

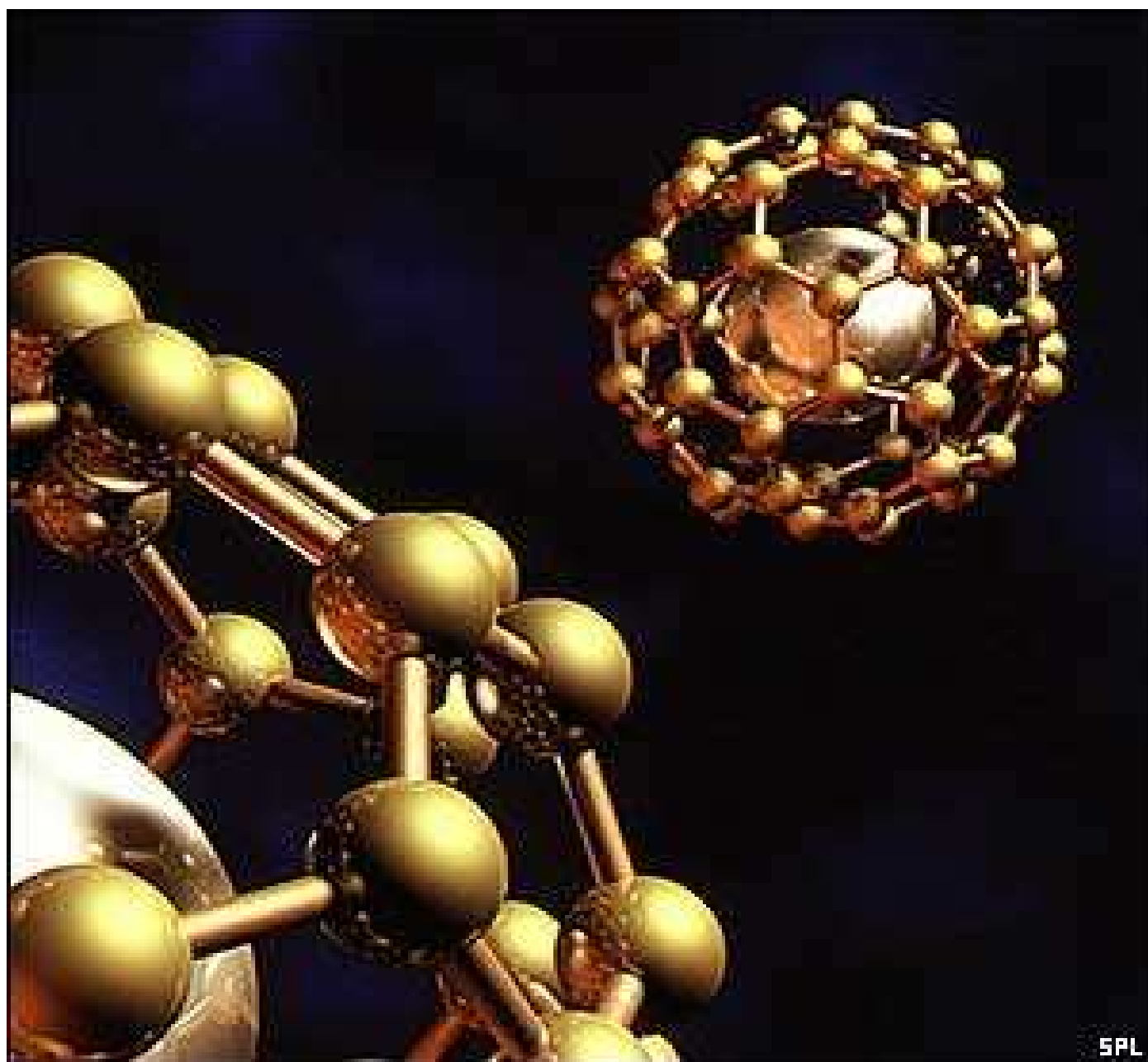


Русский Международный Банк

РЫНОК АКЦИЙ. НЕФТЕХИМИЯ И УДОБРЕНИЯ

27 сентября 2010 г.

НЕФТЕХИМИЯ И УДОБРЕНИЯ



SPL

(495) 782-03-66

© «Русский Международный Банк» / КБ «РМБ» ЗАО / www.rib.ru

1



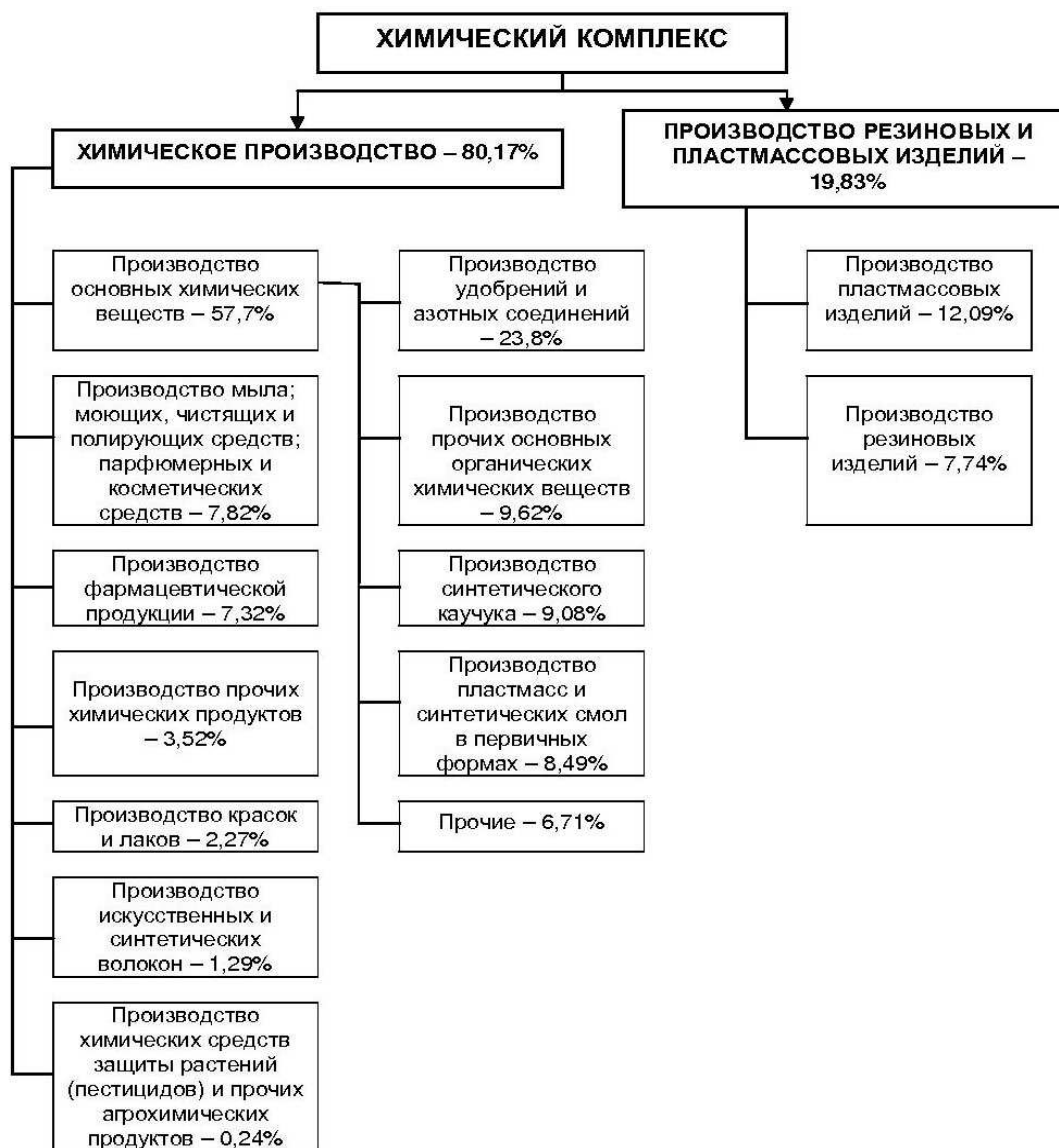
Содержание:

РОССИЙСКИЙ НЕФТЕХИМИЧЕСКИЙ СЕКТОР	3
НИЖНЕКАМСКНЕФТЕХИМ	7
Описание компании.....	7
Инвестиционные проекты.....	10
Сравнительная оценка.....	10
УДОБРЕНИЯ	11
Характеристика отрасли.....	11
Консолидация отрасли.....	12
УРАЛКАЛИЙ	13
Описание компании.....	13
Производственные активы.....	14
Финансовые показатели.....	14
Объединенная компания.....	16
Предпосылки для слияния.....	17
АКРОН	18
Описание компании.....	18
Рынок акций.....	20
Факторы роста в краткосрочной перспективе.....	20
Конкурентоспособность в долгосрочной перспективе.....	20
Финансовые вложения.....	21
ПРИЛОЖЕНИЕ	22
Технический анализ.....	25



РОССИЙСКИЙ НЕФТЕХИМИЧЕСКИЙ СЕКТОР

Химический комплекс является базовым сегментом российской промышленности. По методике Минпромэнерго РФ он включает в себя два укрупненных вида экономической деятельности: химическое производство и производство резиновых и пластмассовых изделий.



Источник: Минпромэнерго России

Потребителями продукции химического комплекса являются практически все отрасли российской промышленности, транспорта, сельского хозяйства, оборонный и топливно-энергетический комплексы, а также сфера услуг, торговля, наука, культура и образование. Наибольшими темпами отрасль развивалась в четырех федеральных округах: Приволжском (доля округа в общем объеме производства химического комплекса РФ составляет 43,5%), Центральном (24,4%), Сибирском (11,2%) и Южном (10,4%).

