

Магнитогорский меткомбинат

Ноябрь, 1

Equity Research

Пересмотр обновленных данных

Тикер	MAGN
Текущая цена	\$1.26
Целевая цена	\$1.40
Рекоменд-я	Покупать
Потенциал роста	11.1%

52 нед. max	1.28
53 нед. min	0.75
Капитализация	\$14 708 млн
EV	\$ 13 675 млн
Free float	12%



Анастасия Жданова
azhdanova@msk.bcs.ru
Олег Петропавловский
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru
+7 495 785 53 36

	2005	2006	2007 E	2008 E	2009 E
Выручка	6 424	8 389	9 410	9 809	6 424
EBITDA	1 953	2 715	3 149	3 471	1 953
Чистая прибыль	1 444	1 927	2 275	2 534	1 444
EPS	.124	.165	.195	.217	.124
DPS, com share	0.08	0.09	0.04	0.05	0.05
Dividend yield	16%	13%	4%	-	-
EBITDA margin	28%	30%	32%	33%	35%
Net margin	18%	22%	23%	24%	26%
EV /SALES	2.8	2.3	2.0	1.7	1.7
EV /EBITDA	9.9	7.6	6.0	5.2	4.7
P/E	15.6	10.2	7.6	6.5	5.8

Настоящий отчет подготовлен компанией «Брокеркредитсервис». Инвесторы при принятии решения о покупке или продаже акций, упомянутых в этом отчете, не должны опираться исключительно на данные и мнения, высказанные в настоящем отчете.

Инвестиционное заключение

Мы пересмотрели перспективы ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» в связи с наблюдаемым ростом цен на сырье и металлопродукцию. Наша прогнозная цена акций ММК, согласно модели DCF повышена на 22.8% и составляет \$1.40 за акцию, что на 11.1% выше текущей цены \$1.26/акцию и предполагает рекомендацию «ПОКУПАТЬ». Мы также оцениваем дополнительную стоимость, которую создают компании планируемые в среднесрочной перспективе к запуску проекты в Турции, США и России, хотя на данном этапе и не включаем ее в целевую цену.

Магнитогорский металлургический комбинат (ММК) на данный момент является крупнейшим предприятием сталелитейной отрасли РФ. Сейчас компания не имеет зарубежных филиалов, ее основные активы сосредоточены в Челябинской области. Компания занимает второе место в России по производству стали и металлопроката после Евраз, что является одним из ее конкурентных преимуществ, т. к. за счет крупных объемов выпуска продукция ММК известна по всей стране, а товарный знак компании является гарантией качества для потребителей.

Основной причиной повышения инвестиционной привлекательности компаний черной металлургии, в том числе ММК, являются сложившиеся на рынке в данный момент высокие цены на металлопродукцию. Мы пересмотрели наши прогнозные цены на основные виды сырья, используемого в черной металлургии (железная руда и коксующийся уголь), что явилось причиной для обновления наших прогнозных цен на различные виды металлопроката.

Вторым фактором инвестиционной привлекательности компании стало ее форсированное развитие в этом году. С начала года было объявлено о развитии бизнеса ММК сразу в нескольких направлениях:

- запуск производства новых видов продукции с высокой добавленной стоимостью (широкий лист для труб большого диаметра);
- увеличение имеющихся производственных мощностей за счет роста инвестиционной программы;
- развитие сырьевого сегмента (покупка долей в железорудном и угольном активах);
- расширение географии производства – строительство заводов за рубежом (Турция, США).

Основным риском для компании является отличающая ее от большинства российских металлургических холдингов необеспеченность собственным сырьем, которая при растущих ценах на ресурсы может привести к потере ММК своих конкурентных преимуществ. Стоит учесть, что в последние годы именно высокие цены на железную руду и коксующийся уголь сподвигли менеджмент компании к поиску решения данной проблемы – приобретению лицензий на месторождения и долей в горнодобывающих компаниях. В то же время мы считаем, что рост цен на металлопродукцию, расширение ассортимента и увеличение производственных мощностей будет перевешивать данный риск.

На данный момент ММК является самой недооцененной компанией в российском секторе черной металлургии – показатель Стоимость компании/EBITDA (EV/EBITDA) на данный момент составляет 6.1, в то время как в среднем в российской металлургии он превышает 7.5, т. е. предполагает потенциал роста Магнитки по отношению к российским металлургам порядка 25%. Наша оценка предполагает сохранение коэффициента EV/EBITDA на текущем уровне, что означает более чем 45-процентный дисконт к развивающимся рынкам и 20-процентный – к развитым.

Рынок сырья и металлопродукции

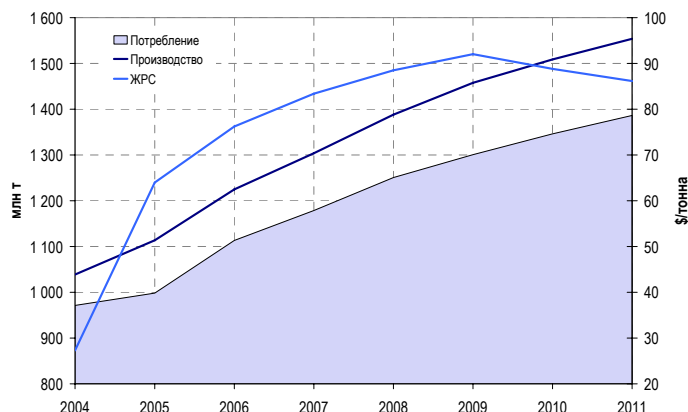
Рынок сырья и металлопродукции

На данный момент цены на металлопродукцию продолжают расти, что мы связываем с повышением цен на основные виды сырья, используемого при ее производстве, – железную руду и коксующийся уголь, а также с общим ростом спроса со стороны отраслей-потребителей продукции металлургов.

