

УРАЛКАЛИЙ: НОВАЯ СУММА ВОЗМОЖНОСТЕЙ

ПОКУПАТЬ
23%

Михаил Фролов
Анна Афанасьева

Тел.: +7(495) 544 41 87 доб. 445
Тел.: +7(495) 544 41 87 доб. 427

E-mail: Frolov@ncapital.ru
E-mail: Afanasieva@ncapital.ru

Уралкалий и Сильвинит завершили сделку по объединению, в результате которой будет создан третий по величине производитель хлористого калия в мире. Слияние двух ведущих российских калийных предприятий даст ощутимый положительный эффект как для самих компаний — в виде удвоения масштабов бизнеса, синергии на операционном и логистическом уровнях, так и для акционеров — в виде роста капитализации объединенной компании и улучшения ликвидности акций. Дополнительным позитивным фактором является постепенное восстановление спроса и цен на калийном рынке, что будет способствовать увеличению операционных и финансовых показателей объединенного Уралкалия. По результатам проведенной нами оценки, учитывающей все нюансы объединения, обновленную стратегию развития и новое количество акций, справедливая стоимость одной акции объединенного Уралкалия составляет \$11.6, что подразумевает потенциал роста 23% от текущих уровней, поэтому мы рекомендуем их «Покупать».

Сильные фундаментальные перспективы калийной отрасли создают неплохие предпосылки для роста спроса и цен в среднесрочной перспективе, что подтверждается прогнозами увеличения цен на хлористый калий на спотовом рынке до \$600 за тонну к концу 2011 года со стороны менеджмента Уралкалия. В 2011 году крупнейшие производители хлористого калия ожидают увеличения спроса на свою продукцию на 5-10% до 57-60 млн тонн, соответствующих прекризисным значениям. По нашему мнению, в долгосрочном плане низкие мировые запасы калия, повышающийся спрос на него, увеличение потребления сельхозкультур ввиду растущей численности населения в мире, сокращение площади плодородных земель будут подталкивать цены вверх.

В результате объединения двух ведущих российских производителей хлористого калия создана одна из крупнейших в мире калийных компаний с долей более 20% в мировом производстве — на данный Уралкалий является третьим в мире производителем хлористого калия (10.6 млн тонн) после канадских PotashCorp (12.8 млн тонн) и Mosaic (11.2 млн тонн), однако уже к 2012 году он может выйти на второе место за счет реализации запланированных инвестпроектов и увеличения мощностей производства до 13 млн тонн. Объединенная компания сможет усилить присутствие на ключевых рынках, а также будет пользоваться преимуществами совместной реализации продукции по всему миру, что значительно улучшит переговорные позиции с покупателями (в частности, в конце июня Белорусская калийная компания подписала контракт на II полугодие 2011 года с основными китайскими импортерами на поставку калия, повысив цену на 17% — до 470 \$/т).

Благодаря эффективному производству объединенный Уралкалий, в соответствии с нашими прогнозами, станет наиболее рентабельной компанией калийной отрасли с маржей по EBITDA на уровне 58% в 2011 году. Сохранению высоких показателей рентабельности будет способствовать реализация синергетического эффекта от объединения, включающего оптимизацию производственной и транспортной деятельности, снижение коммерческих и административных расходов, а также комплексное развитие базы основных активов, который составит, согласно оценочным данным, \$100 млн в год, начиная с 2013 года.

Помимо долгосрочного потенциала роста стоимости компании за счет эффекта от объединения краткосрочным драйвером увеличения стоимости объединенного Уралкалия станет ожидаемая переоценка активов Сильвинита ввиду снижения рисков для инвесторов, в том числе благодаря внедрению современных международных практик корпоративного управления, большей прозрачности для инвестиционного сообщества, снижения стоимости долга. Кроме того, значительно увеличится ликвидность акций компании, что будет способствовать привлечению дополнительных инвесторов. В частности, MSCI пересмотрела в сторону повышения вес Уралкалия в индексах до 4.3% с 2.7% ввиду увеличения количества выпущенных акций и free float. Изменения, которые вступили в силу по итогам торгов 6 июля, станут стимулом для покупок акций Уралкалия иностранными инвесторами, в первую очередь индексными фондами, воспроизводящими индекс MSCI Russia.

ПАРАМЕТРЫ	
Тикер ММВБ, РТС, LSE	Уркалий-ао, URKA RU, URKA LI
Количество акций, млн шт.	3,095
Справедливая цена, \$	11.6
Рыночная цена, \$	9.4
Потенциал роста, %	23%
Капитализация, млрд \$	28.9
EV, млрд \$	30.2

СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ, %	
С. Керимов	17.2%
А. Несис	12.2%
Ф. Гальчев	10.3%
З. Муцоев	8.1%
А. Скуров	7.8%
Прочие	44.5%

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ*, МЛН \$			
	2010	2011П	2012П
Выручка	2,984	4,245	5,573
ЕБИТДА	1,404	2,453	3,542
Рентабельность по ЕБИТДА, %	47	58	64
Чистая прибыль	928	1768	2606
Чистая рентабельность, %	31	42	47

* - с учётом слияния

РЫНОЧНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ			
EV/S	10.1	7.1	5.4
EV/ЕБИТДА	21.5	12.3	8.5
P/E	31.1	16.3	11.1

ДИВИДЕНДЫ, \$/АКЦИЮ			
	0.15	0.19	0.34

Относительная динамика котировок Уралкалия и индекса ММВБ

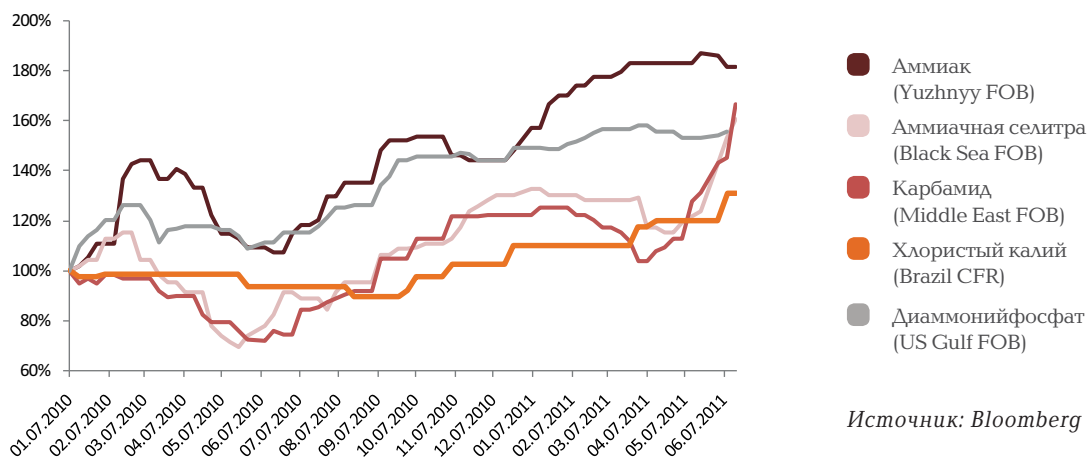


СОСТОЯНИЕ МИРОВОГО КАЛИЙНОГО РЫНКА

Мировой финансовый кризис привел к снижению цен на большинство видов минеральных удобрений, которые уменьшились в несколько раз, однако калийного рынка это коснулось не так сильно (снижение цен происходило, однако гораздо более умеренными темпами) в связи со значительной консолидированностью (десять ведущих производителей обеспечивают 90% выпуска) и наличием долгосрочных контрактов. Таким образом, рынок хлористого калия является одним из самых устойчивых среди всех товарных рынков.

В то же время с начала 2010 года стоимость аммиака на мировом рынке выросла на 81%, аммиачной селитры — на 72%, карбамида — на 67%, диаммонийфосфата — на 68%, тогда как хлористого калия только на 35%. Таким образом, у рынка хлористого калия на данный момент есть существенный потенциал, и с большой долей вероятности в среднесрочной перспективе он может реализоваться. По нашему мнению, росту мировых цен на калийные удобрения будут способствовать несколько факторов.

