковыми по смыслу, хоть и содержат разные обозначения.

<b>Potash Corp в пересчете на тонну</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
Sales/tonn	425	426	372	386	468
Транспорт/тонна	-27	-26	-32	-28	-24
Net Sales	399	400	339	359	444
COGS	-144	-109	-115	-144	-92
Администр. (пропорц.gross marg)	-30	-26	-36	-44	-52
Операционная прибыль на тонну	224	266	189	170	299
ЕБИТДА	203	251	173	158	289
Полные издежки на тонну	-201	-161	-183	-216	-169
Денежные издержки полного цикла	-179	-145	-167	-205	-159
Potash Depr. and amort.	-22	-15	-15	-12	-9

Вывод таков, что нет очень больших различий в экономике предприятий. Еще одна таблица представляет собой разницы между показателями “Уралкалия” и Potash Corp. в пересчете на одну тонну

<b>Разница показателей на тонну</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
<b>Уралкалия по сравнению с Potash corp</b>					
Выручка	7.8	-103.4	-35.8	19.8	59.3
Издержки	17.6	-0.1	10.0	9.5	19.8
Операционная прибыль	-9.8	-103.3	-45.8	10.3	39.5
ЕБИТДА	57.9	-59.5	-15.3	38.5	57.7

<sup>1</sup> Есть более эффективное и не маленькое предприятие [Israel Cemical Ltd](http://IsraelCemicalLtd.com), добывающее разные химикаты из Мертвого моря, и выпускающее ~5 млн. тонн в год. калия с меньшими издержками

Показатели выручки и издержек напрямую не сравнимы, если у компаний разное “транспортное плечо”. Например, если Potash Corp. продает удобрения в порту (похоже, что так и есть, поскольку стоимость транспорта низка), а “Уралкалий” - в конечных точках. Поэтому следует обращать внимание на показатели прибыли в пересчете на тонну.

В 2011 и 2010 годах “Уралкалий” продавал калийные удобрения заметно дешевле, почти на \$100, что отразилось на показателях прибыли, оказавшихся хуже канадских. Низкие цены сбыта похоже были связаны с просчетами трейдеров и долгосрочными контрактами.

“Уралкалий” все-таки имеет некоторое преимущество по денежным издержкам (т.е. без амортизации). В 2012 году его средняя цена реализации была на \$7.8 дороже, но “Уралкалий” получил на \$57.9 больше EBITDA на тонну. Если считать это отправной точкой, то вот оно - преимущество российского калия над канадским (если, конечно, это не иллюзия связанная с лучшими ценами сбыта в конкретном 2012 году).

В интервью “Вести-24” глава “Уралкалия” В.Баумгертнер сказал, что маржинальные издержки отрасли находятся в Европе - это был прямой намек на K+S (Кали унд Зальц).

Мы подготовили расчет основных показателей этого предприятия (по сегменту калийных удобрений).

Доллары	FY 2012	FY 2011	FY 2010	FY 2009	FY 2008	FY 2007
Выручка	2945	2971	2477	1982	3526	1930
Издержки	1950	1941	1845	1659	1757	1686
ЕБИТ	995	1030	631	323	1770	244
ЕБИТДА	1119	1161	752	442	na	na
DA	124	131	121	119	na	na
Тонны	6950	6940	7060	4350	6990	8210

#### Показатели K+S (Кали унд Зальц)

На тонну	FY 2012	FY 2011	FY 2010	FY 2009	FY 2008	FY 2007
Выручка	424	428	351	456	504	235
Издержки	281	280	261	381	251	205
ЕБИТ	143	148	89	74	253	30
ЕБИТДА	161	167	107	102	na	na
DA	18	19	17	27	na	na

Итак, в 2012 году K+S получал EBITDA в \$161/тонну и EBIT \$143/тонну. Итак, если цены калийных удобрений упадут на \$143, то K+S начнет получать операционный убыток, а если упадут больше чем на \$161, то немцам придется останавливать производство, поскольку оно станет денежно убыточным (безусловно, все производство не станут останавливать, какая-то часть сможет работать на ближние рынки, т.е. на ЕС).

В 2012 году все три названные предприятия продавали среднюю тонну по \$420-430/тонну. Если предположить падение цен на \$160, останавливающее производство K+S, означает, что средние цены реализации предприятий достигнут цифры порядка \$260/тонну. Это как раз ниже 300, о чем и говорил Баумгертнер в интервью. При таких ценах редкие проекты brownfield будут едва на грани окупаемости, а greenfield новые шахты (см. расчет выше) - однозначно нет, ни в Канаде, ни в России.

**Цена акций.** Падение цен до маржинальных издержек, т.е. на \$150 - \$160 за тонну означает, что и Уралкалий будет получать настолько же меньше на тонну меньше и выручки и прибыли. EBITDA составит порядка \$100-110 на тонну (против \$260 на тонну в 2012). Полная загрузка мощностей в 13 млн. тонн. означает годовую EBITDA “Уралкалия” в \$1.3-1.4 млрд.