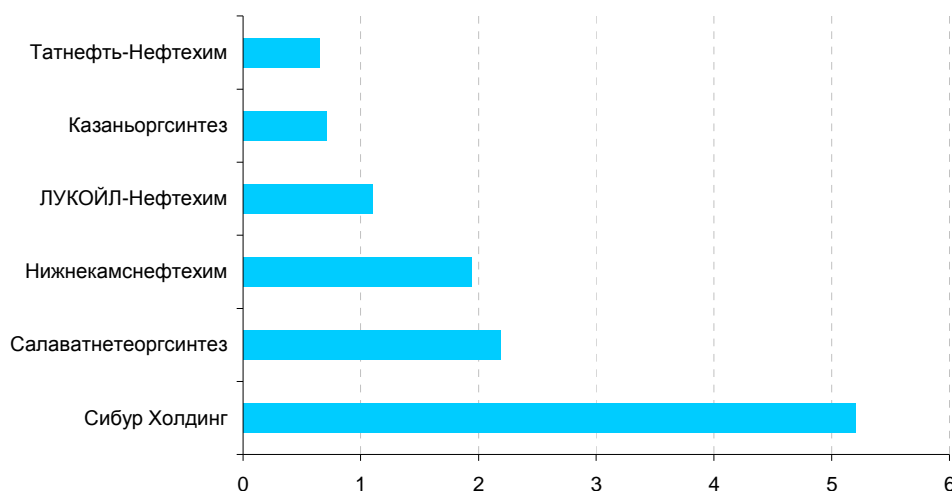


В химической индустрии получили широкое развитие процессы территориальной концентрации производства, при этом крупнейшие химические узлы сформировались в Республиках Татарстан и Башкортостан, Алтайском, Пермском и Красноярском краях, Тульской, Тюменской, Ярославской, Нижегородской, Волгоградской, Самарской, Кемеровской и Иркутской областях.

Российский нефтехимический комплекс в основном представлен частными компаниями (доля государства весьма незначительна); среди крупнейших игроков отрасли можно выделить Сибур, Нижнекамскнефтехим, ЛУКОЙЛ-Нефтехим, Казаньоргсинтез, Татнефть, Уфаоргсинтез и ряд других, на которых выпускается большая доля полимерных материалов, синтетических каучуков, и автомобильных шин.

На общемировом фоне российская нефтехимия выглядит весьма специфично. Так, в 1990-е годы динамика ее развития была иной, нежели в большинстве стран мира. Вплоть до 1998 г. в отрасли шло сокращение производства, обусловленное снижением внутреннего спроса на ее продукцию, усилением иностранной конкуренции и другими причинами. Минимум производства в отрасли был достигнут в 1998 г., когда объем производства составил около 40% от уровня 1990 г. Ситуация изменилась после дефолта 1998 г. и трехкратной девальвации рубля. С этого времени динамика развития отечественной нефтехимии в основном положительна. Последнее снижение объемов производства произошло в 2008-2009 гг. на фоне мирового кризиса, который привел к сокращению спроса. Несмотря на наличие значительных запасов нефти и газа (7-е место в мире по доказанным запасам нефти и 1-е место по запасам газа), Россия играет незначительную роль в мировом объеме выпуска нефтехимической продукции (доля по выпуску этилена составляет 2,6%). По общему выпуску химической продукции Россия занимает скромное 20-е место. При этом структура российского химического комплекса пока далека от структуры современной химической промышленности развитых стран: так, число вертикально интегрированных холдингов в РФ является незначительным, и существенную долю российского рынка занимают компании, владеющие одним-двумя заводами.

Выручка крупнейших нефтехимических компаний РФ в 2009 году, млрд. \$



Источник: данные компании



Русский Международный Банк

Одним из базовых видов полуфабрикатов, служащим для производства целой гаммы нефтехимической продукции, является этилен (сырьем для производства этилена выступают этан и пропан, получаемые, как правило, из попутного нефтяного газа, а также прямогонный бензин – нефтя). Применение этилена в дальнейших нефтехимических переделах, как правило, не отличается широким разнообразием. Основным продуктом, получаемым из этилена, является полиэтилен (на его изготовление приходится 61% данного полуфабриката).

Второй по значимости вариант применения этилена – производство этилбензола (полуфабрикат для производства стирола и его полимеров). Также из этилена получают оксид этилена и дихлорид этилена, используемые для производства разнообразных пластиков.

Общий объем мощностей по выпуску этилена в РФ оценивается примерно 3,2 млн. тонн в год. Наиболее крупными производителями этилена в России являются предприятия СИБУРа, Нижнекамскнефтехим, Казаньоргсинтез и Ставролен (дочернее предприятие ЛУКОЙЛа).

Производители этилена в РФ

Компания	Мощность, млн. т в год
Нижнекамскнефтехим	563
СИБУР	540
Казаньоргсинтез	410
Ставролен (ЛУКОЙЛ)	350
Ангарскнефтеоргсинтез (Роснефть)	300
НОРСИ (ЛУКОЙЛ)	300
Салаватнефтеоргсинтез (Газпром)	300
Уфаоргсинтез (Башнефть)	235
Прочие	195
Итого	3 193

Источник: данные компании

Важным конкурентоспособным преимуществом российских нефтехимических компаний является относительно низкий уровень предельных маржинальных издержек (издержки, которые приходятся на единицу изменения объема выпуска, cash costs), которые позволяют отечественным компаниям успешно выходить на мировые рынки.



Маржинальные издержки производителей на рынках различных регионов (\$/тонну)

	Полиэтилен		Каучуки		Полипропилен	
Рынок Китая	Б.Восток	327				
	Россия	472	Россия	1630	Россия	923
	Китай	603	Китай	1730	Китай	1063
Рынок Европы	СВ Азия	669				
	Б.Восток	380			Б.Восток	668
	Россия	407	Россия	1650	Россия	842
	Европа	604	Европа	1820	Европа	907

Источники: PlasticsEurope, WG Market Research & Statistics

Недостаточная насыщенность внутрисоссийского рынка также является ключевым преимуществом отечественных компаний: в настоящее время по уровню потребления продукции нефтехимии на душу населения Россия находится позади многих развитых и развивающихся стран. Очевидно, что с ростом российской экономики данные диспропорции будут постепенно устраняться.

Потребление полиэтилена в 2008 г.

Страны	(кг/чел.)
США	40
Венгрия	33
Япония	24
Турция	18
Бразилия	11
Россия	11

Источники: PlasticsEurope, WG Market Research & Statistics

В настоящее время основными отраслями, определяющими динамику спроса на полиэтилен, выступают строительство и розничная торговля. Мы полагаем, что в ближайшие годы темпы роста данных отраслей приблизятся к докризисным уровням.

В итоге мы выделяем основные инвестиционные идеи, актуальные в настоящий момент для российского нефтехимического сектора.

1. После кризиса сектор восстанавливается достаточно высокими темпами (спрос на российский полиэтилен вырос в 1-м квартале 2010 г. на 25% и практически достиг докризисного уровня 1-го квартала 2008 г.). Дальнейший рост российской экономики благоприятно отразится на уровне спроса по нефтехимическим продуктам.

2. Доля России в общем объеме мирового рынка незначительна, однако по уровню cash-cost отечественные производители занимают 2-е место после стран Ближнего Востока. Это позволяет им достаточно уверенно чувствовать себя на мировом рынке.

3. Внутрисоссийский рынок является весьма перспективным: восстановление строительного сектора и высокие темпы роста розничной торговли приведут к увеличению спроса на нефтехимическую продукцию.



НИЖНЕКАМСКНЕФТЕХИМ

Описание компании

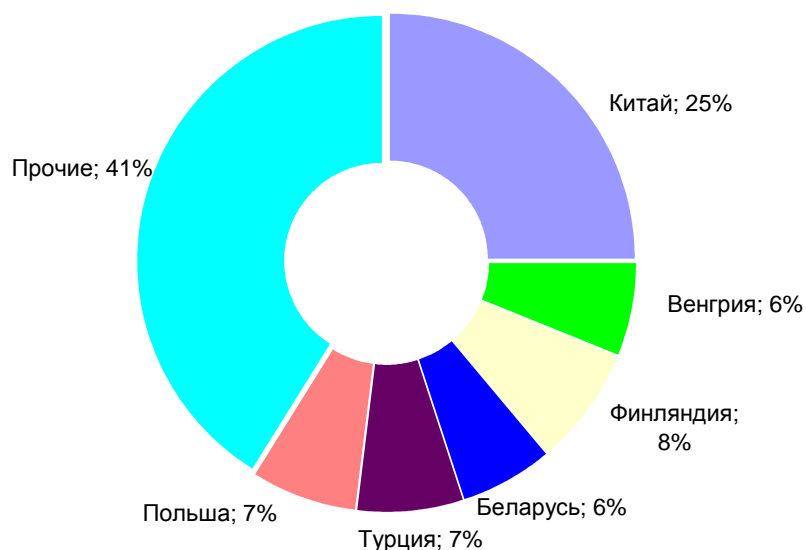
Нижнекамскнефтехим является крупнейшим производителем нефтехимической продукции в РФ, входит в Группу компаний ТАИФ. Главными направлениями деятельности предприятия являются каучуковый бизнес и полимерное производство. В настоящее время суммарная производственная мощность пластиков Нижнекамскнефтехима составляет 600 тыс. т. в год.

Основу товарной номенклатуры составляют:

- синтетические каучуки общего и специального назначения;
- пластики: полистирол, полипропилен и полиэтилен;
- мономеры, являющиеся исходным сырьем для производства каучуков и пластиков;
- другая нефтехимическая продукция (окись этилена, окись пропилена, альфа-олефины, поверхностно-активные вещества и т. п.).

Продукция акционерного общества экспортируется более чем в 50 стран Европы, Америки, Юго-Восточной Азии. Доля экспорта в общем объеме продукции предприятия составляет в денежном выражении около 54%. Синтетические каучуки занимают 66% в структуре экспортной продукции Нижнекамскнефтехима. Предприятие сотрудничает с крупнейшими зарубежными шинными компаниями, среди которых Michelin, Goodyear, Pirelli, Continental, Bridgestone и концерн «Белшина». В 2009 г. доля отгрузок данным крупнейшим потребителям составила 50% от общего объема экспорта каучуков.

Структура экспорта НКНХ по странам



Источник: данные компании



Русский Международный Банк

Структура выпуска конечной продукции НКНХ (% от общего объема)



Источник: данные компании

Нижнекамскнефтехим занимает ведущую позицию среди российских производителей синтетических каучуков. Доля компании в общем объеме российского производства синтетического изопренового каучука составляет 45-50%, бутадиеновых каучуков – 45-50%, бутилового каучука – 65-68%, галогенизированного бутилового каучука – 100%, этиленпропиленового – 60-70%. В 2009 г. на синтетические каучуки пришлось 64% экспорта продукции компании.

Компания также является одним из лидеров среди российских производителей полистирола и полипропилена (доля 33%). Доля компании в общем российском объеме производства полистирола составляет 50-60%. НКНХ владеет одним из крупнейших производств в РФ, выпускающим мономеры: этилен, пропилен, изопрен, бутадиен, стирол.