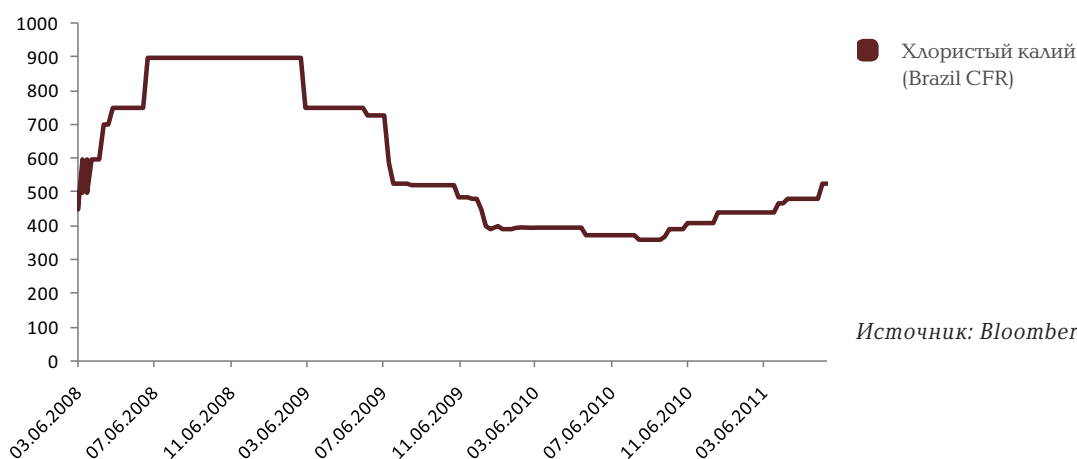
Относительная динамика мировых цен на основные виды минеральных удобрений



Источник: Bloomberg

Прежде всего, необходимо отметить основополагающий факт — чтобы добиться максимальной урожайности, необходимо использовать все три вида удобрений: азотные (аммиак, аммиачная селитра, карбамид), фосфорные (диаммонийфосфат) и калийные (хлористый калий), поскольку применение только одного вида удобрений не принесет желаемого результата. После кризиса во многих странах калийные удобрения из-за их дороговизны (весь 2009 год цены на них были существенно выше) закупались в меньшей степени по сравнению с азотными и фосфорными удобрениями. Однако сейчас запасы истощились, а многие потребители стремятся повысить свою эффективность и использовать наиболее сбалансированный состав минеральных удобрений, поэтому постепенно эта диспропорция будет устраняться.

Динамика мировых цен на хлористый калий, \$/тонну

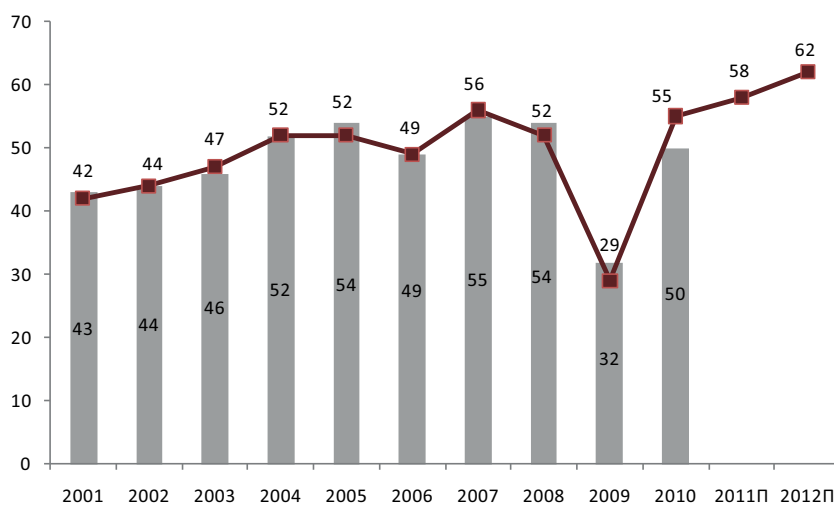


Источник: Bloomberg

Кроме того, способствовать этому будет и повышение цен на сельхозпродукцию, поскольку за счет ее удорожания фермеры получают дополнительные средства, которые могут быть направлены на увеличение закупок удобрений. Ожидается, что на рынке сельскохозяйственных культур продолжится тенденция к повышательной динамике цен в связи с растущим спросом: за 2010 год цены на с/х культуры, для получения которых требуется значительное количество удобрений, таких как сахар, кукуруза и пальмовое масло, выросли на 55%, 28% и 60% соответственно.

В связи с этим в ближайшие 10 лет прогнозируется ускорение темпа роста спроса на калийные удобрения, особенно со стороны азиатских стран и стран Латинской Америки. Совокупный среднегодовой темп роста спроса на хлористый калий оценивается в 3,6% в последующие 10 лет. В 2011 году крупнейшие производители хлористого калия ожидают увеличения спроса на свою продукцию на 5-10% до 57-60 млн тонн, что соответствует предкризисным значениям.

Динамика мирового рынка хлористого калия



При этом предложение лишь немного превосходит высокий спрос: уже в 2010 году мировые производители хлористого калия вышли на докризисный уровень загрузки производства (на уровне 80-90%) и даже с учетом увеличения производственных мощностей, намеченного крупнейшими производителями на ближайшие годы, избыточного предложения на рынке не ожидается. Такой баланс спроса и предложения оказывает повышательное давление на мировой уровень цен на хлористый калий. Мы прогнозируем рост мировых цен на хлористый калий в среднем на 20% в 2011 году и на 15% в 2012 году, расценивая это как умеренно позитивный сценарий. И наш прогноз подтверждается мнением менеджмента Уралкалия, который ожидает увеличения цен на хлористый калий на спотовом рынке до \$600 за тонну к концу 2011 года.

Долгосрочные фундаментальные характеристики калийной отрасли остаются исключительно сильными: увеличение потребления сельхозкультур ввиду растущей численности населения в мире, сокращение площади плодородных земель также будет подталкивать цены вверх. Рост потребления сельхозкультур также может произойти за счет увеличения использования биотоплива, что приведет к необходимости увеличения урожайности этих сельхозкультур, требующей более сбалансированного внесения удобрений.

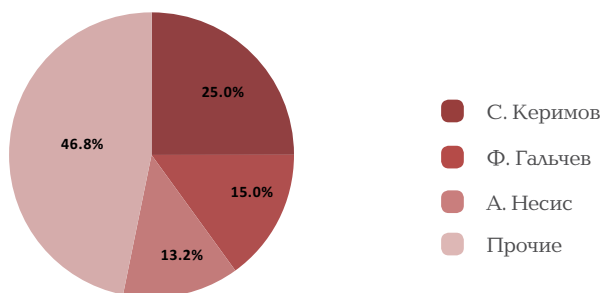
ОБЪЕДИНЕНИЕ УРАЛКАЛИЯ И СИЛЬВИНИТА

СТРУКТУРА СДЕЛКИ И СОСТАВ АКЦИОНЕРОВ

Июнь 2010 года стал отправной точкой к началу крупнейшей сделки M&A в российском химическом секторе, которое завершилось ровно через год объединением Уралкалия и Сильвинита.

Именно тогда Дмитрий Рыболовлев продал принадлежавшие ему 53,2% акций одного из двух крупнейших отечественных производителей — Уралкалия — трем инвесторам — совладельцу Полюс Золота, группы компаний ПИК Сулейману Керимову, совладельцу Полиметалла и группы компаний ИСТ Александру Несису и владельцу Евроцемент Групп Филарету Гальчеву. Самый крупный пакет (25% акций) получил С.Керимов. А.Несис стал владельцем 13,2% акций, а Ф.Гальчев — 15% акций. В рамках сделки компания была оценена в \$9,8 млрд. Исходя из этого, стоимость проданного Д. Рыболовлевым пакета оценивалась в \$5,2 млрд, а пакет, купленный С.Керимовым — почти в \$2,5 млрд. Для покупки акций каждый из покупателей привлек кредит в ВТБ на \$1 млрд — кредиты были выданы на три года под залог соответствующих пакетов акций Уралкалия. Д.Рыболовлев также продал С.Керимову 20% акций Сильвинита из своего 25%-ного пакета, сумма сделки составила \$500 млн.

