

Fitch понизило рейтинги Уралкалия до «BB-»/прогноз «Стабильный» после завершения выкупа акций

(перевод с английского языка)

Fitch Ratings-Лондон-05 октября 2015 г. Fitch Ratings понизило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента («РДЭ») ПАО Уралкалий с уровня «BB+» до «BB-». Прогноз по рейтингам – «Стабильный». Данное рейтинговое действие проведено после того как в последний момент был увеличен объем второй программы выкупа акций в 2015 г., что приводит к более высокому левеиджу, а также указывает на усиление непредсказуемости действий акционеров. Приоритетный необеспеченный рейтинг в иностранной валюте облигаций Uralkali Finance Limited понижен с уровня «BB+» до «BB-».

Понижение рейтингов отражает ослабление финансовых показателей Уралкалия и агрессивные действия акционеров, которые привели к уходу одного из ключевых акционеров, Chengdong Investment Corporation («CIC»). Теперь, после завершения выкупа акций на 2,06 млрд. долл., мы прогнозируем, что скорректированный чистый левеидж по денежным средствам от операционной деятельности (FFO) составит 3,7х в 2015 г., что представляет собой повышение относительно уровня в 3,2х, который мы ожидали после первоначального объявления о выкупе. Левеидж продолжает значительно превышать наш предыдущий триггер для понижения рейтингов в 2,5х до 2018 г., даже если исходить из отсутствия выплат акционерам в будущем. В результате кредитоспособность Уралкалия оценивается на уровне «BB-» с учетом дисконта в две ступени ввиду слабого корпоративного управления.

Сильный операционный профиль и хорошие позиции по затратам дают Уралкалию большую степень гибкости в плане темпов снижения левеиджа, что может привести к позитивному рейтинговому действию, после того как левеидж вернется на уровень, соответствующий рейтингам компании. Однако это будет зависеть от ясности по поводу будущей структуры капитала и финансовой политики компании.

КЛЮЧЕВЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ ФАКТОРЫ

Выкуп акций повышает левеидж

Недавно заверченный выкуп акций на 2,06 млрд. долл. следует за выкупом на 1,1 млрд. долл., заверченным в июне 2015 г., и был профинансирован за счет нового банковского долга (сделка репо с ВТБ на 800 млн. долл.) и доступных денежных средств. В результате предыдущего выкупа доля акций Уралкалия в свободном обращении сократилась до 23% с 28%, а после нового выкупа эта доля упала приблизительно до 14%. Это увеличивает вероятность делистинга глобальных депозитарных расписок компании с Лондонской фондовой биржи (LSE), в результате чего ее акции будут торговаться только на Московской бирже, если и здесь не будет проведен делистинг.

Выкупы акций сопровождаются повышением неопределенности по будущим дивидендным выплатам и будущим выкупам акций, так как компания продолжает проводить непредсказуемую финансовую политику, которая приводит к менее диверсифицированной акционерной структуре. Это происходит в период более низкого уровня добычи после аварии на руднике в Соликамске, которая привела к ускорению капитальных вложений, а также в период более слабого, чем ожидалось, восстановления цен на калий, что означает, что скорректированный чистый левеидж по FFO увеличится до 3,7х в 2015 г.

Более низкая добыча, умеренные капвложения

Затопление калийного рудника Уралкалия Соликамск-2 в 4 кв. 2014 г. привело к снижению добычи приблизительно до 11 млн. тонн в 2015 г. по сравнению с 12,1 млн. тонн в 2014 г. По прогнозам добыча не вернется на уровни 2014 года до 2018 г., когда будут введены в эксплуатацию новые калийные месторождения. Уралкалий ускорил планы капиталовложений в восстановление мощностей в среднесрочной перспективе, чтобы восстановить объемы добычи и долю мирового рынка в следующие несколько лет. В то же время снижение доходов Уралкалия в результате более низких уровней добычи компенсируется девальвацией рубля, которая способствует более низким рублевым производственным расходам у компании относительно выручки, номинированной в долларах.

Цены в целом на неизменном уровне

Распад калийного картеля БКК привел к усилению ценовой конкуренции с конца 2013 г. на фоне мер Уралкалия по восстановлению потерянных долей рынка. Это было резким отходом от регулирования объемов продаж, которое ранее характеризовало рынок и поддерживало устойчивость цен на калий в течение экономического цикла. Спотовые цены на калий остаются на уровне около 300 долл./т, отражая фундаментальное снижение цен на калий. Fitch прогнозирует консервативное увеличение цен на калий на 5 долл./т ежегодно в 2016-2017 гг. В то же время мы полагаем, что низкие цены на калий сохранятся с учетом существенных избыточных мощностей на рынке, а также потенциального ввода новых мощностей в Канаде и слабой ценовой конъюнктуры на рынках зерна в краткосрочной перспективе.