Еще одна значимая для Нижнекамскнефтехима группа продукции собственного производства, реализуемая в большей части на внутреннем рынке РФ – это полиэфир и этиленгликоли. Компания является монополией на рынке полиэфиров в России. ФАС занесла НКНХ в реестр хозяйствующих субъектов, занимающих доминирующее положение на внутреннем рынке РФ.

Значительную долю в структуре выпуска конечной продукции НКНХ составляют 9 видов продукции.

1. Полипропилен используется для производства упаковочных пленок, мешков, тары, труб, деталей, технической аппаратуры, предметов домашнего обихода, а также в качестве электроизоляционного материала. Основными экспортными рынками полипропилена являются Беларусь, Украина, Казахстан, Турция, Финляндия, Китай. Основными конкурентами на экспортных рынках являются – LyondellBasell, Borealis и Ставролен. К конкурентам на внутреннем рынке можно отнести СИБУР, доля которого составляет 23%.

2. Окись этилена используется для производства:

- этиленгликолей (которые в свою очередь используются в качестве антифризов, в производстве полиэстера, полиэтилентерефталата – сырья для пластиковых бутылок);



Русский Международный Банк

- полиэтиленгликолей, которые используются в производстве парфюмерии и косметики, фармацевтических препаратов, растворителей для красок и пластификаторов;
- эфиров этиленгликоля, которые входят в состав тормозных жидкостей, моющих средств, растворителей лаков и красок;
- этаноламинов, которые применяются в производстве мыла и моющих средств, очистки природного газа и аппретирования тканей;
- этоксилатов, которые используют в производстве моющих средств.

3. Полистирол и его модификации получили широкое применение в сфере бытовой техники и электроники благодаря ударопрочности (корпусные элементы бытовых приборов). Доля компании в объеме поставок на мировой рынок полистирола составила 1,4%, а в объеме мирового производства – 1,1%. Основными конкурентами зарубежом являются BASF, Dow Chemical, IneosNova, Polimeri Europa.

4. Изопреновый каучук СКИ-3 предназначен для изготовления широкого ассортимента резинотехнических изделий и используется в шинной промышленности. Доля Нижнекамскнефтехима на международном рынке по данному продукту составила примерно 25% в объеме производства и 35% в поставках. К основным конкурентам компании на зарубежном рынке относятся американская Goodyear, российские компании Сибур и Каучук (г. Стерлитамак).

5. Бутиловый каучук используется в основном в производстве автокамер. В РФ выпуск этого вида каучука осуществляется только в Нижнекамске и Тольятти. Зарубежом спрос на бутиловый каучук сосредоточен в основном на азиатском рынке. К конкурентам на зарубежном рынке относятся компании ExxonMobil, Lanxess, Sinopec Yanshan PC, Сибур.

6. Полиэтилен. На российском рынке полиэтилена Нижнекамскнефтехим – новый игрок, установка мощностью 230 тыс. т. в год по выпуску линейного полиэтилена и полиэтилена высокой плотности запущена в эксплуатацию в феврале 2009 г. Доля компании в 2009 г. от общего российского объема производства полиэтилена составила 9%, в объеме производства полиэтилена высокой плотности – 18%.

7. Бутадиеновый каучук (СКД-Н) применяется в шинной, резинотехнической, асбестотехнической промышленности. Основными конкурентами по данному продукту на зарубежном рынке выступают Goodyear, Lanxess, Kumho.

8. Неонол относится к поверхностно-активным веществам, используемым в качестве основы при производстве различных синтетических моющих средств. Нижнекамскнефтехим является единственным производителем неонола в РФ и СНГ и одним из ведущих игроков на международном рынке этого продукта. Доля компании на мировом рынке оксиэтилированных нонилфенолов составляет 26%. Основными конкурентами являются Dow Chemical, Honam, Huntsman, Oxiteno.

9. МЭЛ (моноэтиленгликоль) используется для производства разнообразных антифризов.

Стратегическими задачами Нижнекамскнефтехима являются укрепление собственных позиций как производителя широкого спектра каучуков, а также повышение конкурентоспособности продукции. Компания стремится утвердить статус крупного игрока в области производства и продаж широкого спектра пластиков.

Основное преимущество Нижнекамскнефтехима – низкий уровень cash costs. По каучукам, экспортируемым в Китай, cash costs российских производителей составляют \$1630 за тонну против \$1730 у китайских производителей, по экспортируемым в Европу – \$1650 за тонну у российских производителей против \$1820 у европейских производителей.



Русский Международный Банк

Инвестиционные проекты

В феврале 2009 г. было запущено производство полиэтилена мощностью 230 тыс. т. в год. Завершена программа по модернизации производства этилена с доведением мощности до 600 тыс. т. в год. Компания также осуществляет строительство производства АБС-пластиков мощностью 60 тыс. т. в год. Срок реализации проекта – 2011 год.

Сравнительная оценка

В качестве аналогов мы выбрали крупнейшие нефтехимические компании, как с развитых, так и с развивающихся рынков. Проведенный сравнительный анализ свидетельствует о том, что акции российских нефтехимических компаний торгуются с существенным дисконтом по отношению как к компаниям с развитых, так и развивающихся рынков по мультипликаторам EV/EBITDA, и P/E.

Мы рекомендуем покупать акции Нижнекамскнефтехима с целевой стоимостью в 29 руб. за акцию и потенциалом роста 85%.

Нефтехимия. Международные аналоги

Компания		Капитализация, млн.\$	Чистый долг, млн.\$	EV, млн.\$	EV/EBITDA		P/E	
					2010	2011	2010	2011
Казаньоргсинтез	РФ	330	1 004	1 335	5.7	4.6	15.3	6.5
Нижнекамскнефтехим	РФ	757	393	1 150	2.9	3	4.4	4.3
Медианное значение по российским компаниям					4.3	3.8	9.85	5.4
Развитые рынки								
Dow Chemical Co/The	США	29 576	18 369	47 945	6.8	6	14.7	10.5
Lanxess AG	Германия	4 003	1 015	5 018	4.8	4.7	10.1	9.7
Westlake Chemical	США	1 849	227	2 076	5.8	6.1	14.4	15.4
Mitsubishi Chemical Holdings	Япония	7 453	12 793	20 246	5.4	5.2	11.8	10.9
Solvay	Бельгия	8 062	- 3 569	4 493	3.6	3.5	23.2	21
JSR	Япония	3 996	- 704	3 292	4.6	4.2	12.6	10.7
Медианное значение по развитым рынкам					5.17	4.95	14.47	13.03
Развивающиеся рынки								
Saudi Basic Industries	Саудовская Аравия	69 609	15 343	84 952	6.8	6	12.6	10.5
Formosa Plastics	Тайвань	13 404	- 148	13 256	21.5	20	15.1	13.6
Nan Ya Plastics	Тайвань	14 760	1 791	16 551	18.4	16.5	15	13.3
LG CHEM	Южная Корея	19 193	799	19 992	7	7.1	11.1	11
Yanbu National Petrochemical	Саудовская Аравия	5 581	3 729	9 310	12.1	9.3	12.6	9.1
Asia Polymer	Тайвань	248	- 73	175	5	5.1	8.2	9.2
Braskem	Бразилия	6 150	6 083	12 233	7	7.5	-	8.2
Saudi Kayan Petrochemical	Саудовская Аравия	6 781	5 606	12 387	9.8	14.4	-	24.1
Медианное значение по развивающимся рынкам					10.95	9.98	11.73	12.48
Дисконт к развитым рынкам, %					-16.8%	-23.2%	-31.9%	-58.6%
Дисконт к развивающимся рынкам, %					-60.7%	-61.9%	-16.0%	-56.7%

Источник: Bloomberg



Русский Международный Банк

УДОБРЕНИЯ

Характеристика отрасли

Производство минеральных удобрений является крупнейшей подотраслью химической промышленности. Это одна из наиболее прибыльных и финансово-устойчивых отраслей не только в химическом комплексе, но и в промышленности в целом. Продукция российских предприятий конкурентноспособна и пользуется постоянным спросом на внешнем и внутреннем рынках. На долю Российской Федерации приходится до 6-7% общемирового выпуска удобрений.

Российская промышленность производит практически все виды традиционных минеральных удобрений, пользующиеся спросом, как на внутреннем, так и на внешнем рынках. Значительную долю в производстве удобрений занимают сложные минеральные удобрения (такие, как аммофос, диаммофос, азофоска и т.п.), отличающиеся от одинарных тем, что содержат два или три питательных вещества. Преимущество сложных удобрений заключается в том, что их состав может меняться в зависимости от требований рынка.

Характеристика отрасли минеральных удобрений

Параметр	Калийные удобрения	Фосфатные удобрения	Азотные удобрения
Сырье	Калийные руды - хлорид калия	Фосфоритные руды – фосфорная кислота	Аммиак
Географическая доступность сырьевых ресурсов	Весьма ограничена	Ограничена	Легко доступна во многих странах (природный газ)
Стоимость новых мощностей	Около \$500 млн. на 1 млн. тонн КСl	Около \$45 млн. (производство фосфорной кислоты)	Около \$70 млн. (производство аммиака)
Страны производители	1. Канада	1. США	1. Китай
	2. Россия	2. Марокко	2. США
	3. Германия	3. Россия	3. Индия
	4. Беларусь	4. Китай	4. Россия
Основные импортеры	Хлорид калия	ДАФ	Аммиак
	1. США	1. Китай	1. США
	2. Бразилия	2. Пакистан	2. Индия
	3. Китай	3. Индия	3. Южная Корея
Доля экспортных сделок	82% (хлорид калия)	46% (ДАФ)	13% (аммиак)
	Характеристика рынка	Глобальный, единицы игроков	Региональный, десятки игроков

На сегодняшний день Россия занимает четвертое место по производству минеральных удобрений, опережая Китай, США и Индию, при этом отсутствует в числе лидирующих стран-экспортеров.