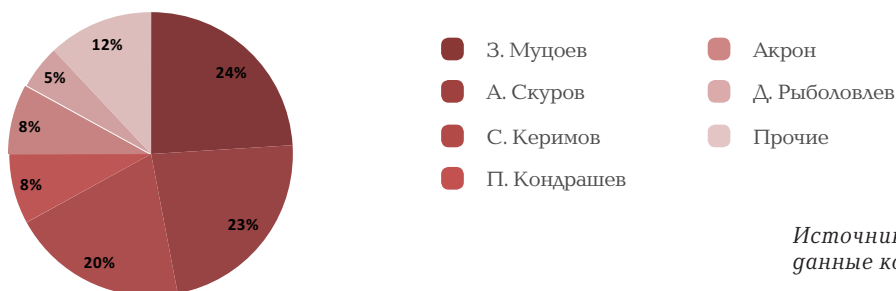
Структура акционерного капитала Уралкалия до объединения



Источник:
данные компании

В течение трех месяцев после этого сменился состав акционеров и во втором крупнейшем российском производителе хлористого калия — Сильвините. Его акционеры Eventus Aktiengesellschaft (6.35% акций), Hustell Trading Ltd (19.31%), IBH Beteiligungs und Handelges (13.31%) и RI Realinvest SA (13.34%) сообщили о продаже принадлежащих им акций. В сумме им принадлежало 52.31% акций Сильвинита. По неофициальной информации, контрольный пакет акций Сильвинита принадлежал бывшему гендиректору компании Петру Кондрашову и его партнеру Анатолию Ломакину. Одновременно объявили себя владельцами 20 и 24% акций Сильвинита, соответственно, компании Fenguard и Forman Commercial, которые действовали в интересах совладельца Сибуглемета Анатолия Скурова и депутата Госдумы Зелимхана Муцоева (оба они давние знакомые Филарета Гальчева и Сулеймана Керимова).

Структура акционерного капитала Сильвинита до объединения



Источник:
данные компании

А уже в декабре 2010 года консорциумом новых акционеров во главе с С.Керимовым было объявлено о предстоящем объединении двух ведущих калийных компании России. Сделка по объединению Уралкалия и Сильвинита проходила в несколько этапов:

1. В начале февраля 2011 года акционеры Уралкалия большинством голосов, составляющим 98.9%, и акционеры Сильвинита большинством голосов, составляющим 90.9%, одобрили объединение на соответствующих внеочередных общих собраниях акционеров.
2. В конце февраля Уралкалий выкупил у компании Otkritie Securities Limited 1,565 млн обыкновенных акций Сильвинита (20% от выпущенных обыкновенных акций, или 15% уставного капитала) по цене \$894.5 за бумагу. Общая сумма сделки составила \$1.4 млрд. Выкупленный пакет акций будет погашен. Для финансирования сделки Уралкалий выпустил рублевые облигации на 30 млрд руб. (срок погашения — 3 года) и использовал кредитные средства (срок погашения — 2 года). Впоследствии эти акции были погашены в соответствии с законодательством.
3. Тем акционерам, которые голосовали против объединения, компании предложили выкуп. Компании выкупили свои акции по следующим ценам:
 - обыкновенные акции Сильвинита — 27,133 руб.;
 - привилегированные акции Сильвинита — 10,538 руб.;
 - обыкновенные акции Уралкалия — 203.37 руб.

В конце марта советы директоров Уралкалия и Сильвинита утвердили отчеты об итогах предъявления требований о выкупе акций акционерами, которые голосовали против или не принимали участия в голосовании по вопросу реорганизации на общих собраниях акционеров в феврале, при этом лишь 121,330 обыкновенных акций Уралкалий, 430 обыкновенных акций Сильвинита и 3,471 привилегированная акция Сильвинита были предъявлены к выкупу. Впоследствии эти акции также были погашены в соответствии с законодательством.

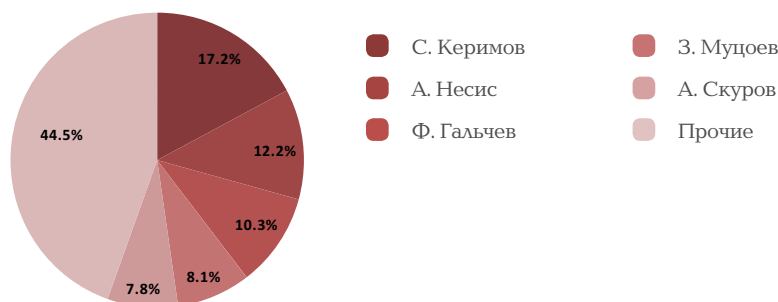
4. Акционерам Сильвинита, которые голосовали за объединение, Уралкалий предложил выкуп по следующим коэффициентам:
 - 1 обыкновенная акция Сильвинита на 133.4 обыкновенной акции Уралкалия;
 - 1 привилегированная акция Сильвинита на 51.8 обыкновенной акции Уралкалия.

Для проведения обмена Уралкалий выпустил новые акции в объеме до 0.97 млрд шт., что составило 46% от старого числа выпущенных акций компании, или 31% от увеличенного акционерного капитала.

5. В мае 2011 года российские налоговые органы внесли в Единый государственный реестр юридических лиц запись о прекращении деятельности Сильвинита, а совет директоров Уралкалия утвердил отчеты об итогах дополнительных выпусков акций Уралкалий, в которых отражены результаты конвертации акций в связи с Объединением.
6. В июне 2011 года отчеты об итогах дополнительных выпусков акций Уралкалия были зарегистрированы Федеральной службой по финансовым рынкам Российской Федерации (ФСФР), и акции Уралкалия новых выпусков, размещенные бывшим акционерам Сильвинита, были допущены к обращению. Новый акционерный капитал Уралкалия теперь составляет 3.095 млрд шт.

Таким образом, в июне 2011 года объединение Уралкалия и Сильвинита полностью завершилось, и стал известен новый состав акционеров объединенной компании: крупнейшим акционером стал С. Керимов с долей 17.2%, А. Несис владеет 12.2% акций, Ф. Гальчев — 10.3%, З. Муцоев — 8.1%, А. Скуров — 7.8%. Холдинг Акрон, у которого было порядка 8% акций Сильвинита, владеет менее 3% акций объединенной компании. По нашим оценкам, в свободном обращении теперь находится более 30% акций объединенного Уралкалия.

Структура акционерного капитала объединенного Уралкалия



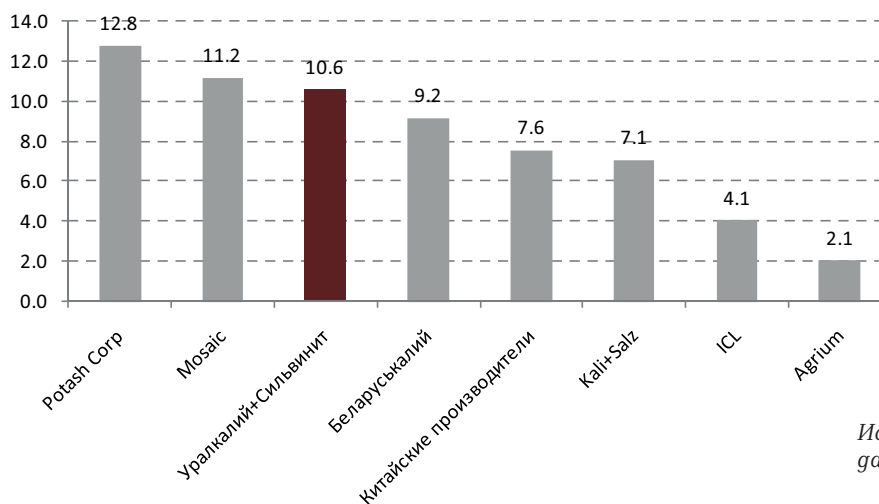
Источник:
данные компании

Помимо всех основных преимуществ от объединения, которые будут рассмотрены ниже, акционеры объединенного Уралкалия получают существенные выгоды от повышения ликвидности акций за счет выпуска новых бумаг и планируемого увеличения размера программы ГДР до 25%.

СИНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ЭФФЕКТ И ДАЛЬНЕЙШИЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

По нашему мнению, этот шаг является вполне логичным и позитивным для обоих производителей. Компании разрабатывают одно и то же месторождение, их активы исключительно совместимы, а до 1983 года обе компании осуществляли свою деятельность как единое предприятие. В результате объединения создана одна из крупнейших в мире калийных компаний, ведущий российский производитель удобрений и одна из крупнейших в России компаний по добыче полезных ископаемых. На данный момент, объединенный Уралкалий является третьим в мире производителем хлористого калия (10.6 млн тонн по итогам 2010 года), однако уже к 2012 году за счет реализации запланированных инвестпроектов планируется увеличение данного показателя до 13 млн тонн, что выведет его на чистое второе место.