Лeverидж обуславливает понижение рейтинга

Согласно базовому сценарию агентства, вертикальная интеграция и конкурентные затраты Уралкалия должны поддержать маржу EBITDA на уровне 55%-60% в течение экономического цикла. По прогнозам Fitch, скорректированный чистый лeverидж по FFO увеличится до 3,7x в 2015 г. после проведения двух выкупов акций. Мы ожидаем, что он останется выше предыдущего триггерного уровня агентства для понижения рейтинга в 2,5x до 2018 г. ввиду более высоких капиталовложений и более низких цен и добычи, а также ввиду возможности ослабления баланса при дальнейших событиях, негативных для кредиторов.

Корпоративное управление

Fitch увеличило дисконт за качество корпоративного управления, применяемый к рейтингам Уралкалия, с одной до двух ступеней после выкупа акций в июле 2015 г. на сумму 1,1 млрд. долл. и перехода к дискреционной дивидендной политике. Акционерная структура становится более концентрированной, и Fitch больше не видит баланса интересов всех заинтересованных сторон компании, поскольку выкуп акций является благоприятным для некоторых крупных акционеров в ущерб кредиторам.

Страновой и отраслевой риски

Факторы, ограничивающие рейтинги компании, включают полную подверженность Уралкалия воздействию цикличности спроса на калий. По мнению Fitch, это, в сочетании с высокой долей выручки с развивающихся рынков (64% в 2014 г. без учета России), предполагает более высокую волатильность доходов, чем для более диверсифицированных сопоставимых компаний. Хотя эти рынки предоставляют сильный потенциал роста, они имеют тенденцию демонстрировать более неравномерную структуру спроса, чем зрелые сельскохозяйственные регионы.

Операционные риски при добыче калийной руды также выше в сравнении с другими удобрениями, поскольку месторождения водорастворимых солей подвержены затоплению.

Наконец, рейтинги сдерживаются более высокими, чем в среднем, юридическими, деловыми и регулятивными рисками, связанными с Российской Федерацией («BBB-»/прогноз «Негативный»/«F3»).

КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

Ключевые допущения Fitch, использованные в рейтинговом сценарии агентства для Уралкалия, включают

- Экспортная цена на калий в 300 долл./т в 2015 г. при консервативных уровнях роста в 5 долл./т в год на 2016-2017 гг.
- Постепенное восстановление объемов производства до 12 млн. тонн к 2018 г. по сравнению с 11 млн. тонн в 2015 г.
- Курс в 60 руб./долл. в 2015 г. с последующим укреплением курса рубля до 55.
- Умеренное увеличение капитальных расходов до 0,7-0,8 млрд. долл. в 2016-2018 гг. по сравнению с 0,4 млрд. долл. в 2015 г.
- Выплаты акционерам на уровне 0,5 млрд. долл. ежегодно начиная с 2016 г.

ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ МОГУТ ВЛИЯТЬ НА РЕЙТИНГИ В БУДУЩЕМ

Негативные рейтинговые факторы: будущие события, которые могут привести к негативному рейтинговому действию, включают:

- Дальнейшее снижение цен на калий, значительные перебои и сокращение добычи или продолжение агрессивной финансовой политики, что приведет к скорректированному чистому леввериджу по FFO выше 4x в ближайшие два года.
- Дальнейшие агрессивные действия акционеров, которые нанесут ущерб деятельности и финансовому профилю Уралкалия, что обусловит более значительный дисконт за качество корпоративного управления.

Позитивные рейтинговые факторы: будущие события, которые могут привести к позитивному рейтинговому действию, включают:

- Стабилизация финансовой политики и ясности акционерной структуры в сочетании с улучшением уровня цен на калий и увеличением добычи, что приведет к скорректированному чистому леввериджу по FFO устойчиво ниже 2,5x.

ЛИКВИДНОСТЬ

Ликвидность у Уралкалия является адекватной при имеющихся денежных средствах в 2,5 млрд. долл. на конец 2014 г., прогнозируемом свободном денежном потоке в 1,1 млрд. долл. в 2015 г. и 800 млн. долл., привлеченными в рамках репо от ВТБ, в сравнении с краткосрочными финансовыми обязательствами в размере 0,7 млрд. долл. и выкупами акций на сумму 3,16 млрд. долл. Ликвидность на 2016 г. также должна остаться адекватной, исходя из сохранения доступа на российские рынки заемного капитала и сильного свободного денежного потока, если не будет проведено существенных выплат акционерам. Уралкалий продолжает иметь доступ на рынки капитала, о чем свидетельствует недавнее привлечение четырехлетнего кредита предэкспортного финансирования на сумму 655 млн. долл.

Эмитент подал апелляцию и предоставил Fitch дополнительную информацию в соответствии с политикой агентства, что привело к рейтинговому действию, отличающемуся от первоначального решения рейтингового комитета.