Рост цен на сырье поддерживается высоким спросом со стороны развивающихся стран, что связано с увеличивающимся потреблением стали в этих регионах. Согласно данным International Iron & Steel Institute (IISI), потребление стали в 2006 году выросло на 10% и составило 1.11 млрд т, а в текущем году ее потребление повысится до 1.18 млрд т. Это, по нашему мнению, увеличит спрос на железорудное сырье (ЖРС) и приведет в 2008-2009 годах к увеличению цен на него основными мировыми производителями этого продукта – BHP Billiton и CVRD, – что отразится и на российском рынке железной руды. Начало снижения цен на ЖРС мы ожидаем только в 2010 году, когда на рынке, по нашим прогнозам, будет заметный профицит стали и темпы роста ее производства сократятся, а вместе с тем уменьшится и спрос на сырье.

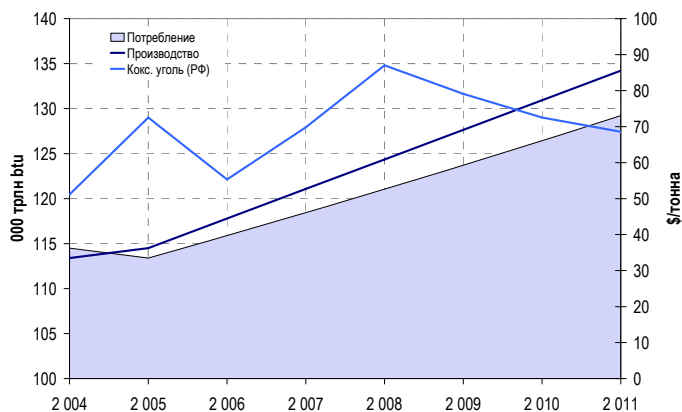
Как мы уже отмечали, на рынке угля мы не ожидаем превышения спроса над предложением, т. к. уголь является довольно распространенным ископаемым и потребность в нем может быть легко удовлетворена за счет расконсервации шахт и разрезов, которые сейчас разрабатывать было бы экономически нецелесообразно. По нашим прогнозам, цены на коксующийся уголь внутри страны в 2008-2009 годах будут расти умеренными темпами, поддерживаемые тем же увеличивающимся спросом со стороны металлургов, а к 2010-2011 годам цены начнут снижаться, что мы связываем с насыщением рынка, а также с модернизацией мощностей металлургическими предприятиями России, за счет которой большая доля стали будет производиться в электропечах.

Производство и потребление стали и цены на железорудное сырье



Источник: IISI, Bloomberg, оценка БКС

Производство и потребление угля и цены на российский коксующийся уголь



Источник: WCI, ОАО «Распадская», оценка БКС

При расчете предполагаемого уровня цен на основные виды металлопродукции помимо цен на сырье мы учитывали и ожидаемые показатели инфляции в РФ. И хотя в этом году она уже вышла за рамки прогноза, мы не ждем повторения данной ситуации в последующие годы.

Прогнозные цены на металлопродукцию, \$ за тонну

Продукция	2006	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	LT
Г/к прокат	499	533	560	570	588	563	610	618	608	601	450
Х/к прокат	569	607	625	640	635	627	678	687	676	669	501
Лист с покрытием	712	723	761	761	768	753	762	772	760	751	563
Сорт (проволока)	431	484	556	551	545	534	554	558	554	551	412

Источник: Bloomberg, оценка БКС

Основные события

Помимо изменения наших прогнозных цен на металлопродукцию на нашу оценку ММК повлияли и корпоративные события компании. С начала года Магнитогорский металлургический комбинат сумел реализовать несколько своих планов, которые уже оказали или еще окажут влияние как на производственную деятельность компании, так и на рынок ее акций.

Основные события IPO

В начале года основным событием для компании стало первичное размещение акций на российских и зарубежных площадках. IPO Магнитогорского металлургического комбината завершилось 24 апреля. В результате публичного размещения акций комбинат привлек \$975 млн (с учетом выплаченных комиссионных) при цене размещения \$12.5 за GDR, или \$0.961538 за акцию. ММК разместил на биржах 1.04 млрд акций. Диапазон размещения составлял \$12.25-\$15.5 за GDR, или \$0.94-1.19 за обыкновенную акцию. Таким образом, размещение прошло близко к нижней границе, что связано с тем, что менеджмент компании опасался «просадки» акций после IPO, если они были бы размещены ближе к верхней границе, и, соответственно, потери доверия со стороны инвесторов.