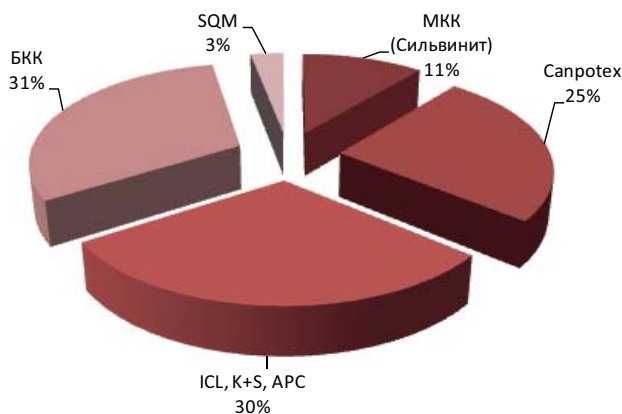
Мощности мировых производителей хлористого калия, млн.т.



Источник:
данные компании

Объединенная компания сможет существенно усилить присутствие на ключевых рынках потребления калия — в Индии, Китае, Бразилии и Юго-Восточной Азии, а также будет пользоваться преимуществами совместной реализации продукции по всему миру, что значительно улучшит переговорные позиции с покупателями, позволив ценам Уралкалия стать бенчмарком в калийной отрасли. Начиная с 2013 года, когда планируется полностью перейти на реализацию через единого трейдера, доля БКК на мировом рынке хлористого калия составит порядка 40-45%, тогда как у ближайших конкурентов консорциума Canpotex (включает PotashCorp, Mosaic, Agrium) и другой крупной группы производителей (ICL, K + S, APC) существенно меньше — 25% и 30%, соответственно.

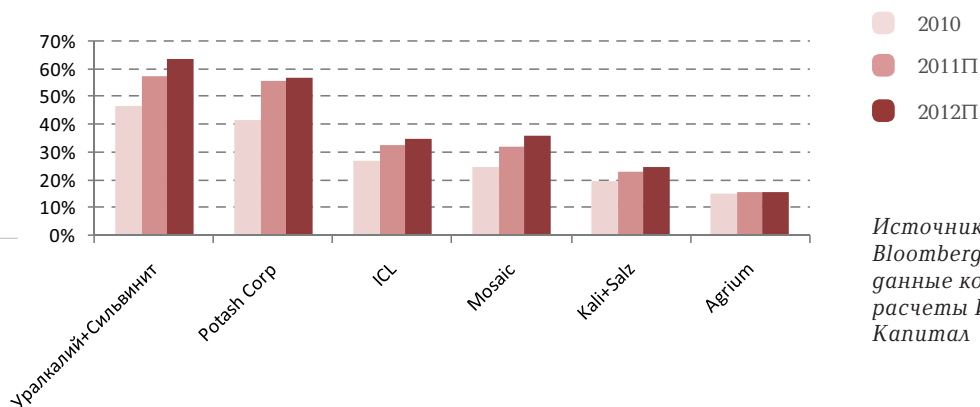
Рыночные доли основных игроков в мировой структуре экспорта по итогам 2010 года



Источник:
данные компании

Объединенная компания владеет привлекательным портфелем проектов, включая проекты по разработке действующих и новых месторождений (Усть-Яйвинский и Половодовский участки), а также имеет один из самых низких уровней производственных затрат в калийной отрасли. Таким образом, благодаря высоким ценам на продукцию и эффективному производству, согласно нашим прогнозам, Уралкалий будет самой рентабельной компанией калийной отрасли.

Прогнозная рентабельность по EBITDA ведущих производителей калийной отрасли, %



Источник:
Bloomberg,
данные компании,
расчеты ИГ Норд-Капитал

В долгосрочной перспективе высокая эффективность деятельности будет также достигаться за счет реализации существенных синергий — согласно оценочным данным, синергетический эффект, включающий среди прочего, оптимизацию производственной и транспортной деятельности, снижение коммерческих и административных расходов, а также комплексное развитие базы основных активов, составит \$100 млн в год, начиная с 2013 года.

Мы считаем, что данные показатели вполне реальны, но их общее влияние на итоговую оценку объединенной компании не слишком значительное. Более существенное влияние на эффективность производства в будущем окажет объединение ресурсной базы, однако это более долгосрочная перспектива и на текущий момент выразить это в количественном выражении не представляется возможным. В ближайшей же перспективе ожидается увеличение стоимости объединенной компании за счет повышения эффективности Сильвинита вследствие внедрения современных международных практик корпоративного управления, большей прозрачности для инвестиционного сообщества, снижения стоимости долга и нивелирования существенной части рисков. Кроме того, значительно увеличится ликвидность акций компании, что будет способствовать привлечению дополнительных инвесторов. В частности, MSCI пересмотрела в сторону повышения вес Уралкалия в индексах до 4.3% с 2.7% ввиду увеличения количества выпущенных акций и free float. Изменения, которые вступили в силу по итогам торгов 6 июля, станут стимулом для покупки акций Уралкалия иностранными инвесторами, в первую очередь индексными фондами, воспроизводящими индекс MSCI Russia.

ОЦЕНКА КОМПАНИИ

ОЦЕНКА DCF

В качестве основного метода оценки стоимости компании мы использовали метод дисконтированных денежных потоков (DCF). Финансовая модель объединенной компании построена на основе консолидированных отдельных прогнозных показателей для двух предприятий, рассчитанных с учетом исходных предпосылок и заявленного синергетического эффекта. В 2018 году Уралкалий планирует ввести в действие производство на Усть-Яйвинском участке, однако решение об этом пока не принято окончательно, поэтому на данный момент именно 2018 год является неким рубежом развития компании, до которого прогноз ее деятельности представляется нам наиболее логичным.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ. В основе нашей модели лежат макроэкономические показатели, соответствующие официальному прогнозу Минэкономразвития. Таким образом, в 2011 году нами была заложена инфляция в размере 7-7.5%, курс доллара на уровне 28.4 руб.

Макроэкономические предпосылки

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Среднегодовой курс доллара к руб.	30.37	28.40	27.90	27.90	28.00	28.00	28.00	28.00	28.00
CPI	8.8%	7.3%	5.5%	5.0%	4.5%	5.5%	5.3%	5.1%	5.0%
PPI	16.7%	11.1%	9.9%	8.5%	7.5%	6.5%	5.5%	5.2%	5.0%
Brent, \$/барр	84.2	105.0	93.0	95.0	97.3	100.8	104.8	108.9	113.2
ВВП, млрд \$	1,479.7	1,815.6	2,045.4	2,263.7	2,500.9	2,997.6	3,314.3	3,652.3	4,015.2
Темп роста ВВП (реальный)	4.0%	4.2%	3.5%	4.2%	4.6%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%

Источник:

Минэкономразвития, расчеты ИГ Норд Капитал

ПРОИЗВОДСТВЕННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ. В основу прогноза уровня производства объединенного Уралкалия были заложены фундаментальные показатели калийного рынка — так, среднегодовой прирост спроса на хлористый калий в ближайшие 10 лет ожидается на уровне 3.6%, при этом ускоренными темпами спрос будет расти в странах Азии и Латинской Америки, а также в соотношении с производственными возможностями компаний (отдельно Уралкалия и Сильвинита) и планами на ближайшие годы, озвученными менеджментом. В соответствии с планами компании, прирост производства в 2011 году планируется осуществлять за счет мощностей Сильвинита при незначительном снижении производства Уралкалия в связи с проведением работ по увеличению мощности рудника на БКПРУ-4, что позволит к 2012 году увеличить совместные производственные мощности до 13 млн т. в год.