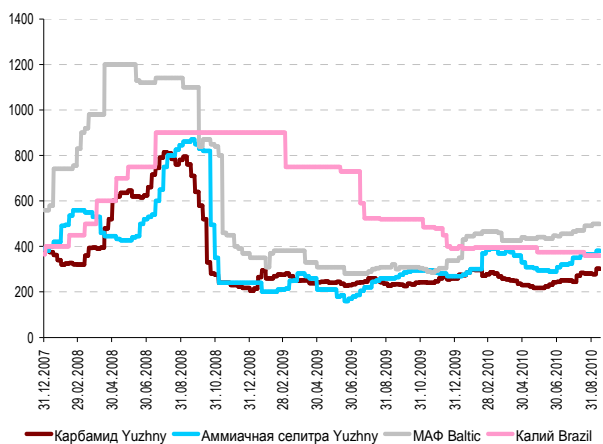
Крупнейшим поставщиком минеральных удобрений на мировой рынок является компания PotashCorp, за которой следует Mosaic. В десятку лидеров также входят Беларуськалий, OCP, Agrium, Israel Chemicals, Yara, Уралкалий, Сильвинит. Среди других крупных производителей - Sinochem (Китай), IFFCO (Индия), Еврохим (Россия), Фосагро (Россия), SAFCO (Саудовская Аравия), Egyptian Fertilizer Company (EFC), Arab Fertilizer and Chemicals Company (AFCCO) (Египет), Тольяттиазот (Россия), Черкассы (Украина) и Koch (США).

Российской отрасли производства минеральных удобрений характерна определенная специфика - высокая зависимость от ресурсов и как следствие размещение производства на доступном расстоянии от сырьевых источников.

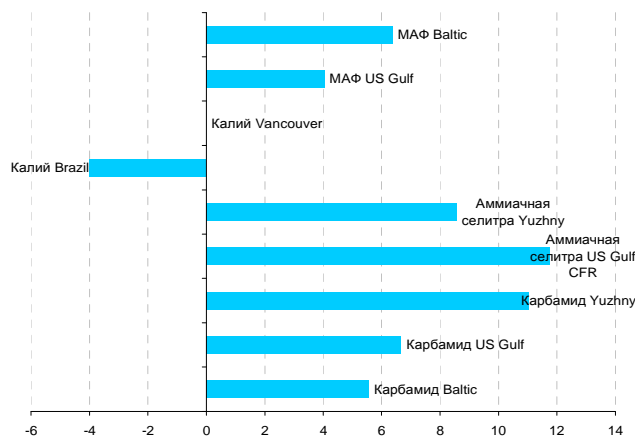
Сохраняющаяся фундаментальная привлекательность отрасли и рост цен на сельхозпродукцию привели и к росту цен на удобрения. Как обычно, первыми подорожали азотные удобрения. В частности, цены на гранулированный карбамид уже достигли максимумов этого года на отметке \$320/т. Калийный сегмент, скорее всего, откликнется позже, так как это контрактный рынок и для закрепления новых ценовых ориентиров требуется время.

Перспективы роста объемов калийного рынка также выглядят радужными: рост цен на сельхозпродукцию, с одной стороны, и низкий уровень питательных веществ в почве после двух лет недовнесения в сочетании с рекордной урожайностью – с другой, приведут к увеличению спроса на удобрения со стороны сельхозпроизводителей. Между тем складские запасы калийных удобрений у дистрибьюторов находятся на очень низких уровнях, и мы ожидаем их пополнения.

Динамика цен на удобрения, \$/т.



Изменение цен на удобрения за месяц, %



Консолидация отрасли

Последнее десятилетие основной тенденцией для отрасли стала консолидация – формирование крупных промышленных компаний и холдингов. К горизонтально интегрированному холдингу Акрон присоединились вертикально интегрированные компании. В их числе ФосАгро, сформированная на базе ОАО Апатит – крупнейшего в мире производителя апатитового концентрата и концентрированных фосфорсодержащих удобрений. Компания получила права на управление крупным производителем аммиака и азотных удобрений ОАО Череповецкий Азот. Также за этот период сформировалась минерально-химическая компания Еврохим. В нее вошли ОАО Ковдорский ГОК (второй по объему российский производитель апатитового концентрата), азотные предприятия, заводы, выпускающие фосфорсодержащие удобрения.



Русский Международный Банк

В июне 2010 года Дмитрий Рыболовлев продал контрольный пакет (53,2%) Уралкалия главе Нафта Москвы Сулейману Керимову совместно с Филаретом Гальчевым и Александром Несисом. Спустя всего два месяца после перехода Уралкалия под контроль консорциума во главе с Сулейманом Керимовым основные собственники Сильвинита уступили права управления компанией. Контроль над ним получили два других известных бизнесмена: президент компании Сибуглемет Анатолий Скуров и депутат Госдумы от Свердловской области, бывший владелец Первоуральского новотрубного завода Зелимхан Муцоев, считающиеся партнерами Керимова. По неофициальным данным, цель сделок - создание на базе двух компаний-конкурентов объединенного концерна, который станет сильным игроком на международном рынке и новым монополистом на внутреннем.

УРАЛКАЛИЙ

Описание компании

Уралкалий — вертикально-интегрированная компания, контролирующая всю производственную цепочку — от добычи калийной руды до поставок хлористого калия конечным потребителям. Компания основана в 1930 году, приватизирована в 1992 году.

Уралкалий - второй в России и шестой в мире производитель хлористого калия, занимает около 8,5% мирового рынка в 2009 году. Ключевые рынки сбыта: Бразилия, Индия, Китай, Юго-Восточная Азия, Россия, США и страны Европы.

Производственные мощности расположены в г. Березники (Пермский край) на территории Верхнекамского месторождения калийно-магниевых солей, занимающего второе место в мире по запасам руды.

Активы Компании включают два рудника и пять обогатительных фабрик (четыре производят хлористый калий, одна — карналлит), а также фабрику по производству хлорида натрия.

Общие запасы руды Компании составляют порядка 3,5 млрд. тонн.

Компания владеет лицензией на разработку нового Усть-Яйвинского участка Верхнекамского месторождения с запасами 1,3 млрд. тонн руды.

Уралкалий выпускает два основных вида продукции: стандартный хлористый калий и гранулированный хлористый калий (гранулят).

Основу бизнеса Уралкалия составляет производство калийных удобрений, которые используются для производства сложных удобрений (азотно-фосфорно-калийных) и для самостоятельного внесения в почву, а также применяются в некоторых областях промышленности. Компания добывает калийную руду на Верхнекамском месторождении калийно-магниевых солей на глубине примерно 400 м, а затем перерабатывает ее на обогатительных фабриках наземного комплекса. В добытой руде содержится порядка 25-35% хлористого калия. В результате процесса обогащения из минерального сырья, представляющего собой естественную смесь полезного компонента (хлористого калия) и других веществ (в основном, хлористого натрия и глинистых шламов) получается концентрат – конечный продукт, который более чем на 90% состоит из хлористого калия.

Производственный комплекс Уралкалия состоит из 4 рудоуправлений - БКПРУ, которые осуществляют добычу руды из шахт и ее переработку в готовую продукцию.

Уралкалий осуществляет разработку одного из самых крупных и лучших по своим показателям калийных месторождений в мире. Запасов месторождения, которые оцениваются в 3,8 млрд. тонн, хватит более чем на 350 лет активной разработки. Минеральный состав месторождения: сильвин, галит, карналлит. Добыча руды осуществляется из 3 шахт с глубины около 400 м.



Русский Международный Банк

Складское хозяйство имеет большое значение для калийных производств т.к. оптимизация логистики и защита продуктов от воздействия факторов окружающей среды являются ключевыми вопросами бизнеса. Общий объем складских помещений Уралкалия в Березниках составляет 120 тыс. тонн. Склады связаны с производством и отгрузкой системой ленточных конвейеров, полностью изолированных от воздействия внешней среды. Помещения изготовлены из специально обработанной древесины, выдерживающей жесткое эрозионное воздействие солевых растворов. Различные виды удобрений хранятся в изолированных отсеках.

В 2009 году производство Уралкалия снизилось в 1,8 раза, до 2,6 млн. тонн калия, чистая прибыль по МСФО сократилась в 2,4 раза, до 9,1 млрд. руб., выручка — в 1,9 раза, до 33,8 млрд. руб., скорректированная EBITDA — в 2,5 раза, до 16,4 млрд. руб.

Производственные активы

Компания реализует экспортную продукцию через Белорусскую калийную компанию (БКК) — мирового лидера на рынке экспорта калия. На экспорт приходится около 90% всей выручки компании.

ЗАО Белорусская калийная компания — поставщик продукции ОАО Уралкалий и РУП ПО Беларуськалий на зарубежные рынки и крупнейший мировой экспортер калийных удобрений. Уралкалий является владельцем 50% акций БКК.

БКК была создана на паритетных началах компаниями Уралкалий и Беларуськалий в 2005 году с целью оптимизации структуры экспортных поставок двух крупных производителей хлористого калия и обеспечения их лидирующих позиций в мировых экспортных продажах.

В 2008 году в состав акционеров БКК вошло объединение Белорусская железная дорога, выкупившее 5% акций БКК у Беларуськалия (доля Беларуськалия в БКК после этого снизилась с 50% до 45%).

В результате успешной работы в течение последних лет БКК удалось закрепить за собой лидерство на мировом калийном рынке. Сегодня БКК поставляет свою продукцию партнерам в 60 странах мира и обеспечивает более трети мирового экспорта калийных удобрений. На ключевых для Уралкалия рынках стран БРИК (Бразилия, Россия, Индия, Китай) БКК имеет лидирующие позиции.

Уралкалий является собственником Балтийского балкерного терминала (ББТ) современного морского портового терминала в Санкт-Петербурге, специально предназначенного для погрузки-разгрузки минеральных удобрений.

Строительство этого комплекса было полностью завершено в 2004 году. Сейчас он способен обеспечить скорость погрузки 3000 т. в час и считается одним из лучших терминалов для удобрений в мире. С точки зрения географического расположения, порт Санкт-Петербург, находящийся на расстоянии примерно 2000 км от Березников, является самым близким морским портом, имеющим железнодорожное сообщение с производственным комплексом Уралкалия.

Мощность перевалки ББТ составляет 6,2 млн. т., избыток мощностей используется для перевалки азотно-фосфорных удобрений других российских производителей. Имеющийся резерв мощности сможет обеспечить будущую потребность Уралкалия в перевалке продукции с учетом реализации программы расширения мощностей.

Финансовые показатели

Компания генерирует значительные свободные положительные денежные потоки и уделяет этому большое внимание. Благодаря этому ей удается самостоятельно финансировать капитальные затраты на введение новых мощностей и ремонт и обслуживание существующих рудников и фабрик. Как ожидается, Уралкалий будет генерировать такие значительные свободные денежные потоки в течение последующих пяти лет, при этом компания планирует возвращать большую часть денежных средств акционерам, а также строить на них дополнительные мощности по разумной цене в краткосрочной и долгосрочной перспективе. У компании хорошо продуманная программа модернизации и ввода новых мощностей, при этом затраты на их увеличение будут низкими.