Андеррайтеры публичного размещения, инвестбанки ABN Amro, Morgan Stanley и Renaissance Securities, получили опцион еще на 131.8 млн акций (15% всего размещения), который они могли реализовать в течение 30 дней после размещения. 24 мая организаторы IPO объявили о реализации своего опциона и приобрели 95.5% предлагаемых им акций, т. е. 125.826 млн, которые были разделены между ними в равных долях. Оставшиеся 4.5% (6 млн акций) были использованы инвестбанками для поддержания котировок ММК во время стабилизационного периода.

Ранее мы оценивали компанию методом дисконтированных денежных потоков на акцию и закладывали размещение всей дополнительной эмиссии в рамках IPO, т. е. 1.45 млрд акций. Учитывая то, что размещено среди андеррайтеров и частных инвесторов только 1.043 млрд акций (8.93% от нового уставного капитала), денежный поток компании на одну акцию увеличивается.

Инвестиционная программа

Развитие компании в ближайшие годы будет происходить на основе новой расширенной инвестиционной программы, которая предполагает реконструкцию старых и строительство новых мощностей для расширения ассортимента выпускаемой продукции. Согласно планам менеджмента ММК, совокупные вложения составят \$5.6 млрд до 2013 года, что позволит компании добиться производства более 16.1 млн т стали и 15 млн т товарной продукции в год. Новейшей продукцией для комбината уже в 2009 году станут трубы большого диаметра, которые будут поставляться для отечественной нефтегазовой отрасли (напомним, что у ММК существует несколько долгосрочных контрактов о поставках ТБД, в том числе с Газпромом до 2015 года, заключенный 31 августа).

Инвестиционная программа Магнитогорского металлургического комбината

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ожидаемые затраты	\$782 млн	\$1 146 млн	\$1 026 млн	\$904 млн	\$766 млн	\$604 млн	\$368 млн
Ожидаемый результат	- строительство Стана-5000 и агрегата непрерывного цинкования	- увеличение мощностей по производству электростали и г/к проката	- первая продукция стана-5000 - увеличение мощностей цинкования и производства гнутых профилей	- обеспечение производства ТБД на уровне 1.5 млн т - запуск нового цеха холодного проката	- обеспечение производства автолиста на уровне 1.1 млн т - запуск нового агрегата непрерывного цинкования	- увеличение мощностей конвертерного производства стали	- увеличение производства конвертерной стали и горячекатаного проката

Источник: данные компании

Влияние данной инвестиционной программы на деятельность ММК проявилось в результатах как первого, так и второго кварталов текущего года. Финансовые показатели компании превысили результаты прошлого года на 38-58%, и

котировки акций достигли своего максимума, однако в результате волнений рынка из-за ситуации с ипотечным кредитованием в США котировки вернулись на прежние уровни. Таким образом, сейчас самый благоприятный момент для входа в акции ММК.

Финансовые результаты ММК по итогам I квартала и полугодия

	3 мес. 2006 г. \$ млн	3 мес. 2007 г. \$ млн	Изм-е	6 мес. 2006 г. \$ млн	6 мес. 2007 г. \$ млн	Изм-е	2007Е
Выручка	1 564	2 155	38%	2 780	4 000	44%	7 435
Опер-я прибыль	398	628	58%	690	1 077	56%	2 026
Опер-я рент-ть	25%	29%		25%	27%		27%
EBITDA	440	677	54%	779	1 176	51%	2 253
Рент-ть по EBITDA	28%	31%		28%	29%		30%
Чистая прибыль	340	516	52%	588	866	47%	1 496
Чистая рент-ть	22%	24%		21%	22%		20%

Источник: данные компании, оценка БКС

Здесь также не стоит забывать и о благоприятной конъюнктуре, которая также способствовала улучшению финансовых показателей компании.

Риск роста себестоимости

Основной проблемой Магнитки является сырье. Для производства металлопродукции ММК, как и все сталелитейные компании, использует железорудное сырье, коксующийся уголь, металлолом и различные цветные металлы и их сплавы.

В связи с резким повышением цен на железную руду с начала года (+11% к цене российского экспорта прошлого года), а также учитывая прогнозы роста цен в следующем году, для Магнитки существует угроза увеличения себестоимости производимой продукции. Основным поставщиком этого сырья для компании является казахстанское Соколовско-Сарбайское горно-обогатительное производственное объединение (ССГПО), которое в 2006 году поставило ей порядка 10.5 млн т ЖРС. Также ММК заключил десятилетнее соглашение с ССГПО о поставке 12 млн т железной руды в год. Однако цены на поставки железорудного сырья обычно привязываются к динамике мировых цен, что не дает Магнитке защиты от рисков удорожания железной руды.

Обеспеченность сырьем

Снижения ценовых рисков руководство компании намеревается добиться двумя способами. Во-первых, ММК участвует на российском сырьевом рынке M&A – в прошлом году компания приобрела лицензию на Приоскольское железорудное месторождение, а также 51-процентную долю в Бакальском рудоуправлении. Также в конце августа компания сообщила, что является собственником 5.37% акций австралийской Fortescue Metals (добыча железной руды с высоким содержанием железа), и подала заявку на получение разрешения от регулирующего органа Австралии на увеличение своей доли до 15%, что может обойтись Магнитке в \$860 млн.