Производственные показатели

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Объединенный Уралкалий									
Производство, млн тонн	10.3	10.8	11.9	12.1	12.3	12.5	12.7	12.9	13.4
Темпы роста	-	5%	10%	2%	2%	2%	2%	2%	4%
Производственные мощности, млн тонн	11.0	11.5	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	14.1

Источник:

данные компаний, расчет ИГ Норд Капитал

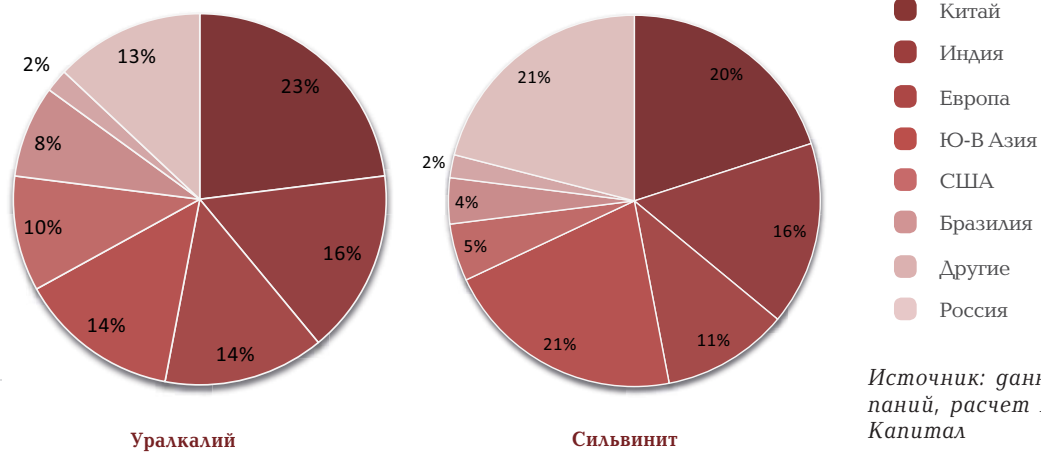
ЦЕНЫ И ПРОДАЖИ. Прогноз цен на продукцию объединенного Уралкалия составлен нами на основе исторических данных по заключенным контрактам компании в различных регионах с учетом сложившихся тенденций ценообразования на калийном рынке. Нужно отметить, что основная часть экспортной продукции реализуется посредством долгосрочных контрактов и небольшая часть по спотовым ценам, премия по которым исторически составляет около 20%. После 2013 года мы используем цены Уралкалия для всего выпуска компании (после предполагаемого перехода на единого трейдера), а до этого момента применяем дисконт к продукции Сильвинита в размере 15-30%. Объем реализации прогнозируется исходя из уровня производства и исторической доли реализации в производстве с учетом политики компаний по накоплению запасов.

Прогноз среднегодовых цен на продукцию Уралкалия по регионам, \$/т

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Китай	350	450	518	569	564	547	536	552	568
Индия	370	470	541	595	589	571	560	576	594
Европа	316	416	499	559	554	537	526	542	558
ЮВА	340	510	612	685	679	658	645	664	684
США	356	468	562	629	623	604	592	610	628
Бразилия	395	520	624	699	692	671	658	677	698
Другие	253	333	399	447	443	430	421	434	447
Россия	154	158	180	199	218	239	264	292	321

Источник: данные компаний, расчет ИГ Норд Капитал

Приоритетными рынками для Уралкалия и Сильвинита, куда отправляется порядка 40% всей продукции, являются Индия и Китай, и с ними заключаются долгосрочные контракты (полгода-год). Именно поэтому эти рынки являются стратегически важными для обеих компаний, поскольку от условий долгосрочных контрактов во многом зависит вся ценовая конъюнктура на мировом рынке хлористого калия, в том числе спотовые цены, по которым продается остальная часть продукции. В конце июня Белорусская калийная компания (БКК), совместный экспортный трейдер Уралкалия и Беларуськалия, подписала контракт на II полугодие 2011 года с основными китайскими импортерами на поставку калия по цене 470 \$/т (CFR), что вполне соотносится с нашим среднегодовым прогнозом.

Структура поставок готовой продукции Уралкалия и Сильвинита за 2010 год


Источник: данные компаний, расчет ИГ Норд Капитал

КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ. В 2011 году мы прогнозируем рост выручки объединенного Уралкалия на 42% (\$4.25 млрд) как благодаря и увеличению производства за счет дальнейшего восстановления мирового калийного рынка, так и ввиду повышения цен. Совокупный темп роста выручки (CAGR) за период 2010-2018 гг. в нашей модели составляет около 13%. Показатель EBITDA в 2011 году ожидается на уровне \$2.45 млрд, чистая прибыль — \$1.77 млрд. Благодаря низким удельным затратам на производство продукции и позитивному эффекту от слияния совокупный темп роста показателя EBITDA, по нашим расчетам, будет еще выше и составит порядка 17%.

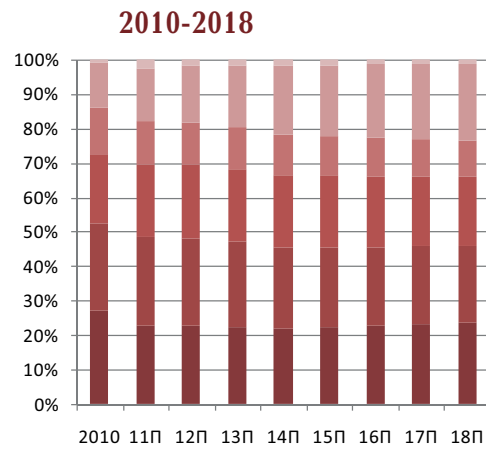
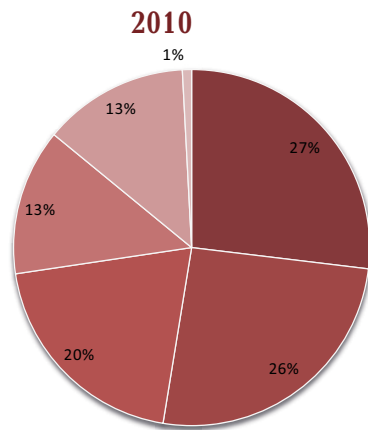
Прогноз ключевых финансовых показателей объединенного Уралкалия, млн \$

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Выручка	2 984	4 245	5 573	6 694	7 216	7 192	7 262	7 658	8 292
Изменение, %		42%	31%	20%	8%	0%	1%	5%	8%
Валовая прибыль	2 230	3 384	4 592	5 606	6 009	5 873	5 822	6 092	6 571
ЕБИТДА	1 404	2 453	3 542	4 410	4 748	4 545	4 431	4 637	5 029
Чистая прибыль за год	928	1 768	2 606	3 310	3 551	3 344	3 213	3 336	3 612

Источник: расчет ИГ Норд Капитал, данные компаний

СЕБЕСТОИМОСТЬ И ДРУГИЕ ЗАТРАТЫ. Основными компонентами себестоимости объединенной компании на основании фактических данных за 2010 год являются затраты на оплату труда (26%), материалы и компоненты (20%). Прогноз затрат на топливо и энергию строится на основе официальных прогнозов Министерства экономического развития по рынку нефтепродуктов и электроэнергии. В нашей модели мы также учитываем величину прогнозируемого синергетического эффекта, из которого экономия операционных затрат составляет \$55 млн в год, сокращение административных издержек посредством объединения управленческих функций — \$25 млн в год, экономия на транспортных издержках — \$20 млн в год. Тем не менее, данные изменения не вносят существенных изменений в структуру затрат.

**Структура себестоимости
объединенного Уралкалия**

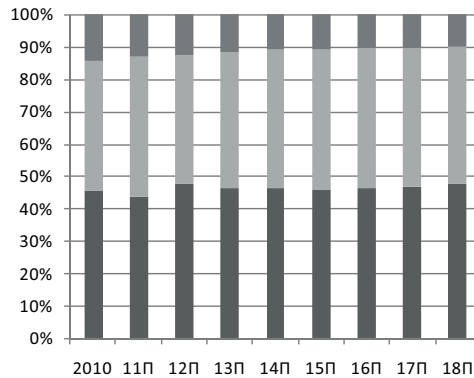


- Износ ОС
- Затраты на оплату труда
- Материалы и компоненты
- Ремонт и тех. обслуживание
- Топливо и электроэнергия
- Прочие

Источник: данные компаний, расчет ИГ Норд Капитал

Структура операционных затрат на протяжении прогнозного периода постоянна, при этом приблизительно 45% приходится на себестоимость продукции, около 40% — на коммерческие расходы и 15% на общие и управленческие расходы.