Русский Международный Банк

Благодаря все тем же высоким свободным денежным потокам, Уралкалий может позволить себе направлять значительные средства на выплату дивидендов. Компания всегда славилась щедростью к миноритариям, т.к. направляла в среднем более 50% от чистой прибыли на выплату дивидендов. Это характеризует компанию с хорошей стороны, так как помимо генерации свободных денежных потоков инвесторам важно, какая их часть пойдет акционерам. Высокие дивидендные выплаты являются одним из поддерживающих факторов для Уралкалия. В 2008 году на фоне рекордных результатов (рост чистой прибыли составил 173%) Уралкалий направил на дивиденды меньше, чем обычно – 38% от чистой прибыли, однако при этом миноритарии получили больше в пересчете на 1 акцию. В 2009 году в связи с кризисом в калийной отрасли Уралкалий также сократил выплаты дивидендов – до 25% от чистой прибыли.

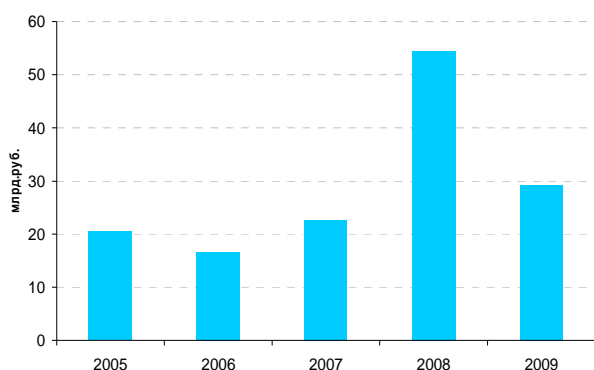
Тем не менее, ожидая, что калийная отрасль восстановится в 2010 году, Уралкалий, вероятно, направит на дивиденды традиционно более 50% от чистой прибыли, так как выплаты акционерам являются основой стратегии компании.

У Уралкалия очень низкая долговая нагрузка: соотношение чистого долга к EBITDA составляет всего 0,6 (2009 г.) В структуре капитала долг занимает всего 4,3%. Несмотря на то, что большинство банковских займов компании привлечены в долларах США, платежи по ним невелики, что выгодно отличает Уралкалий от других компаний, которые должны изымать значительные денежные средства из оборота на погашение кредитов. В целом, совокупный финансовый долг у Уралкалия невелик – на 2009 г. – 14 млрд. руб. При этом краткосрочные кредиты занимают всего 40%.

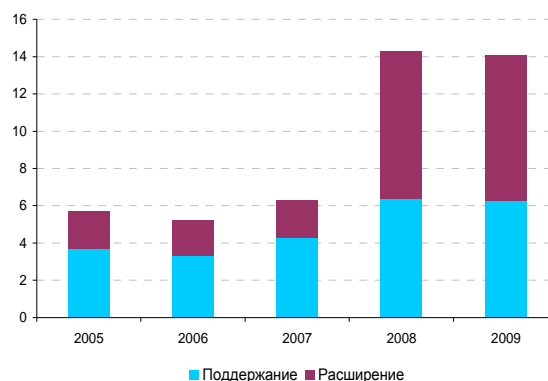
	2005	2006	2007	2008	2009
Совокупный фин.долг	3 977	11 595	11 065	14 798	14 015
Доля краткосрочного портфеля	31%	69%	42%	31%	40%

Уралкалий является высокорентабельной компанией, что дает ей определенные преимущества перед конкурентами. К примеру, компания может довольно безболезненно для бизнеса снижать цену на свою продукцию. Это особенно актуально в свете недавних заявлений Президента России Дмитрия Медведева, который в очередной раз заявил, что Уралкалий и Сильвинит завышают отпускные цены для производителей сложных минеральных удобрений. Тем не менее, стоит отметить, что по соглашению с ФАС и Правительством, Уралкалий установил для таких производителей до 31 декабря 2010 года цены в размере 4300 рублей за тонну. Соответственно, пока о пересмотре цен речи не идет, так как соглашение уже давно в силе. Но учитывая возможные инсинуации производителей сложных удобрений, можно ожидать, что ФАС в очередной раз заставит Уралкалий и Сильвинит снизить цены.

Чистая выручка

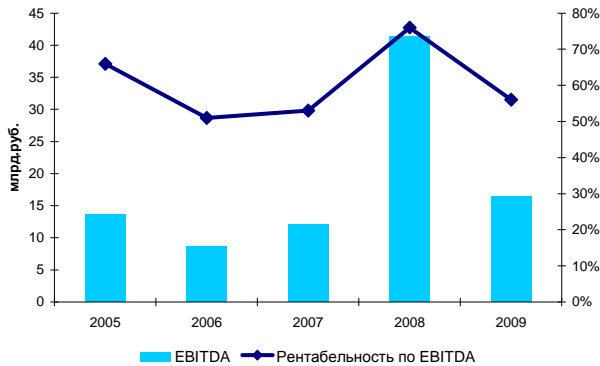


Капитальные затраты





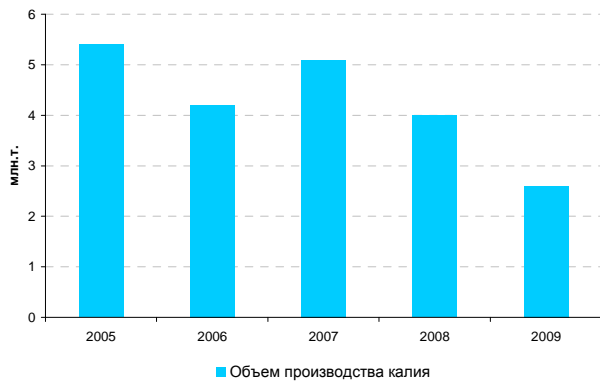
ЕБИТДА и рентабельность



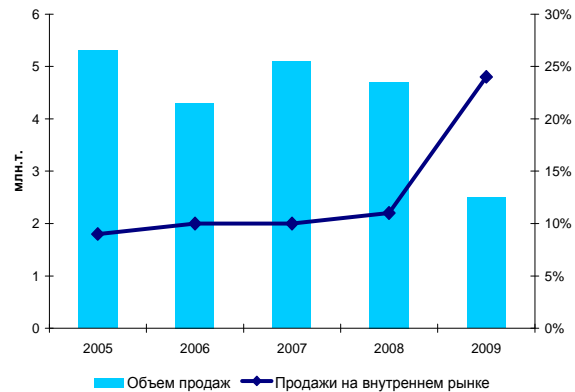
Себестоимость реализованной продукции



Объем производства калия



Объем продаж калия



Объединенная компания

Мы считаем, что если произойдет слияние Уралкалия и Сильвинита – вероятно, что это будет на базе Уралкалия, как более четко структурированной компании, - то новая объединенная компания имеет все шансы стать лидером на мировом рынке калийных сегментов.

Не исключено, что новый владелец начнет координировать экспорт обеих компаний еще до их формального объединения. Консолидация российского калийного сектора и сильный рост мировых цен на сельскохозяйственную продукцию за последние два месяца с высокой вероятностью приведут к росту цен на калий. Цены на калий с начала года оставались неизменными, и мы ожидаем их роста уже в 4-м квартале на фоне начала осенней посевной и роста цен на фосфорные и азотные удобрения. Мы считаем, что потенциал роста котировок акций Уралкалия составляет 55%, потенциал роста цен обыкновенных и привилегированных акций Сильвинита - 25%.

Мы полагаем, что объединенная компания будет торговаться с теми же или более высокими мультипликаторами, чем Уралкалий, отражая более высокую ликвидность и укрепление рыночных позиций. Мы ожидаем, что капитализация новой компании окажется приблизительно на 20% выше суммы рыночных стоимостей Уралкалия и Сильвинита. Потенциал роста еще выше, если учесть недавнюю переоценку сектора в результате предложения ВНР о покупке Potash Corp. Если предложить, что будущий российский гигант будет торговаться с 15%-ным дисконтом к текущим мультипликаторам Potash Corp, то разница между капитализацией новой компании и сегодняшней объединенной стоимостью Уралкалия и Сильвинита достигнет 50%.



Русский Международный Банк

На 2009 год показатели компаний были следующими, а если мы сложим результаты Уралкалия и Сильвинита, то получим:

	Выручка, млн.руб.	Производство, млн.т.
Уралкалий	33 809	2.6
Сильвинит	33 994	3.5
Объединенная компания	67 803	6.1

Новая объединенная компания будет контролировать более 20% производства калия в мире. Согласно прогнозам в 2010 году, доля Уралкалия на рынке калийных удобрений будет около 10%, доля Сильвинита – 12%.

2009 год характеризовался для всей калийной отрасли как кризисный. Из-за снижения спроса на удобрения, компании по всему миру вынуждены были сокращать производство, что привело к снижению выручки. Соответственно, увеличилась и доля себестоимости в выручке. Тем не менее, в дальнейшем при наращивании объемов производства российские компании смогут снизить долю себестоимости до 15%.

2009 г.	Уралкалий	Сильвинит	Объединенная компания
Выручка, млн. руб.	33 809	33 994	67 803
Себестоимость, млн. руб.	8 878	8 691	17 569
Доля себестоимости в выручке, %	26%	26%	26%
Валовая прибыль	24 931	25 303	50 234
Маржа, %	74%	74%	74%

Предпосылки для слияния

- Сулейман Керимов стал акционером двух компаний, выкупив доли у Дмитрия Рыболовлева, бывшего генерального директора Уралкалия. По сообщениям СМИ, сейчас Керимову принадлежат 25% Уралкалия и 20% Сильвинита. При этом существует мнение, что Керимов через близких ему людей контролирует еще 44% Сильвинита, а в Уралкалии через Филарета Гальчева и Александра Несиса – еще 28,2%.
- Сильвинит продал свою долю (32%) в Международной калийной компании (МКК), которая в течение 18 лет была его экспортным трейдером. Очевидно, что это произошло не просто так. МКК был создан одновременно с акционированием в 1992 году самого Сильвинита. Изначально доли в МКК получили также Уралкалий и Беларуськалий. Но они в 2005 году создали собственного эксклюзивного трейдера Белорусскую калийную компанию. Вероятнее всего, что Сулейман Керимов постепенно идет к объединению компаний и перереводит их на единый экспортный поток.
- Слияние компаний, по сути, одобрено «на верхах». Подтверждение этому – недавнее заявление вице-премьера Игоря Сечина о том, что он поддерживает объединение компаний.