Железорудные активы

Источник железной руды	Местонахождение	Запасы млрд т	Содержание железа в руде	% владения
Приоскольское м/р	Белгородская обл.	2.1	36.8%	100%
Бакальское р/у	Челябинская обл.	1.0	28-32%	51%
Fortescue Metals	Австралия	2.4	n/a	5.37%

Источник: данные компаний

Мы считаем, что из-за нерентабельности транспортировки ЖРС из Австралии в Россию ММК будет продавать железную руду в страны Азиатского региона, тем самым компенсируя издержки на закупаемую руду в России.

Угольный концентрат, по большей части, поставляется на комбинат с предприятий Кузбасса. ММК также заключил соглашение о создании совместного предприятия с Южжубассуглем по строительству двух угольных шахт, совокупная добыча которых сможет достичь уровня 4 млн т в год (более 55% потребности

ММК в угле). Южкузбассуголь в настоящее время находится в процессе слияния с ОАО «Распадская». Мы ожидаем, что соглашение о создании СП останется в силе, т. к. оно выгодно для обеих сторон.

Также стоит отметить недавнее приобретение ММК – в начале октября комбинат сообщил, что приобрел 10.75-процентную долю в угольной компании Белон. Магнитка заявила о намерении увеличить свою долю, однако менеджмент производителя угля заявил, что не намерен предоставлять контроль над компанией.

Таким образом, на данный момент ММК зависит от поставок коксующихся углей и цен на них, однако мы считаем, что в ближайшей перспективе комбинат сможет реализовать все намеченные проекты и застраховать себя от колебаний цен на угольном рынке.

Остальное требуемое для производства металлопродукции сырье (ферросплавы и металлолом) ММК полностью закупает у сторонних производителей, однако металлолом поставляется на комбинат стратегическим партнером компании, что обеспечивает ей стабильность поставок.

Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе Магнитка сможет добиться надежности обеспечения сырьем для производства продукции. В то же время комбинат уже заключил долгосрочные контракты на поставки некоторых видов ресурсов, что является позитивным моментом. В итоге мы не ожидаем существенного роста себестоимости реализуемой продукции, а, напротив, считаем, что комбинат за счет применения нового оборудования и реализации сырьевых проектов сможет даже снизить себестоимость на тонну продукции.

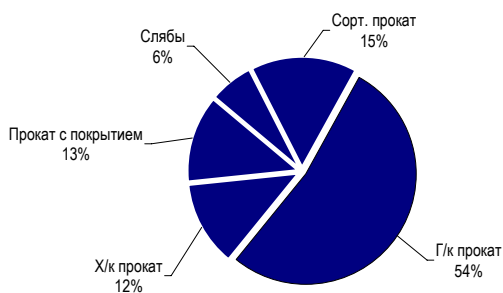
Стратегические планы

Основное конкурентное преимущество ММК – это большая доля продукции с высокой добавленной стоимостью в ее ассортименте продукции. Инвестиционная программа и запланированные проекты являются средствами достижения одной из стратегических целей компании – дальнейшее увеличение доли такой продукции в структуре производства.

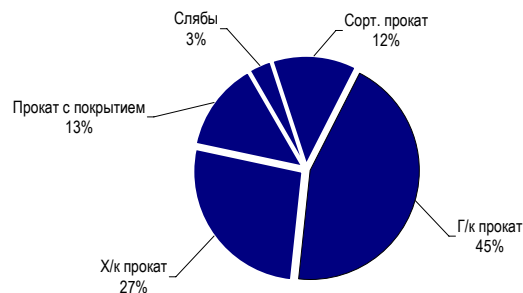
Согласно планам компании, инвестиции в производственные мощности позволят ММК к 2011 году начать производство высококачественного автолиста, который, как мы ожидаем, будет поставляться на иностранные автомобильные заводы, запланированные к строительству в России. Также текущая инвестиционная программа компании уже включает в себя строительство Стана-5000, продукция которого также будет востребована рынком за счет спроса со стороны нефтегазовой отрасли.

Запуск проектов в России и за рубежом позволит Магнитке увеличить долю холоднокатаного листа и проката с покрытием в производственной структуре компании, что позитивно отразится на финансовых показателях и оценке группы.

Структура производства ММК в 2007 году



Структура производства ММК в 2013 году (оценка)



Источник: данные компании, оценка БКС

Новые проекты

Влияние на оценку строительства трех новых металлургических заводов – в Турции, США и России – можно оценить уже сейчас.

Проекты ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»

Проект	Страна	Сроки реализации	Оценочная стоимость	Проектная мощность	Выпускаемая продукция
Стан 5000	Россия	2009	\$1 млрд	1.5 млн т	Широкий лист
СП с Atakash Group	Турция	2009-2010	> \$1.1 млрд	2.4 млн т стали	X/к лист и прокат с покрытием
Завод в Огайо *	США	2010-2011	\$1 млрд	1.5 млн т	Автомобильный лист
Завод в Колпино	Санкт-Петербург	2010	\$118 млн	0.3 млн т	Штампованные автокомпоненты

* проект строительства завода сейчас находится в стадии согласования с властями штата Огайо, которое планируется завершить до конца 2007 года.

Источник: ММК, оценка БКС

Совокупные затраты ММК на реализуемые проекты составят порядка \$2.1 млрд в среднесрочной перспективе. Мы оценивали данные проекты на основе DCF-модели при учете показателей рентабельности по EBITDA и по прибыли до налогообложения на уровне средних показателей компаний, работающих в отраслях, относящихся к проектам ММК, и в странах, где будут построены заводы.