**Структура операционных
расходов объединенного
Уралкалия**



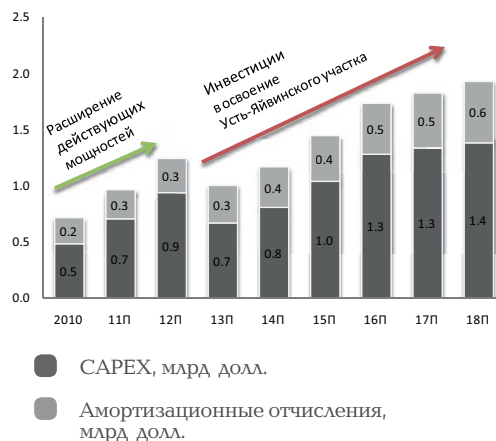
- Общие и управленческие расходы
- Коммерческие расходы
- Себестоимость

Источник: данные компаний, расчет ИГ Норд Капитал

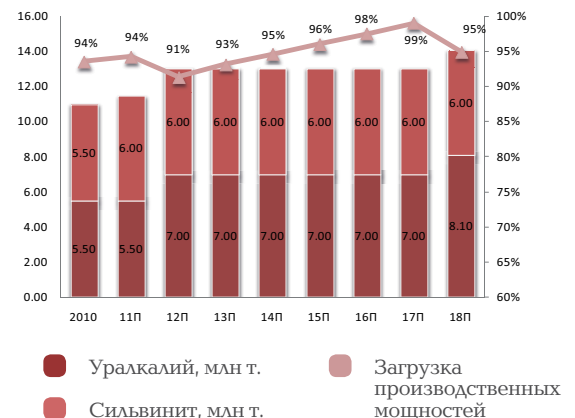
КАПИТАЛЬНЫЕ ЗАТРАТЫ. Прогноз капитальных затрат для объединенной компании в нашей модели базируется на объявленных ранее инвестиционных программах Уралкалия и Сильвинита, с учетом того, что после объединения компании не будут существенно менять свои планы по инвестициям в среднесрочной перспективе.

Мы прогнозируем капитальные затраты на уровне \$0.7 млрд в 2011 году и \$0.9 млрд — в 2012 году в связи с расширением действующих мощностей в основном на Уралкалии. Далее с 2014 года планируется начало активной фазы освоения Усть-Яйвинского участка, на разработку которого по оценкам экспертов потребуется около \$2 млрд.

Прогноз капитальных затрат и амортизационных отчислений, млрд. \$



Производственные мощности и уровень загрузки



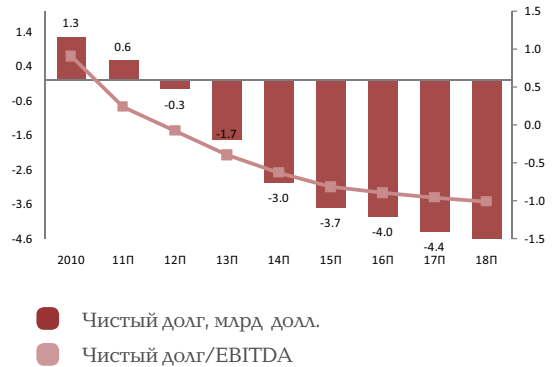
Источник: данные компаний, расчет ИГ Норд Капитал

ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ. В соответствии с нашими оценками, общий долг объединенной компании достигнет \$3.6 млрд. к концу 2011 года, при этом порядка 87% от этой суммы составит долгосрочный долг (сюда также входят средства, потраченные на покупку акций Сильвинита). Это соответствует показателю Чистый долг/ЕБИТДА 1.1х, который означает, что долговая нагрузка не очень высока.

Прогнозный уровень долговой нагрузки, млрд \$



Прогноз показателя Чистый долг/ЕБИТДА



Источник: данные компаний, расчет ИГ Норд Капитал

Учитывая, что в соответствии с официальными заявлениями Уралкалия, целевой уровень долга по показателю Чистый долг/ЕБИТДА составляет 1.0-2.0х, долговая нагрузка в размере 1.1х Чистый долг/ЕБИТДА представляется нам вполне приемлемой. Тем более, прогноз денежного потока показывает, что весь объем долга покрывается наличными средствами компании (чистый долг, начиная с 2012 года, составляет отрицательную величину).

РАСЧЕТ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ. Для определения средневзвешенной стоимости капитала мы берем безрисковую ставку (российские еврооблигации Russia-30 со сроком погашения 30 лет; в качестве безрисковых активов для США мы используем 10-летние государственные облигации US Treasuries), рассчитываем премию за риск российских акций и учитываем специфический риск эмитента.

Специфический риск эмитента мы рассчитываем на основе бальной шкалы, учитывающей такие факторы как информационная прозрачность, отчетность по МСФО, концентрация собственности, наличие кодекса корпоративного поведения, акционерных конфликтов и т.д. Ожидаемая рыночная доходность складывается из безрисковой ставки и премии за риск инвестирования в российские акции. Далее с учетом всех полученных данных мы рассчитываем WACC, при этом следует отметить, что для дисконтирования денежных потоков объединенной компании мы используем показатель средневзвешенной стоимости капитала, рассчитанный для Уралкалия, поскольку Сильвинит перестал существовать как отдельная компания.

Безрисковая ставка	4.87%
Премия за риск российских акций	5.52%
Ожидаемая рыночная доходность	10.38%
Коэффициент β для компании	0.96
Специфический риск эмитента	0.1%
Стоимость капитала	10.3%
Стоимость долга	12.0%
Целевой уровень долга	23%
Ставка налога на прибыль	16%
WACC	10.2%

Источник: Bloomberg, расчет ИГ Норд Капитал

Расчет средневзвешенной стоимости капитала для Уралкалия

В результате мы получаем WACC равный 10.2% для Уралкалия, в то время как для Сильвинита этот показатель был бы равен 13%. Разница объясняется существенной надбавкой по специфическому риску эмитента и различной стоимостью заемного финансирования. Таким образом, **одним из главных факторов роста стоимости объединенной компании является ожидаемая переоценка активов Сильвинита ввиду снижения рисков для инвесторов.**

РАСЧЕТ DCF. Для расчета стоимости компании в постпрогнозный период (терминальная стоимость) мы применяем темп роста в постпрогнозный период на уровне 3%, что мы считаем умеренным прогнозом. Полученную справедливую стоимость компании, мы корректируем на величину чистого долга и получаем акционерную стоимость компании на уровне \$35.7 млрд. и \$37.9 млрд. долл. на конец 2011 года и на конец 2012 года соответственно. В пересчете на общее новое количество акций мы получаем \$11.6 за акцию, что соответствует потенциалу роста в 23% в горизонте до конца года и \$12.3 на акцию на конец 2012 года (потенциал роста 31%).

Расчет справедливой стоимости объединенного Уралкалия

₽млн	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
ЕБИТ	2 190	3 230	4 071	4 380	4 139	3 980	4 138	4 479
Налог на ЕБИТ	339	501	631	679	641	617	641	694
Амортизация ОС и НА	263	312	338	368	406	451	499	550
САРЕХ	698	831	512	597	737	880	928	981
Изменение оборотного капитала	34	30	15	-4	3	5	2	11
Свободный денежный поток	1 382	2 181	3 252	3 476	3 164	2 929	3 065	3 342
WACC	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
Дисконтированный денежный поток ¹¹		1 979	2 677	2 596	2 144	1 801	1 710	
Дисконтированный денежный поток ¹²			2 950	2 861	2 363	1 985	1 885	
Постпрогнозный темп роста	3%	3%						
Терминальная стоимость	46 343	46 343						
Дисконтированная терминальная стоимость	23 462	25 858						
	01.01.12	01.01.13						
EV, \$млн	36 370	37 904						
Чистый долг	586	-273						
Справедливая стоимость	35 784	38 177						
Новое количество акций	3 095	3 095						
Справедливая стоимость на акцию, \$	11.6	12.3						

Источник: расчет ИГ Норд Капитал

Важным является тот факт, что при расчете суммы оценок двух компаний отдельно полученный результат на 30% уступает оценке объединенной компании с учетом эффекта от объединения.

Анализ чувствительности расчета справедливой стоимости объединенного Уралкалия на конец 2011 года

	1%	2%	3%	4%	5%	1%	2%	3%	4%	5%	
8.7%	12.0	13.1	14.7	16.9	20.4	8.7%	4%	14%	27%	47%	76%
9.2%	11.2	12.2	13.5	15.3	17.9	9.2%	-3%	5%	17%	32%	55%
9.7%	10.5	11.4	12.5	13.9	16.0	9.7%	-9%	-2%	8%	20%	39%
10.2%	9.9	10.6	11.6	12.8	14.5	10.2%	-14%	-8%	0%	11%	25%
10.7%	9.4	10.0	10.8	11.8	13.2	10.7%	-19%	-14%	-7%	2%	14%
11.2%	8.9	9.4	10.1	11.0	12.1	11.2%	-23%	-18%	-13%	-5%	5%
11.7%	8.4	8.9	9.5	10.2	11.2	11.7%	-27%	-23%	-18%	-11%	-3%

Источник: расчет ИГ Норд Капитал

По таблице анализа чувствительности мы видим, что наши результаты умеренно чувствительны к изменению показателя WACC (в пределах 30% от целевой стоимости) и более чувствительны к изменению темпа роста в постпрогнозный период

СРАВНЕНИЕ С АНАЛОГАМИ

Для подтверждения полученных результатов, мы провели сравнительную оценку Уралкалия с компаниями-аналогами из развитых и развивающихся стран, специализирующимися на производстве калийных удобрений. В качестве базовой информации использовались данные о текущей рыночной капитализации компаний и прогнозные финансовые результаты этих компаний за 2011 год и 2012 год. В оценке мы основывались на трех основных показателях – P/E, EV/S и EV/EBITDA.