Русский Международный Банк

АКРОН

Описание компании

Холдинг Акрон – один из крупнейших в России производителей аммиака, азотных и комплексных минеральных удобрений. Головное предприятие группы - ОАО Акрон (Россия, г. Великий Новгород). Кроме него в группу входят два средних по размеру производителя - ОАО Дорогобуж (Россия, Смоленская обл.) и Акционерная компания Хунжи - Акрон (Китай, провинция Шаньдун). В 2009 году общий объем производства аммиака Группой составил 1682 тыс. т., минеральных удобрений (в натуральном весе) – 4324 тыс. т. Продукция Холдинга Акрон реализуется более чем в 50 странах мира. При этом, большая часть - на рынках России, Китая, Южной Америки и Азии.

Акрон владеет развитой транспортно-логистической инфраструктурой, которая включает три перевалочных терминала в балтийских портах - в Калининграде (Россия), Силламяэ и Таллине (Эстония), и парком собственных железнодорожных вагонов. Группа также владеет сбытовыми сетями в России и Китае.

В структуре поставок 30% приходится на Россию, 13% - на Китай (производства Хунжи – Акрон), и 57% - на экспортные поставки, включая поставки российских заводов в Китай. В структуре выручки более ½ занимают комплексные удобрения (NPK), примерно ¼ - азотные удобрения, остальное – выручка от реализации аммиака, продуктов органического синтеза и продукции неорганической химии.

За период 2005-2009 гг. максимальная выручка составила \$1734 млн. и пришлась на 2008 год, минимальная – \$804 млн. (2005 г.), средний темп роста выручки составил 14%. Максимальная EBITDA за тот же период составила \$703 млн. (2008 г.), минимальная – \$171 млн. (2006 г.), средний темп роста – 30%. Максимальная чистая прибыль за период 2005-2009 гг. в объеме \$398 млн. была получена в 2008 г., минимальная – \$91 млн. в 2006 г., средний темп роста 36%. Средний уровень рентабельности EBITDA за указанный период составил 27%, чистой рентабельности – 16%.

Основным направлением инвестиций Холдинга Акрон является развитие собственной минерально-сырьевой базы и усиление вертикальной интеграции. Ключевым инвестиционным проектом является освоение месторождения апатит-нефелиновых руд "Олений ручей" в Мурманской области. Согласно лицензионному соглашению, в 2013 г. должна быть введена первая очередь месторождения и обогатительной фабрики, в 2018 г. – вторая очередь. Проектная мощность месторождения составляет 2 млн. т./год апатитового концентрата. При том, что средняя ежегодная потребность группы в фосфатном сырье составляет 1,17 млн. т., выход месторождения на проектную мощность позволит не только полностью обеспечить собственные потребности в фосфорном сырье, но и продавать его на сторону. Согласно планам компании, этот проект потребует инвестиций в объеме \$306 млн. за период с 2009 по 2014 г.г.

Контролирующим акционером Акрона через ряд оффшорных компаний является Вячеслав Кантор с долей 71,45% УК. Кроме того, дочерняя компания Холдинга Акрон – Дорогобуж – владеет 8,7% акций материнской компании. В мае 2010 г. Акрон объявил о начале ликвидации перекрестного владения акциями с Дорогобужем. В результате принятой Акронем схемы корпоративных действий, в 2010 г. должны быть погашены казначейские акции Акрона, находящиеся на балансе Дорогобужа, в объеме 2% УК Арона. Дальнейшая раскольцовка структуры владения будет происходить, вероятно, в 2011 г.

Дивидендная политика, принятая Акронем в 2007 г., соответствует лучшим стандартам и предусматривает выплату в виде дивидендов не менее 30% чистой прибыли по РСБУ без учета эффекта от переоценки финансовых вложений.

Суммарный финансовый долг Акрона на конец 2009 г. по МСФО составляет 32,3 млрд. руб., чистый долг равен 24,8 млрд. руб. Уровень долговой нагрузки является высоким, но не критически высоким – ND/EBITDA = 3,7. Холдинг имеет кредитный рейтинг уровня В+ от агентства Fitch, присвоенный в октябре 2009 г.



Выручка в 2009 году по видам продукции

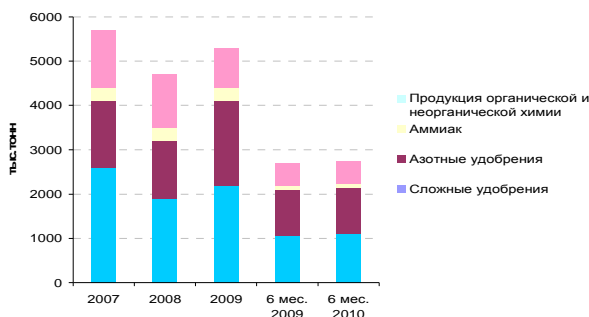


Выручка в 2009 году по регионам

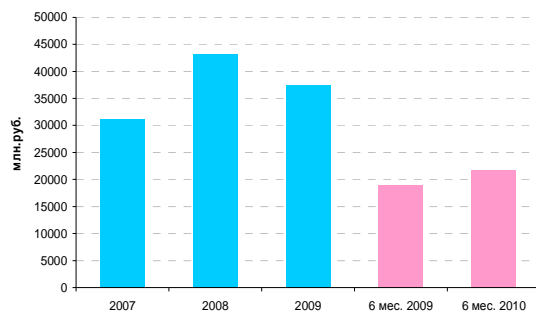


Источник: Данные компании

Объемы поставок

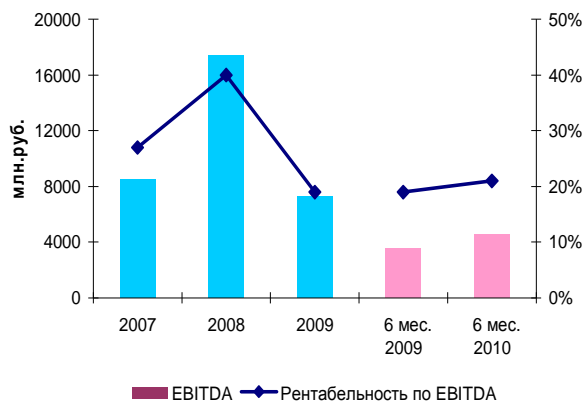


Выручка

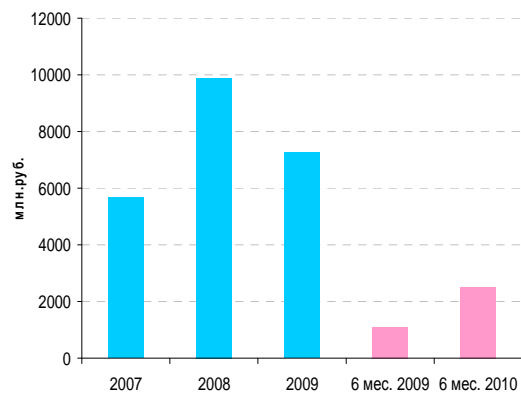


Источник: Данные компании, отчетность по МСФО

ЕВИТДА



Чистая прибыль





Русский Международный Банк

Рынок акций

С начала апреля акции Акрона сильно подешевели. Первоначальным толчком к этому послужил сезонный спад на рынках минеральных удобрений, к которому затем добавилась общерыночная коррекция. Результатом стала отстающая динамика акций Акрона относительно рынка в целом, что привело к снижению котировок. Мы полагаем, что наблюдаемое сезонное восстановление мирового спроса на удобрения, перспективы его дальнейшего роста на фоне плохого урожая зерновых (из-за неблагоприятных погодных условий) и общая стабилизация фондовых рынков должны способствовать восстановлению котировок акций Акрона.

На сегодняшний день акции компании торгуются с прогнозными коэффициентами EV/EBITDA на 2010 и 2011 гг. в 5,7 и 5,1 соответственно, что предполагает дисконт в 60-65% к зарубежным компаниям отрасли. Дисконт к акциям Yara, ближайшего аналога Акрона, с точки зрения прогнозного EV/EBITDA на 2011 г. составляет 57-59%.

Мы полагаем, что акции Акрона имеют существенный потенциал роста. Наша прогнозная цена составляет 1300 рублей, что на 45% превышает текущий уровень.

Факторы роста в краткосрочной перспективе

Помимо сезонного роста спроса на удобрения, традиционно наблюдаемого осенью, в этом году дополнительную поддержку производителям удобрений должно оказать введение в России запрета на экспорт зерновых (с 15 августа по 31 декабря) в связи с вызванным засухой неурожаем. Объявление данного решения уже привело к росту цен на зерно и, скорее всего, будет способствовать их дальнейшему росту в ближайшие месяцы. Рост цен наверняка подтолкнет сельхозпроизводителей к увеличению посевных площадей и принятию мер для повышения урожайности, что, в свою очередь, будет способствовать повышению спроса, а значит, и цен на удобрения. Мы полагаем, что в первую очередь от этого выиграют производители азотных удобрений, спрос на которые, как правило, быстрее реагирует на изменение рыночной ситуации.

Также стоит отметить, что рост спроса на минудобрения будет происходить на фоне повышения цен на газ для украинских производителей (если недавнее решение украинского правительства о повышении внутренних цен на газ для промышленных потребителей затронет производителей минудобрений), что поднимет нижний уровень цен на азотные удобрения.

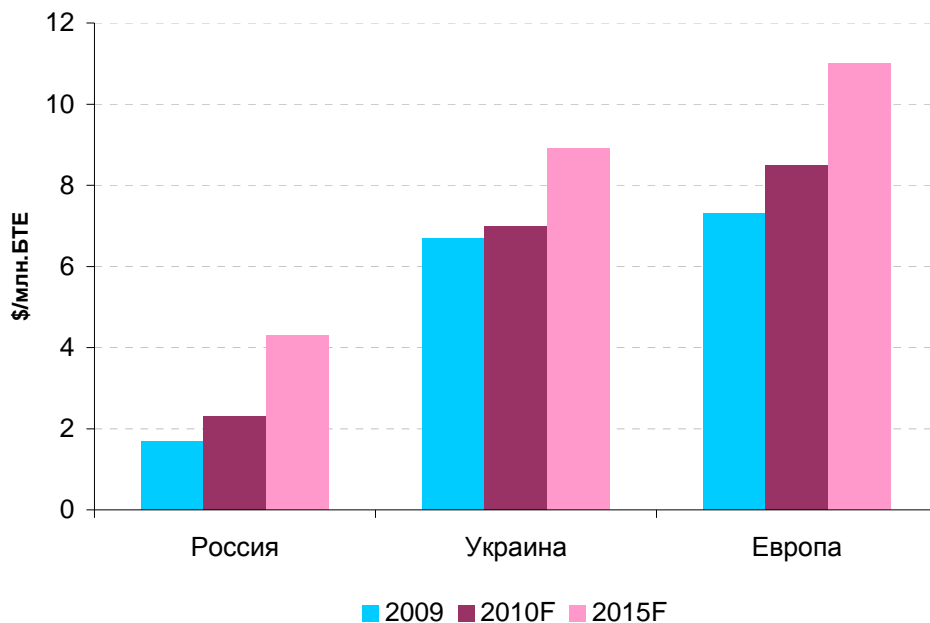
Конкурентоспособность в долгосрочной перспективе

На наш взгляд, Акрон сохранит ряд имеющихся у него преимуществ, благодаря чему его рентабельность вряд ли опустится ниже исторических минимумов, позволив компании сохранить конкурентоспособность на мировом рынке.