Оценка проектов ММК

1. Проект строительства Стана-5000, \$ млн

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	LT
Выручка	-	-	826	937	925	884	865	847	832	675
EBIT	-	-	83	94	93	88	86	85	83	68
Кап. вложения	(400)	(500)	(100)	-	-	-	-	-	-	-
Free Cash Flow	(400)	(500)	62	184	181	173	169	166	163	132
Стоимость проекта	575									

2. Проект совместного предприятия в Турции, \$ млн

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	LT
Выручка	-	-	-	1 285	1 535	1 573	1 539	1 508	1 481	1 202
EBIT	-	-	-	128	153	157	154	151	148	120
Кап. вложения	-	(400)	(500)	(200)	-	-	-	-	-	-
Free Cash Flow	-	(400)	(500)	26	270	277	271	265	261	211
Стоимость проекта	920									

2. Проект завода в Огайо, \$ млн

Показатель	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	LT
Выручка	-	-	-	-	934	983	962	943	925	751
EBIT	-	-	-	-	112	118	115	113	111	90
Кап. вложения	-	-	(500)	(500)	-	-	-	-	-	-
Free Cash Flow	-	-	(500)	(500)	179	188	184	180	177	144
Стоимость проекта	624									

Источник: оценка БКС

Общая стоимость проектов, \$ млн 2 120

Текущая цена	\$1.40
Стан-5000	+\$0.05
СП с Atakash	+\$0.08
Завод в Огайо	+\$0.05

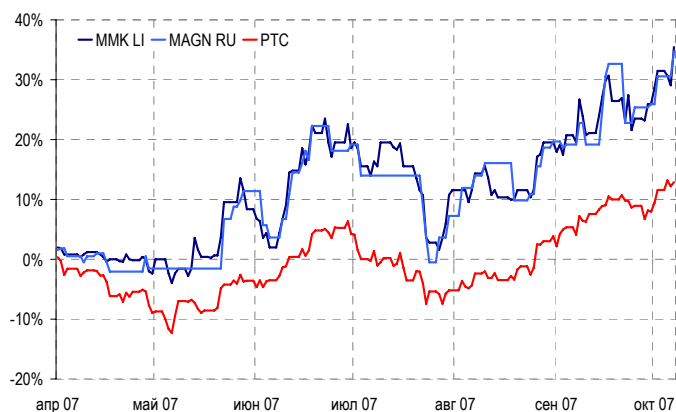
Таким образом, три крупнейших проекта ММК прибавляют к оценке компании, произведенной без учета денежных потоков от проектов и не учитывающей капитальные затраты на строительство Стана-5000, \$0.18 на акцию, что предполагает справедливую оценку акций компании в среднесрочной перспективе на уровне \$1.58.

Рынок акций

Акционерный капитал после публичного размещения акций изменился – в настоящее время он состоит из 11 672 825 023 обыкновенных акций номиналом 1 руб. и 26 299 840 577 объявленных акций с тем же номиналом.

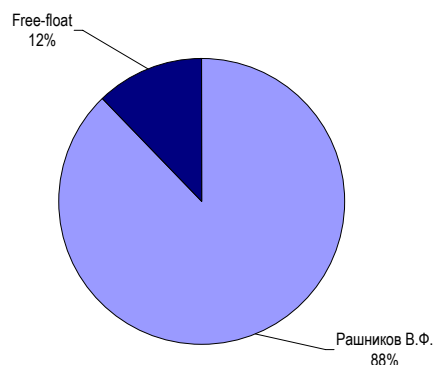
Акции ММК размещены на российских биржах РТС и ММВБ (код: MAGN), а также на Лондонской фондовой бирже (код: ММК) в виде глобальных депозитарных расписок (1 ГДР = 13 обыкновенных акций).

Динамика доходности акций ММК и индекса РТС



Источник: РТС, Bloomberg, оценка БКС

Структура акционерного капитала ОАО «ММК»



Источник: данные компании

Дивидендная политика

Дивидендная политика компании предполагает выплаты не менее 15% чистой прибыли по стандартам US GAAP. В прошлом году ММК выплатил практически 90% чистой прибыли, однако в этом году мы не ожидаем столь высоких доходов по акциям, т. к. тогда выплаты производились до проведения IPO. В этом году компания уже начислила дивиденды по обыкновенным акциям в размере \$0.0162 (0.418 руб.) на акцию при дивидендной доходности на уровне 1.53%, а общая сумма выплаченных дивидендов составила \$189.4 млн (4.88 млрд руб.), что составило 27.87% чистой прибыли за полгода.

Снижение выплачиваемых дивидендов объясняется наличием обширной программы капитальных вложений, для которой компании приходится использовать деньги из чистой прибыли, а также привлекать денежные средства финансовых институтов (недавно компания взяла заем в размере 365 млн евро, или \$506.4 млн).