По показателю EV/S Уралкалий торгуется с премией к аналогам развитых рынков, однако он все равно ниже, чем у основного конкурента – канадской Potash Corp. В то же время по более релевантным мультипликаторам - P/E и EV/EBITDA – можно увидеть значительную недооценку по сравнению с той же Potash Corp, а также компаниями развивающихся рынков, что подтверждает наличие потенциала роста Уралкалия. При этом по методу рыночных мультипликаторов мы получаем скромные результаты в горизонте одного года, поскольку здесь еще не полностью учтены позитивные эффекты от слияния, однако уже в горизонте двух лет можно увидеть значимую недооценку по сравнению с аналогами.

	EV/S		EV/EBITDA		P/E	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Уралкалий	7.1	5.4	12.3	8.5	16.3	11.1
Премия/дисконт к развитым рынкам	115%	80%	31%	3%	10%	-12%
Премия/дисконт к развивающимся рынкам	-1%	-2%	-23%	-36%	-26%	-39%
Аналоги развитых стран						
POTASH CORP OF SASKATCHEWAN	7.2	6.3	12.4	10.9	17.1	14.9
MOSAIC CO/THE	3.1	2.7	9.5	7.5	16.0	12.1
AGRIUM INC	1.2	1.2	7.6	7.3	11.4	11.0
K+S AG	1.9	1.8	8.3	7.3	14.9	12.5
Среднее	3.3	3.0	9.4	8.3	14.9	12.6
Аналоги развивающихся стран						
ARAB POTASH COMPANY	4.9	4.6	10.4	9.6	14.5	13.1
SOC QUIMICA Y MINERA CHILE-B	8.2	7.2	20.0	16.7	32.0	25.6
QINGHAI SALT LAKE POTASH -A	12.3	9.9	23.2	18.4	27.8	21.8
ISRAEL CHEMICALS LTD	3.2	0.3	10.0	9.0	13.7	12.0
Среднее	7.2	5.5	15.9	13.4	22.0	18.1

Сравнительный анализ
объединенного Уралкалия
и компаний-аналогов

Источник: Bloomberg, расчет ИГ Норд Капитал

В ходе проведенной нами оценки стоимости объединенной компании Уралкалий, мы выявили, что в среднесрочной перспективе компания будет действовать в условиях благоприятной внешней конъюнктуры, способствующей достижению высоких финансовых показателей. Потенциал роста акционерной стоимости к концу 2011 году составляет до 30%, при этом нужно отметить, что в полную силу эффект от объединения вступает лишь в 2013 году. Таким образом, мы можем сделать вывод, что в краткосрочном периоде основным драйвером увеличения роста послужит недооцененность Сильвинита на рынке, в то время как в среднесрочном периоде велик потенциал роста стоимости компании за счет эффекта от объединения, основными элементами которого станут повышение эффективности производства, сокращение издержек, оптимизация сбыта, выход на международную арену в качестве одного из лидеров калийного рынка. Немаловажным фактором станет также увеличение ликвидности бумаг компании и «включение» компании в число «голубых фишек» российского фондового рынка.

Таким образом, наша рекомендация по бумагам Уралкалия – «Покупать» с целевой ценой \$11.6 за акцию и потенциалом роста 23% на конец 2011 года.

ПРИЛОЖЕНИЯ

ФИНАНСОВАЯ ОТЧЕТНОСТЬ ОБЪЕДИНЕННОГО УРАЛКАЛИЯ

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ, \$ МЛН

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Выручка	2 984	4 245	5 573	6 694	7 216	7 192	7 262	7 658	8 292
Себестоимость реализованной продукции	-754	-860	-980	-1 088	-1 207	-1 319	-1 440	-1 566	-1 721
Валовая прибыль	2 230	3 384	4 592	5 606	6 009	5 873	5 822	6 092	6 571
Коммерческие расходы	-633	-784	-940	-1 083	-1 152	-1 227	-1 304	-1 385	-1 491
Общие и административные расходы	-226	-260	-254	-268	-280	-296	-314	-331	-349
Прочие операционные доходы и расходы	-201	-151	-169	-184	-197	-211	-225	-238	-252
Операционная прибыль	1 170	2 190	3 230	4 071	4 380	4 139	3 980	4 138	4 479
ЕБИТДА	1 404	2 453	3 542	4 410	4 748	4 545	4 431	4 637	5 029
Финансовые расходы, нетто	-58	-96	-145	-153	-176	-180	-176	-188	-203
Прочие	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-2
Прибыль до налогообложения	1 111	2 092	3 084	3 917	4 202	3 958	3 802	3 948	4 274
Расходы по налогу на прибыль	-183	-324	-478	-607	-651	-613	-589	-612	-663
Чистая прибыль	928	1 768	2 606	3 310	3 551	3 344	3 213	3 336	3 612

Источник: данные компании, расчеты ИГ Норд-Капитал

ПРИЛОЖЕНИЯ

БАЛАНС, \$ МЛН

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
АКТИВЫ									
Основные средства	2 761	3 390	3 973	4 151	4 369	4 704	5 137	5 570	6 006
Гудвил	12	13	13	13	13	13	13	13	13
Нематериальные активы	1 908	2 189	2 350	2 467	2 569	2 710	2 853	2 998	3 148
Предоплаты на покупку ОС	38	84	45	50	53	56	60	63	67
Прочие долгосрочные активы	60	72	80	74	76	77	76	76	76
Итого внеоборотные активы	4 779	5 748	6 462	6 756	7 080	7 559	8 139	8 721	9 311
Запасы	180	180	187	189	186	187	187	186	187
Дебиторская задолженность	343	372	364	372	370	368	370	369	369
Прочие оборотные активы	85	259	107	142	177	142	153	157	151
Денежные ср-ва и эквиваленты	617	3 042	4 321	5 178	5 385	6 236	6 732	7 362	8 195
Итого оборотные активы	1 399	3 702	5 014	5 916	6 083	6 944	7 446	8 068	8 905
ИТОГО АКТИВЫ	6 178	9 450	11 476	12 671	13 164	14 503	15 585	16 790	18 216
СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ									
Акционерный капитал	28	30	30	30	30	30	30	30	30
Выкупленные собственные акции	-16	-17	-17	-17	-17	-17	-17	-17	-17
Эмиссионный доход	-28	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30
Резерв переоценки	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Нераспределенная прибыль	3 792	5 326	6 886	8 642	10 176	11 337	12 183	13 245	14 497
Доля миноритариев	1	1	1	1	1	1	1	1	1
ИТОГО КАПИТАЛ	3 782	5 315	6 875	8 631	10 165	11 326	12 172	13 234	14 485
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА									
Кредиты и займы	1 333	3 162	3 482	2 931	1 864	1 996	2 225	2 423	2 606
Отложенные об-ва по налогу на прибыль	133	136	149	146	147	150	150	152	154
Прочие долгосрочные обязательства	71	84	84	82	84	83	83	83	83
Итого долгосрочные обязательства	1 537	3 382	3 715	3 160	2 094	2 229	2 458	2 658	2 843
Кредиты и займы	555	466	566	501	536	521	524	524	525
Кредиторская задолженность	175	181	213	217	218	222	225	228	239
Текущее обязательство по налогу на прибыль	10	6	7	11	16	16	17	19	20
прочие краткосрочные обязательства	119	100	101	152	136	189	188	127	103
Итого краткосрочные об-ва	859	753	887	881	905	948	955	898	887
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	2 396	4 135	4 601	4 040	2 999	3 177	3 412	3 556	3 730
ИТОГО СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	6 178	9 450	11 476	12 671	13 164	14 503	15 585	16 790	18 216