Теперь воспользуемся “правилом большого пальца” (rule of thumb) и умножим на целевой мультипликатор  $EV/EBITDA = 8$ , что даст оценку  $EV = 10.4-11.4$  млрд. Вычтем чистый долг около \$3.6 млрд. и получим целевую капитализацию \$7.6 млрд. На вчерашних торгах капитализация составляла \$12.9 млрд., что означает заметный “даунсайд”.

Заметим, что мы использовали довольно “щедрый” целевой мультипликатор, правдоподобным можно считать  $EV/EBITDA = 6$  (притом, что у нелюбимого рынком “Газпрома” еще меньше,  $EV/EBITDA = 2.7$ ). При таких цифрах целевая капитализация составит всего \$4.2 млрд., что означает цену акции в 48 руб.

Но мы не являемся уникальными в пессимизме, за пару дней в Bloomberg появились следующие рекомендации по “Уралкалию”:

Firm Name	Analyst		Целевая, руб	Date
Deutsche Bank	BOB KOMMERS	sell	52.8	7/30/2013
HSBC	YONAH WEISZ	underweight	107.25	7/30/2013
Barclays	VLADIMIR SERGIEVSKI	underweight	117.48	7/31/2013
JPMorgan	ROMAN M GOROKHOV	underweight	118.8	7/31/2013
BCS	OLEG PETROPAVLOVSK	sell	138.6	7/30/2013
Uralsib	ARTEM EGORENKOV	hold	171.6	7/30/2013

Целевая цена Дойче Банка близка к варианту падения цен до маржинальных издержек и  $EV/EBITDA = 6$ . Назовем это “пессимистическим сценарием”. Как бы то ни было, мы не хотим пока покупать акции этой компании, они могут упасть еще ниже.

Напомним читателям, что мы “косо смотрим” на “Уралкалий” на протяжении, минимум, последних двух лет. Случившееся во вторник не стало для нас принципиальным сюрпризом.

- Последние пару лет мы настоятельно рекомендовали березниковцам,

держащим пакеты “Уралкалия” с приватизации продавать их. Наша цель была отчасти корыстной, мы рассчитывали, что часть денег от продажи может достаться нам в управление.

- Кроме корысти, мы видели в этом целый ряд резонов. Мы утверждали, что березниковцам удалось получить счастливый лотерейный билет, заработать на уникальной комбинации факторов, сложившихся в калийной отрасли (“Уралкалий” был, пожалуй, лучшей акцией на рынке в 2000-х).
- Мы говорили, что неправильно надеяться, что счастливый билет сработает вновь и вновь, и что лучше уменьшить риск. Держать все инвестиции в одной акции опасно.
- Мы также говорили, что экономика Березников (и отчасти Пермского края) зависит от цены калия, и если что-то случится на этом рынке или с этим предприятием, они получают двойной удар - от падения доходов Березников (чреватых снижением доходов и безработицей), а также от снижения стоимости их инвестиций. С точки зрения безопасности инвестиции должны быть малокоррелированы с источником текущих доходов.
- Мы показывали на цифрах, что в калийной отрасли назревает ситуация переинвестирования, что на все стоящиеся и заявленные проекты не найдется мирового спроса.
- Мы, даже, провели несколько встреч и семинаров в Березниках и “Уралкалии”. Мы пытались действовать по неформальным каналам. Но печальный факт в том, что наши рекомендации чаще всего проходили мимо цели.

Сейчас мы испытываем смешанные чувства. Есть нечто вроде интеллектуальной гордости, и есть разочарование, что на этой идее не удалось многого заработать (но мы хотя бы не потеряли, поскольку давно избавились от акций “Уралкалия”).

## Местное:

- **Индекс потребительских цен в Пермском крае с начала года на конец июня составил 4%. Продовольственные товары подорожали на 5,9%, непродовольственные на 3,1%, услуги на 2,4%. При этом стоимость**

минимального набора продуктов питания выросла сразу на 17,2%. В летний период цены традиционно почти не растут - сказывается снижение спроса из-за отпусков и сезонное снижение цен на сельхозпродукцию. Кроме того, с июля отразится в ценах эффект низкой базы из-за сдвига индексации тарифов в прошлом году, что также снизит индекс цен. К концу года ждём инфляцию в районе 5,5%.

## Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



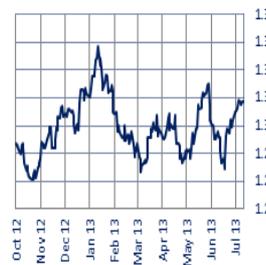
EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



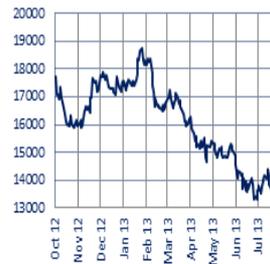
Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Доходность рубл.облиг. РФ, ср.взвеш., % Никель, \$/тонна



ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

### Дисклеймер

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.