Сильные стороны

Риски

- Комбинат уверенно наращивает объемы производства, которые к тому же будут расширены за счет модернизации и реконструкции оборудования;
- Запуск Стана-5000 в 2009 году позволит компании расширить ассортимент выпускаемой продукции, а также получать дополнительную прибыль за счет поставки широкого листа по контрактам потребителям данной продукции;
- Направленность компании на производство продукции с высокой добавленной стоимостью также является ее конкурентным преимуществом, т. к. это позитивно влияет на ее финансовые показатели;
- В рамках IPO компания разместила меньшее количество акций (1.043 млрд), нежели планировалось изначально (1.45 млрд), что увеличивает прежнюю нашу оценку стоимости компании на акцию;
- ММК является одной из самых недооцененных компаний в металлургической отрасли РФ, а в сравнении с зарубежными аналогами она выглядит еще дешевле, что делает ее перспективным вложением.

- Магнитка на данный момент практически не обладает таким важным конкурентным преимуществом, как собственная сырьевая база, что ставит компанию в зависимость от поставок ресурсов со стороны. Ввиду роста цен на сырье сейчас компания подвергает свой бизнес значительным рискам, в частности возможности удорожания производимой продукции и, как следствие, потери части рынка;
- Компания зависит от конъюнктуры на рынке металлопродукции, т. к. ее бизнес не является диверсифицированным. Этот риск может проявиться только в среднесрочной перспективе по причине развития отраслей, традиционно являющихся потребителями продукции металлургической промышленности (машиностроение, кораблестроение, строительная отрасль);
- Обширная инвестиционная программа снижает свободный денежный поток на акцию, что негативно влияет на конечную стоимость компании.

Оценка компании

MMK: модель дисконтированных денежных потоков (DCF-model)

US GAAP, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	LT
Выручка	5 380	6 424	8 389	9 410	9 809	9 930	10 063	8 083
Операционные затраты	(3 711)	(4 283)	(5 425)	(6 003)	(6 049)	(5 915)	(5 808)	(5 239)
EBITDA	1 496	1 953	2 715	3 149	3 471	3 673	3 867	2 388
Амортизация	(173)	(188)	(249)	(258)	(289)	(342)	(388)	(455)
EBIT	1 323	1 765	2 466	2 891	3 182	3 331	3 478	1 933
Налоговые платежи	(372)	(468)	(623)	(735)	(819)	(870)	(921)	(464)
Амортизация	173	188	249	258	289	342	388	-
Капитальные затраты	(562)	(697)	(382)	(646)	(926)	(904)	(766)	-
Изменение рабочего капитала	128	(595)	(621)	(235)	(92)	(28)	(31)	-
Реинвестируемый капитал	(261)	(1 104)	(754)	(624)	(729)	(590)	(408)	(297)
FCFF	690	193	1 090	1 532	1 634	1 871	2 149	1 172
WACC, %				10.6%	10.5%	10.4%	10.3%	10.3%
Фактор дисконтирования				0.90	0.82	0.74	0.67	0.67
Накопительная стоимость FCFF				1 385	2 721	4 106	5 547	

Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

Безрисковая ставка, %	4.7%
Бета	1.00
Премия за риск на развитых рынках, %	4.9%
Премия (страновой риск + непрозрачность), %	1.7%
Стоимость капитала, %	11.3%
Стоимость долга, %	5.6%
Прогнозное отношение долга / капитала, %	10.0%
WACC, %	10.75%

Расчет терминальной стоимости (TV)

Конечный свободный денежный поток, \$ млн	1 172
Конечный темп роста, %	3.1%
Ставка дисконтирования на конец периода	10.3%
TV, \$ млн	16 175
Приведенная стоимость TV, \$ млн	10 850

Расчет справедливой стоимости (Fair value)

Сумма приведен. ден. потоков и TV, \$ млн	16 398
- чистый долг, \$ млн	(100)
- доля меньшинства, \$ млн	(12.0)
Приведенная стоимость компании (NPV), \$ млн	16 286
Количество обыкновенных акций, млн	11 673
Количество привилегированных акций, млн	0
Эквивалент акций в обращении, млн	11 673
Справедливая цена об. акций, \$	1.40
Оценка стоимости проектов	2 120
Справедливая цена об. акций учитывая проекты, \$	1.58

Источник: данные компании, оценка БКС

Справедливая стоимость акций ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат», рассчитанная на основании DCF-модели и не учитывающая стоимость проектов, которые запланированы к реализации, составляет \$1.40/акцию, что на 11.1% выше текущей цены \$1.26. Справедливая цена компании с учетом проектов в Турции, США и России составляет \$1.58 за акцию, что на 25.3% выше текущих котировок.

Чувствительность модели к изменению темпов роста, а также ставки дисконтирования представлена в следующей таблице:

	Конечный темп роста, %				
	2.0%	2.5%	3.00%	3.5%	4.0%
wacc+1%	1.23	1.24	1.26	1.28	1.30
wacc+0.5%	1.29	1.31	1.33	1.35	1.38
WACC	1.35	1.38	1.40	1.43	1.46
wacc-0.5%	1.43	1.46	1.48	1.52	1.56
wacc-1%	1.51	1.55	1.58	1.62	1.67

Источник: оценка БКС

Чувствительность модели к изменению прогнозных цен на металлопродукцию до 2011 года выглядит следующим образом:

Отклонение долгосрочной прогнозной стоимости угля							
Отклонение	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
Изменение стоимости стальных полуфабрикатов							
MAGN, \$/акцию	1.35	1.37	1.38	1.40	1.42	1.44	1.46
Стоимость слябов	385	407	430	453	475	498	521
Изменение стоимости сортового проката							
MAGN, \$/акцию	1.20	1.26	1.33	1.40	1.47	1.55	1.63
Стоимость сорт. проката	504	533	563	593	622	652	682
Изменение стоимости горячекатаного проката							
MAGN, \$/акцию	0.77	0.97	1.18	1.40	1.63	1.87	2.13
Стоимость г/к проката	507	537	567	597	627	657	687
Изменение стоимости холоднокатаного проката							
MAGN, \$/акцию	1.17	1.24	1.32	1.40	1.49	1.57	1.67
Стоимость х/к проката	550	583	615	648	680	712	745
Изменение стоимости оцинкованного листа							
MAGN, \$/акцию	1.20	1.27	1.33	1.40	1.47	1.55	1.63
Стоимость оцинк. проката	768	813	859	904	949	994	1 039

Источник: оценка БКС

Доля выручки ММК от реализации горячекатаного проката составляет 49%. Очевидно, что цена акций компании наиболее чувствительна к изменению цен именно на этот вид продукции. Мы не ожидаем, что в будущем доля выручки компании от продажи горячекатаного проката существенно изменится, даже несмотря на решение менеджмента Магнитки увеличить долю продукции с высокой добавленной стоимостью.

Сравнительный анализ

Помимо расчета ценового ориентира по акциям компании на основе метода дисконтированных денежных потоков мы провели сравнительный анализ ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат" как с отечественными, так и с зарубежными сталепромышленными компаниями по финансовым коэффициентам. Сравнение сталелитейных компаний по производственным данным мы считаем непоказательным, т. к. все они имеют диверсифицированную производственную структуру и получают выручку за счет различных видов деятельности.

Сравнительный анализ ОАО "Магнитогорский металлургический комбинат" на основе финансовых мультипликаторов

Компания	Тикер	Страна	Рыночная капит-ция \$ млн	Стоимость предпр-я \$ млн	Стоимость предприятия/ выручка			Стоимость предприятия/ EBITDA			Цена/ доход на акцию (P/E)		
					2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
ММК	MAGN RU	Россия	14 708	13 675	2.1	1.6	1.5	7.0	5.0	4.3	10.3	9.4	9.1
Развитые рынки (Азия и Австралия)													
Nippon Steel	5401 JP	Japan	46 224	57 730	1.5	1.4	1.3	8.6	7.7	7.7	15.1	14.1	14.2
Nisshin Steel	5407 JP	Japan	37 321	48 350	1.7	1.6	1.5	8.1	7.2	7.3	14.2	12.9	12.9
JFE	5411 JP	Japan	24 823	30 804	2.2	2.0	2.0	9.3	8.3	8.0	12.5	13.4	13.3
Kobe Steel	5406 JP	Japan	11 380	17 382	1.0	1.0	0.9	6.7	6.8	6.3	11.9	13.9	13.2
Sumitomo	5405 JP	Japan	7 373	8 377	1.0	0.9	0.9	7.0	6.2	6.8	10.8	11.3	13.0
Onesteel	OST AU	Australia	3 998	5 712	1.0	0.9	1.0	6.9	7.3	7.4	12.3	13.7	15.8
Bluescope Steel	BSL AU	Australia	5 516	6 282	1.5	1.0	0.9	15.0	8.1	7.0	26.6	15.7	12.6
Медиана					1.5	1.0	1.0	8.1	7.3	7.3	12.5	13.7	13.2
Потенциал/дисконт					-31%	-41%	-34%	16%	45%	67%	21%	46%	44%
Развитые рынки (Сев. Америка)													
US Steel	X US	United States	13 299	14 533	0.9	0.9	0.8	6.8	7.1	6.1	9.7	11.0	10.5
Nucor	NUE US	United States	19 032	19 935	1.4	1.2	1.2	6.2	6.8	6.2	10.8	13.1	11.7
AK Steel	AKS US	United States	5 852	6 092	1.0	0.9	0.8	21.7	7.5	6.9	0.0	16.8	14.3
Gerdau Ameristeel	GNA CN	Canada	4 185	4 625	1.0	0.8	0.7	7.1	4.8	3.9	11.1	8.0	7.3
Steel Dynamics	STLD US	United States	4 941	6 133	1.9	1.5	1.3	7.9	7.3	5.8	12.5	12.3	10.3
Медиана					1.0	0.9	0.8	7.1	7.1	6.1	10.8	12.3	10.5
Потенциал/дисконт					-51%	-47%	-43%	1%	41%	41%	5%	31%	15%
Развитые рынки (Зап. Европа)													
Acerinox	ACX SM	Spain	7 555	9 541	1.7	1.3	1.4	9.6	9.5	12.2	15.0	14.8	20.6
Ssab Svenskt	SSABA SS	Sweden	10 584	10 553	2.2	1.6	1.2	10.3	6.1	4.0	15.9	11.2	9.1
Thyssenkrupp	TKA GR	Germany	34 394	36 363	0.8	0.7	0.7	7.7	6.7	6.8	20.9	15.9	15.6
Salzgitter	SZG GR	Germany	12 861	10 073	1.2	1.0	1.0	9.6	6.8	7.2	8.5	16.2	17.2
Rautarukki	RTRKS FH	Finland	7 944	8 223	2.2	2.1	1.9	16.9	9.6	9.3	25.5	15.3	15.0
Arcelor-Mittal	MT NA	Luxembourg	118 049	147 671	2.5	1.5	1.4	15.1	8.1	7.4	22.6	12.6	11.2
Медиана					2.4	1.8	1.7	10.0	7.5	7.3	18.4	15.0	15.3
Потенциал/дисконт					11%	9%	15%	42%	48%	69%	79%	61%	68%
Медиана все развитые рынки													
					1.4	1.1	1.1	8.3	7.2	6.9	12.5	13.6	13.1
Потенциал/дисконт					-34%	-31%	-26%	19%	44%	60%	21%	45%	44%
Развивающиеся рынки (Лат. Америка)													
Gerdau	GGBR3 BZ	Brazil	19 456	25 566	1.9	1.9	1.9	8.0	7.0	6.7	11.9	10.4	9.0
Ternium	TX US	Luxembourg	7 556	9 208	1.4	1.0	0.8	4.5	4.0	3.3	9.5	8.9	7.6
Usinas Siderurgicas de Minas	USIM3 BZ	Brazil	17 998	17 769	2.5	2.3	2.3	7.4	6.1	6.1	12.6	9.7	9.9
Медиана					2.5	2.3	2.3	7.4	6.1	6.1	11.9	9.7	9.0
Потенциал/дисконт					18%	40%	56%	5%	22%	39%	15%	4%	-1%
Развивающиеся рынки (Азия)													
Posco	005490 KS	S. Korea	64 898	64 724	2.9	2.6	2.5	10.8	9.2	8.5	18.4	15.1	14.2
Angang Steel	000898 CH	China	28 773	31 915	4.4	3.6	3.2	n/a	13.8	11.0	30.3	25.5	19.7
Wuhan	600005 CH	China	18 008	18 828	3.4	2.7	2.3	16.9	11.4	10.5	34.5	21.7	17.0
Steel Authority of India	SAIL IN	India	28 844	27 342	3.2	2.8	2.6	10.5	9.2	8.2	18.1	14.9	13.9
China Steel	2002 TT	Taiwan	16 756	16 925	3.1	2.7	2.6	11.5	7.9	7.9	13.9	10.5	10.7
Maashan	323 HK	China	8 013	10 161	2.3	1.8	1.4	14.6	11.2	8.0	25.9	21.9	15.1
Hyundai Steel	004020 KS	S. Korea	8 332	10 546	1.7	1.3	1.2	11.9	10.0	9.3	16.0	13.6	13.0
Tata Steel	TATA IN	India	16 813	19 602	3.1	0.9	0.8	10.0	4.6	4.2	15.9	8.1	7.8
Tangshan	000709 CH	China	6 341	7 510	2.0	1.9	1.8	15.5	22.2	22.2	33.2	29.5	27.5
JSW Steel	JSTL IN	India	4 081	5 125	2.3	2.0	1.7	7.3	5.9	4.9	12.4	9.8	8.4
Bhushan Steel	BHUS IN	India	1 144	1 942	2.0	1.6	1.5	12.0	10.3	8.7	14.4	11.8	10.2
Медиана					2.9	2.0	1.8	11.7	10.0	8.5	18.1	14.9	13.9
Потенциал/дисконт					38%	20%	22%	68%	99%	96%	76%	59%	53%