Источник: данные компании, расчеты ИГ Норд-Капитал

ПРИЛОЖЕНИЯ

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ, \$ МЛН

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Прибыль до налогообложения	1 111	2 082	2 984	3 817	4 102	3 858	3 702	3 848	4 174
Износ ОС и нематериальных активов	234	263	312	338	368	406	451	499	550
Изменение дебиторской задолженности	-41	-5	15	-8	0	2	-2	0	0
Изменение запасов	-4	12	-3	-2	2	-1	0	0	0
Изменение кредиторской задолженности	33	-6	28	4	2	4	3	3	11
Налог на прибыль уплаченный	-189	-323	-463	-592	-636	-598	-574	-596	-647
Дивиденды уплаченные	-190	-577	-1 067	-1 469	-1 908	-2 099	-2 282	-2 190	-2 276
Проценты уплаченные	-153	-164	-180	-171	-172	-174	-172	-173	-173
Прочие	205	189	179	192	187	187	134	82	106
Чистые денежные средства от операционной деятельности	1 006	1 471	1 805	2 110	1 946	1 586	1 261	1 474	1 746
Приобретение нематериальных активов, включая затраты на освоение	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8
Приобретение ОС, нетто	-331	-692	-824	-507	-591	-731	-875	-923	-975
Продажа инвестиций, нетто	-154	-72	-94	-112	-93	-99	-101	-98	-99
Дивиденды и % полученные	14	12	13	14	13	13	13	13	13
Прочие	45	-20	-27	-17	-21	-22	-20	-21	-21
Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности	-435	-779	-940	-630	-700	-847	-991	-1 036	-1 091
Погашение кредитов и займов, нетто	-98	1 740	420	-617	-1 032	118	232	198	184
Прочие	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Чистые денежные средства от финансовой деятельности	-99	1 738	419	-618	-1 034	116	231	196	182
Влияние изменения валютного курса на денежные средства	-4	-4	-5	-4	-5	-5	-4	-5	-5
Денежные средства на начало года	245	617	3 042	4 321	5 178	5 385	6 236	6 732	7 362
Чистое изменение денежных средств	468	2 426	1 279	857	207	851	497	630	834
Денежные средства на конец года	614	3 042	4 321	5 178	5 385	6 236	6 732	7 362	8 195

Источник: данные компании, расчеты ИГ Норд-Капитал

КОНТАКТЫ

Департамент управления активами

Геннадий Сорокопуд	Sorokopud@ncapital.ru	Управляющий директор
Александр Соловьев	Soloviev@ncapital.ru	управляющий активами
Владимир Гайтанов	Gaytanov@ncapital.ru	управляющий активами
Олег Бакатанов	Bakatanov@ncapital.ru	управляющий активами
Тимофей Надикта	Nadikta@ncapital.ru	управляющий активами
Александр Власенко	Vlasenko@ncapital.ru	управляющий активами
Алексей Мухин	MukhinAleksey@ncapital.ru	управляющий активами

Департамент клиентского обслуживания

Иван Артамонов	Artamonov@ncapital.ru	управляющий директор по продажам
Лариса Сафонова	Safonova@ncapital.ru	старший вице-президент
Евгения Ислентьева	Islentyeva@ncapital.ru	вице-президент
Сергей Ладыгин	Ladygin@ncapital.ru	вице-президент
Галина Ежела	Ezhela@ncapital.ru	вице-президент

Аналитический департамент

Владимир Рожанковский, LIFA	Rojankovski@ncapital.ru	директор Аналитического департамента
Михаил Фролов	Frolov@ncapital.ru	старший аналитик
Максим Зайцев	Zaitsevm@ncapital.ru	старший аналитик
Виталий Манжос	Manzhos@ncapital.ru	аналитик

Департамент управления рисками

Катарина Прозорова	Prozorova@ncapital.ru	директор Департамента
Николай Варламов	Varlamov@ncapital.ru	риск-менеджер
Светлана Ткаля	STkalya@ncapital.ru	риск-менеджер

Департамент инвестиционно-банковских услуг

Александр Айвазов	A.Aivazov@ncapital.ru	управляющий партнер, директор Департамента
Александр Темников	Temnikov@ncapital.ru	заместитель директора Департамента
Левон Хачатурян	Khachaturyan@ncapital.ru	заместитель директора Департамента
Дмитрий Гомер	Homer@ncapital.ru	заместитель директора Департамента
Антонина Дмитриева	Dmitrieva@ncapital.ru	директор Отдела долгового финансирования

Департамент ведения счетов (NORDAccounting@ncapital.ru)

Александр Ткаля	ATkalya@ncapital.ru	директор Департамента
Евгения Косова	Kosova@ncapital.ru	менеджер

Департамент PR и маркетинга

Илона Шиллер	IShiller@ncapital.ru	директор Департамента
Наталья Матвеева	NMatveeva@ncapital.ru	маркетолог-аналитик

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Данный документ опубликован компанией NORD CAPITAL FINANCIAL SERVICES, Bermuda и компанией «Норд Капитал АГ» (Nord Capital AG), Швейцария (далее совместно «Норд Капитал») только в информационных целях и ни при каких обстоятельствах не должен быть истолкован в качестве предложения о продаже или призыва к выдвижению предложений о приобретении поручительства либо других финансовых инструментов. Ни данный документ, ни факт его распространения не является основанием для формирования таких инструментов и заключения договоров. Этот документ не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению и потребностям каждого конкретного субъекта. «Норд Капитал» и/или связанные с ней лица могут, время от времени заключать сделки с какими-либо ценными бумагами упомянутыми в данном документе, а также предоставлять финансовые услуги эмитентам таких ценных бумаг. Информация, содержащаяся в настоящем документе, основывается на материалах и источниках, которые, по нашему мнению, являются надежными, однако, «Норд Капитал» не дает никаких заверений или гарантий, явных или подразумеваемых, в отношении точности, полноты и достоверности информации, содержащейся в настоящем документе. Изложенная в данном документе точка зрения является действительной только по состоянию на дату публикации документа. Изложенная здесь информация может изменяться без предварительного уведомления и «Норд Капитал» не несет ответственности за обновление данных, содержащихся в данном документе. «Норд Капитал», ее филиалы и сотрудники не несут ответственности за любые косвенные потери или ущерб, связанный с использованием информации, изложенной в данном документе.

Данный документ предназначен только для (i) лиц, действующих вне пределов Великобритании, (ii) лиц, имеющих профессиональный опыт в вопросах, связанных с инвестициями, которые подпадают под определение «специалистов по инвестициям» в статье 19(5) Закона о финансовых услугах и рынках 2000 года (Финансовое стимулирование) в редакции 2005 года; либо (iii) предприятий с крупным собственным капиталом, неакционерных ассоциаций и партнерств, доверенных лиц крупных трастовых компаний, как указано в Статье 49 (2) Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое стимулирование) Приказ 2005.

Лицам, получившим данное сообщение, действующим в пределах Соединенного Королевства (кроме лиц, упомянутых в пунктах (ii) и (iii)) не следует руководствоваться или действовать в соответствии с данным сообщением при реализации инвестиций или инвестиционной деятельности, связанной с этим документом.

Инвестиции связаны с определенной степенью риска, включая риск потери капитала. Услуги, ценные бумаги и инвестиции, упомянутые в этом документе, могут быть недоступны и не являются приемлемыми для всех инвесторов. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, исходя из собственных финансовых целей и ресурсов, а, в случае сомнений, искать независимой консультации у эксперта по инвестициям. Предыдущие показатели не являются индикативными в прогнозе текущих результатов. Хотя компания прилагает максимум усилий для достижения оптимального дохода на инвестированный капитал, Инвестор, при определенном стечении обстоятельств, может получить убыток на вложенные средства.

«Норд Капитал» и/или ее дочерние компании могут, время от времени, предоставлять инвестиционные советы или иные услуги, или требовать предоставления таких услуг от любого из эмитентов, упомянутых в настоящем обзоре. Таким образом, некоторая информация, не отраженная в данном обзоре, может оказаться в распоряжении «Норд Капитал», не будучи отраженной в данном обзоре, и «Норд Капитал» оставляет за собой право предпринимать действия по факту получения такой информации.

Кроме того, «Норд Капитал», ее руководители, сотрудники и/или связанные с ней лица могут иметь персональный интерес в ценных бумагах, гарантиях, фьючерсах, опционах, деривативах или иных финансовых инструментах любой из компаний, упомянутых в данном документе, и могут, время от времени, покупать или продавать данные ценные бумаги. Ни данный материал в целом, ни какая-либо его часть не подлежит копированию в любой форме и любым способом. Данный материал также не может быть перенаправлен или кому-либо представлен без предварительного согласия «Норд Капитал».