- В ближайшие годы себестоимость российских производителей азотных удобрений будет оставаться ниже, чем у их украинских аналогов, что в определенной мере обеспечит защиту в условиях возможного падения спроса.
- Кроме того, Акрон – один из самых эффективных российских производителей, а российские предприятия отличаются сравнительно выгодным географическим расположением. Это означает, что в России существует дополнительный резерв мощностей потенциально маргинальных производителей, испытывающих гораздо большие трудности, чем Акрон, который продолжает работать над повышением эффективности. Мы также полагаем, что правительство, скорее всего, поддержит российских производителей удобрений, если неблагоприятные события на внешнем рынке приведут к значительному снижению их рентабельности.
- Положение второго по величине в мире производителя NPK-удобрений позволяет Акрону получать дополнительную маржу.
- Сравнительно большая доля поставок Акрона приходится на внутренний рынок, который хотя и не способен «переварить» весь объем выпускаемой компанией продукции, обеспечивает более стабильный уровень цен и рентабельности.
- Благодаря повышению вертикальной интеграции производства (разработка фосфатного месторождения) и логистики (собственные терминалы и подвижной состав) Акрон способен, на наш взгляд, справиться с внешними потрясениями.



Сравнение цен на газ для российских, украинских и европейских производителей азотных удобрений



Источник: Fertecor

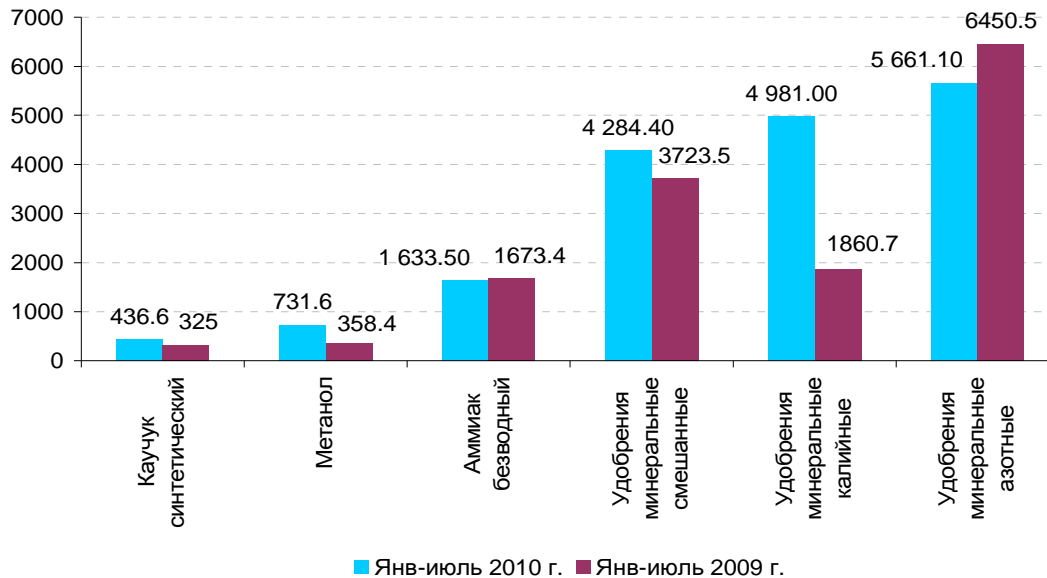
Финансовые вложения

Финансовые вложения остаются значительным источником стоимости Акрона. В частности, принадлежащие компании обыкновенные акции Сильвинита (8,1%) позволяют Акрону косвенно выиграть от уверенного восстановления рынков калийных удобрений, а также от потенциального слияния Уралкалия и Сильвинита. Акрон также владеет (через 51%-ю дочернюю компанию) 10,3% обыкновенных акций Апатита (дочерняя компания Фосагро). Продажа Акроном 21% акций газодобывающей компании Сибнефтегаз в 2009 г. более чем за \$130 млн., на наш взгляд, является хорошим примером способности компании выгодно монетизировать свои финансовые вложения.



ПРИЛОЖЕНИЕ

Экспорт России химикатов, тыс.тонн



Источник: Федеральная Таможенная Служба

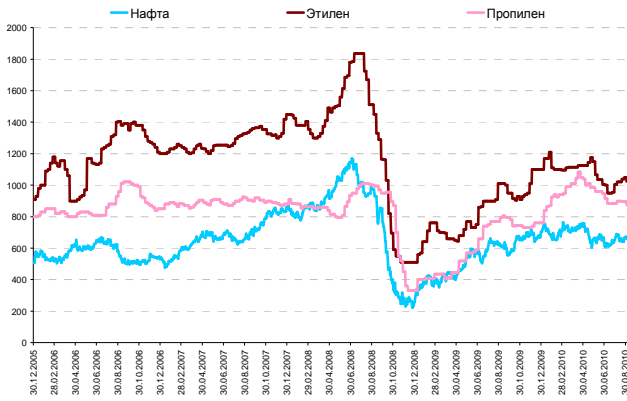
Производство минеральных удобрений, в пересчете на 100% питательных веществ, тыс. тонн

Компания	Янв-Май 2010	Янв-Май 2009	Изм.
Сильвинит	2100	1000	110.0%
Аммофос	1100	1019	7.9%
Азот Кемерово	254	241	5.4%
Акрон	402	393	2.3%
Азот Невинномысск	411	379	8.4%
Азот Березники	278	288	-3.5%
Азот Череповец	164	204	-19.6%
Азот Новомосковск	358	358	0.0%
Куйбышевазот	180	185	-2.7%
Кирово-Чепецкий химический комбинат	273	246	11.0%
Минудобрения Россошь	826	809	2.1%
Апатит	1374	1111	23.7%
Минудобрения Пермь	132	127	3.9%
Уралкалий	2020	918	120.0%
Дорогобуж	256	243	5.3%

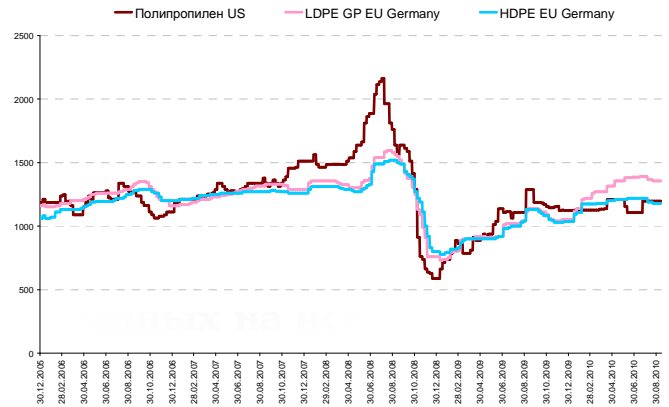
Источник: Росстат, Прайм-Тасс



Динамика цен на продукты нефтепереработки

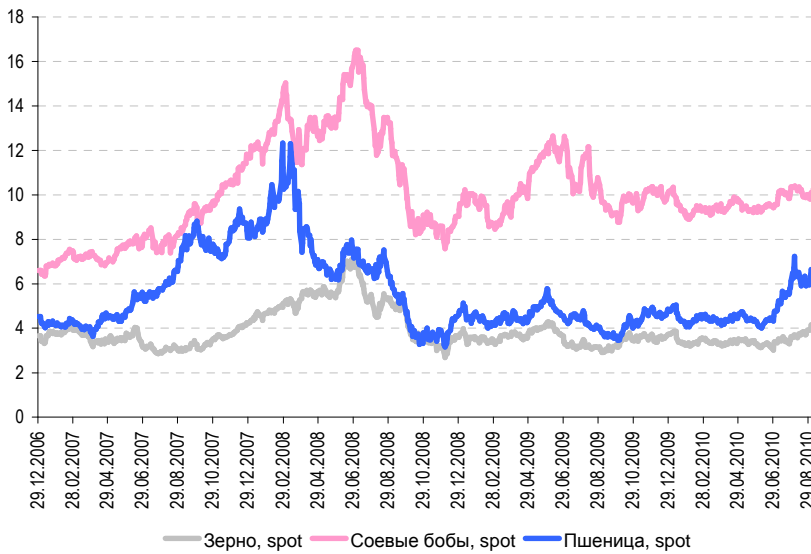


Динамика цен на полимеры



Источник: Bloomberg

Динамика цен на сельскохозяйственные товары, \$



Источник: Bloomberg



Русский Международный Банк

Динамика котировок акций

Компания	1 день	1 неделя	1 месяц	3 месяца	1 год
ARAB POTASH	-1.14	2.52	8.46	9.84	4.85
ISRAEL CHEMI-ADR	-0.67	2.77	3.57	18.23	16.17
AGRIUM INC	-1.22	-2.32	8.08	36.81	33.54
POTASH CORP SAS	-0.88	-2.22	31.19	44.49	56.22
MOSAIC CO/THE	-2.09	-3.49	12.63	27.21	11.46
INTREPID POTASH	1.84	0.67	6.39	14.00	4.94
K+S AG	-1.28	-1.16	0.32	6.45	12.13
URALKALI	-1.32	-1.79	3.44	21.36	23.86
SILVINIT	-0.62	-1.49	1.39	2.56	17.72
ACRON	0.01	-2.01	-0.14	11.24	12.71
CF INDUSTRIES HO	-1.08	1.13	15.03	49.21	9.08
YARA INTL-ADR	0.80	5.46	14.49	46.56	27.37
DOROGOBUZH	-0.25	2.31	6.20	-1.41	18.44
AMMOFOS-BRD	0.00	2.80	2.80	2.12	11.74
APATIT-\$ BOARD	0.00	-4.39	-7.58	-12.86	15.09
AZOT KEMEROVO	1.51	0.21	6.84	16.02	48.23
STIROL CONCERN	-1.41	-8.00	-0.02	27.66	143.37

Источник: Bloomberg

Удобрения. Международные аналоги.