Контакты:

Ведущий аналитик
Дмитрий Казаков, CFA
Младший директор
+7 495 956 7075

Главный аналитик
Аме Шокур
Директор
+44 20 3530 1617
Fitch Ratings Limited
30, Норт Колоннейд
Лондон E14 5GN

Председатель комитета
Алекс Гриффитс
Управляющий директор
+44 20 3530 1709

Контакты для прессы в Москве: Юлия Бельская фон Телль, Москва, тел.: + 7 495 956 9908/9901, julia.belskayavontell@fitchratings.com

Информация по эмитенту: ОКПО 203944, ОГРН 1025901702188

Дополнительная информация представлена на сайтах www.fitchratings.com и www.fitchratings.ru. В регулятивных целях для различных юрисдикций указанный выше главный аналитик считается первым аналитиком по эмитенту, а ведущий аналитик – вторым аналитиком по эмитенту.

Применимые методологии:

«Рейтингование корпоративных эмитентов: включая краткосрочные рейтинги и увязку рейтингов материнской и дочерней структур»/Corporate Rating Methodology - Including Short-Term Ratings and Parent and Subsidiary Linkage (17 августа 2015 г.):

https://www.fitchratings.com/creditedesk/reports/report_frame.cfm?rpt_id=869362

Дополнительное раскрытие информации:

[Dodd-Frank Rating Information Disclosure Form](#)

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Policy](#)

НА ВСЕ КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ FITCH РАСПРОСТРАНЯЮТСЯ ОПРЕДЕЛЕННЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ И ДИСКЛЕЙМЕРЫ. МЫ ПРОСИМ ВАС ОЗНАКОМИТЬСЯ С ЭТИМИ ОГРАНИЧЕНИЯМИ И ДИСКЛЕЙМЕРАМИ ПО ССЫЛКЕ: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). КРОМЕ ТОГО, ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЕЙТИНГОВ И УСЛОВИЯ ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДОСТУПНЫ НА ОФИЦИАЛЬНОМ ИНТЕРНЕТ-САЙТЕ АГЕНТСТВА WWW.FITCHRATINGS.COM. НА САЙТЕ В ПОСТОЯННОМ ДОСТУПЕ ТАКЖЕ РАЗМЕЩЕНЫ СПИСКИ ОПУБЛИКОВАННЫХ РЕЙТИНГОВ И МЕТОДОЛОГИИ ПРИСВОЕНИЯ РЕЙТИНГОВ. В РАЗДЕЛЕ «КОДЕКС ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ЭТИКИ» САЙТА НАХОДЯТСЯ КОДЕКС ПРОФЕССИОНАЛЬНОЙ ЭТИКИ FITCH, ПОЛИТИКА АГЕНТСТВА В ОТНОШЕНИИ КОНФИДЕНЦИАЛЬНОЙ ИНФОРМАЦИИ, КОНФЛИКТОВ ИНТЕРЕСОВ, «КИТАЙСКОЙ СТЕНЫ» МЕЖДУ АФФИЛИРОВАННЫМИ СТРУКТУРАМИ, ПОЛИТИКА НАДЗОРА ЗА СОБЛЮДЕНИЕМ УСТАНОВЛЕННЫХ ПРАВИЛ И ПРОЧЕЕ. РУССКОЯЗЫЧНЫЕ ВЕРСИИ ОПРЕДЕЛЕНИЙ РЕЙТИНГОВ И МЕТОДОЛОГИЙ ИХ ПРИСВОЕНИЯ, СПИСКОВ РЕЙТИНГОВ И АНАЛИТИЧЕСКИХ ОТЧЕТОВ ПО ЭМИТЕНТАМ РОССИИ И СНГ РАЗМЕЩЕНЫ НА ОФИЦИАЛЬНОМ РУССКОЯЗЫЧНОМ САЙТЕ АГЕНТСТВА WWW.FITCHRATINGS.RU. FITCH МОГЛО ПРЕДОСТАВЛЯТЬ ДРУГИЕ РАЗРЕШЕННЫЕ УСЛУГИ РЕЙТИНГОВОМУ ЭМИТЕНТУ ИЛИ СВЯЗАННЫМ С НИМ ТРЕТЬИМ СТОРОНАМ. ИНФОРМАЦИЯ О ДАННОЙ УСЛУГЕ ПРИМЕНИТЕЛЬНО К РЕЙТИНГАМ, ПО КОТОРЫМ ВЕДУЩИЙ АНАЛИТИК БАЗИРУЕТСЯ В ЮРИДИЧЕСКОМ ЛИЦЕ, ЗАРЕГИСТРИРОВАННОМ В ЕС, ПРЕДСТАВЛЕНА НА КРАТКОЙ СТРАНИЦЕ ПО ЭМИТЕНТУ НА ВЕБСАЙТЕ FITCH.