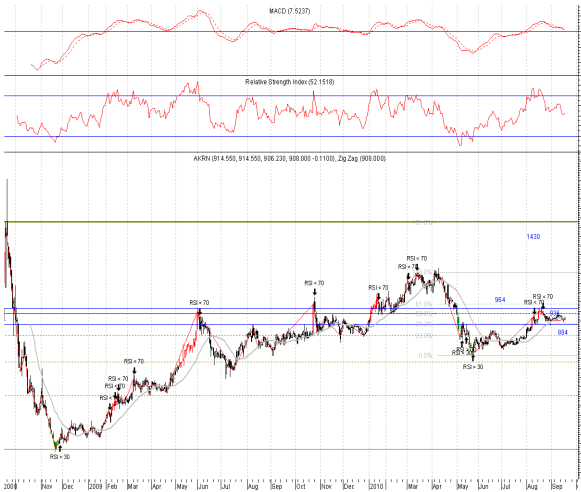
Компания	Цена, \$	Кап-ция, млн.\$	EV, млн.\$	P/E				EV/EBITDA				EV/Sales			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
PotashCorp	111.4	33 036	36 386	9.5	33.4	20.1	15.3	8.1	32.3	13.3	10.6	3.9	9.1	6.4	5.4
Israel Chemicals	12.7	16 026	16 768	8	20.8	15.6	13	6.4	13.6	11.2	9.7	2.4	3.7	3.1	2.8
Mosaic	50.4	22 444	21 291	9.5	27.1	14	12.7	6.7	12.4	8	7.3	2.1	3.1	2.6	2.5
Agrium	66.2	10 424	11 436	7.9	28.5	14.4	11.9	4.8	11.4	8.8	7.4	1.1	1.3	1.1	1.1
K+S	56.8	10 872	11 445	8.5	80.9	18.5	13	5.3	17.8	9.3	7.5	1.6	2.3	1.8	1.7
Yara	40.6	11 831	14 081	8	19.6	13.9	11.9	5.5	23.8	7.9	8.3	0.9	1.4	1.3	1.2
Arab Potash	46.6	3 881	3 750	8.8	20.9	17.3	11.1	7	12.9	11.7	8.5	4	6.8	5.5	4.2
Среднее значение по международным компаниям				8.6	33.0	16.3	12.7	6.3	17.7	10.0	8.5	2.3	4.0	3.1	2.7
Сильвинит	626	5 918	7 410	8.3	17.8	16.2	10.3	5	11	10.2	8.2	3.3	6.9	5.6	4.5
Акрон	28.8	1 248	1 504	3.1	5.4	5.7	5.1	2.1	7	4.6	3.7	0.9	1.3	1	0.8
Дорогобуж	0.5	425	487	3.6	8.4	9	5.2	3.2	6.9	6.5	4.2	1.2	1.5	1.4	1.1
Уралкалий	4.5	9 602	9 873	10.9	33.4	19.5	16.2	5.9	19	13.2	11.1	3.9	9.2	6.1	5.3
Апатит	324.5	2 303	2 214	7.1	9.1	9.4	11.5	4.7	10.4	7.4	6.5	2.1	2.5	1.5	1.3
Среднее значение по российским компаниям				6.6	14.8	12.0	9.7	4.2	10.9	8.4	6.7	2.3	4.3	3.1	2.6
SAFCO	36.9	9 234	8 602	8.1	19.2	13.7	13.3	7.1	16.5	12.9	11.7	6.2	11.8	9.8	8.8
OCI	271.3	6 209	6 515	21.1	20.4	15.3	13.2	10.4	11.9	9	7.6	3.3	3.9	3.1	2.7

Источник: Bloomberg



Технический анализ

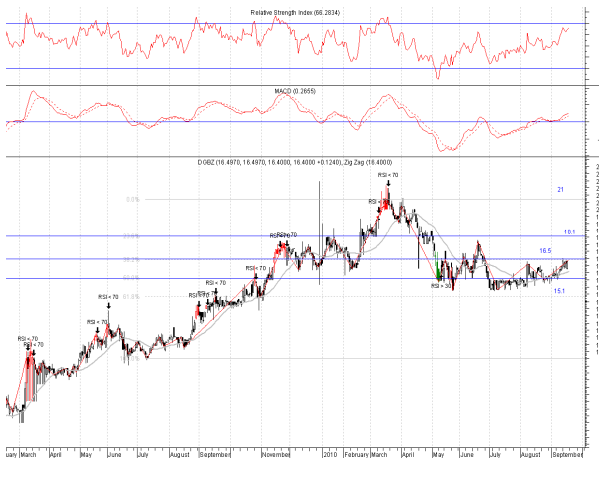
Акрон



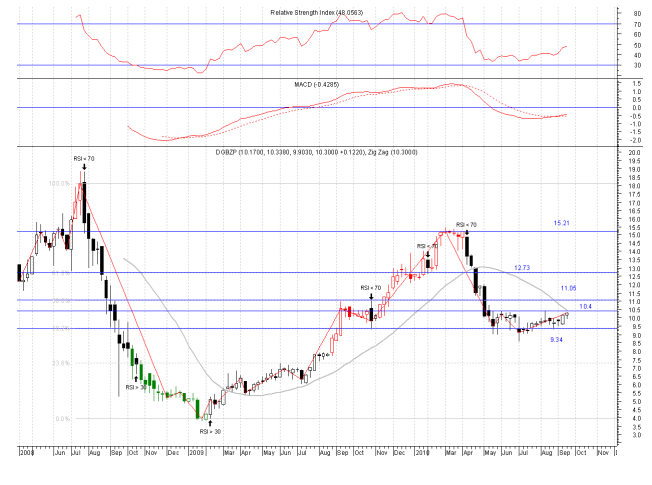
Азот Кемерово



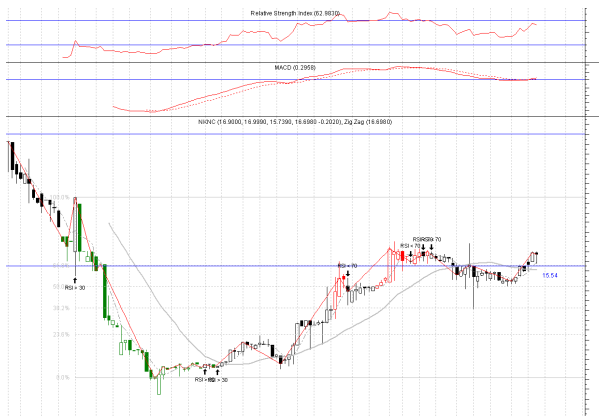
Дорогобуж АО



Дорогобуж ап weekly



НКНХ weekly

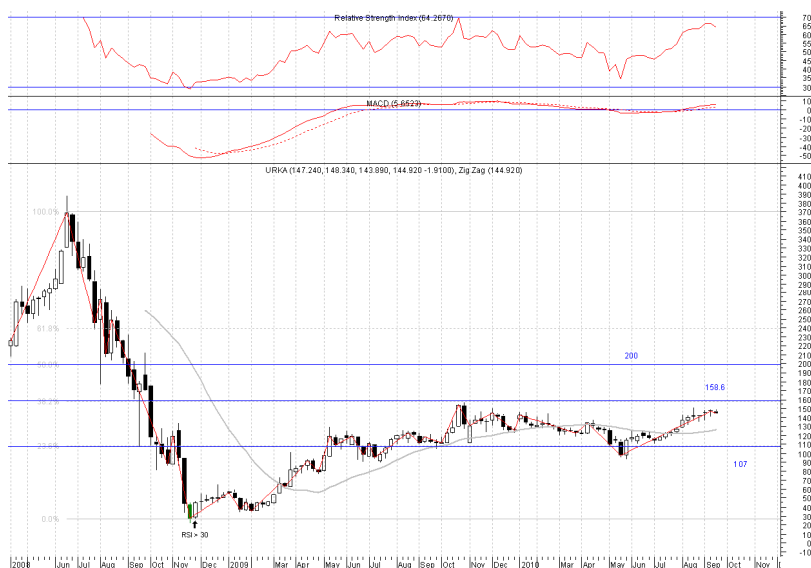


Сильвинит





Уралкалий weekly





Русский Международный Банк

Департамент операций на финансовых рынках

Отчет подготовил:

Ольга Црнобрня Tsrnobrnja@rmb.ru 782-03-66 / 367

Отдел брокерского обслуживания клиентов:

Полина Вайнер Vainer@rmb.ru 782-03-66 / 342

Таймураз Гагкаев Gagkaev@rmb.ru 782-03-66 / 480

Игнатьева Яна Ignatyeva@rmb.ru 782-03-66 / 366

В обзоре может быть использована информация из следующих источников: ММВБ, РТС, ЦБР, Cbonds, Федеральная служба статистики, РБК, Bloomberg, а также российские и зарубежные открытые новостные источники.

Настоящий аналитический обзор представлен Вашему вниманию для ознакомительных целей. В обзоре использованы данные относительно стоимости ценных бумаг российских и зарубежных эмитентов, состояния товарно-денежных рынков, рассматриваемые Банком как надежные. Однако Банк не может гарантировать их достоверности и не несет ответственности за их содержание, полноту и точность представленной информации.

Приводимые оценки и прогнозы являются мнением аналитиков Банка и не могут служить прямым или косвенным основанием или побуждением для покупки/продажи ценных бумаг. Информация аналитического обзора актуальна только на время публикации обзора для открытого доступа и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления его получателей. Банк предупреждает о том, что деятельность на рынке ценных бумаг сопряжена с рисками, обусловленными внешними обстоятельствами. Банк не несет ответственности за ущерб или финансовые потери, связанные с использованием информации и оценок, приводимых в настоящем обзоре.

Обращаем Ваше внимание, что представленный аналитический обзор предназначен для использования, прежде всего, на территории Российской Федерации. Резиденты-получатели обзора из других стран могут воспользоваться обзором лишь после того, как получат юридическое подтверждение о том, что подобное использование соответствует местному законодательству.

Аналитический обзор является собственностью Банка. Копирование и распространение приводимой информации возможно лишь с письменного согласия Банка.

КБ «РМБ» ЗАО (с) 2010.