Развивающиеся рынки (Вост. Европа)

Azovstal	AZST UZ	Ukraine	4 229	4 407	1.8	1.5	1.4	11.3	8.2	7.5	19.4	10.5	10.6
Eregli Demir	EREGL TI	Turkey	8 066	9 174	2.2	2.2	1.9	9.3	8.7	7.7	14.0	13.2	12.5
Enakiyevskiy Metzavod	ENMZ UZ	Ukraine	861	852	1.2	1.0	0.8	21.0	8.7	7.6	27.8	13.3	9.9

Медиана					1.8	1.5	1.4	11.3	8.7	7.6	19.4	13.2	10.6
---------	--	--	--	--	-----	-----	-----	------	-----	-----	------	------	------

Потенциал/дисконт					-16%	-6%	-3%	62%	72%	75%	88%	41%	16%
-------------------	--	--	--	--	------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Медиана все развивающиеся рынки

Медиана					2.3	1.9	1.8	11.0	8.7	7.9	16.0	13.2	10.7
---------	--	--	--	--	-----	-----	-----	------	-----	-----	------	------	------

Потенциал/дисконт					8%	16%	22%	58%	72%	82%	55%	41%	18%
-------------------	--	--	--	--	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Российские компании

Severstal	CHMF RU	Russia	23 782	23 394	1.9	1.6	1.5	7.9	6.0	5.8	20.1	12.1	11.2
Evrast Group SA	EVR LI	Russia	27 330	29 268	3.5	2.6	2.3	11.2	7.6	7.2	19.7	12.8	12.2
Novolipetsk Steel	NLMK RU	Russia	25 711	24 426	4.0	3.5	3.5	8.9	7.8	8.0	12.4	12.5	13.6
Mechel	MTLR RU	Russia	10 407	10 788	2.5	1.8	1.8	11.7	10.3	12.4	17.3	11.3	14.3

Медиана					3.0	2.2	2.1	10.1	7.7	7.6	18.5	12.3	12.9
---------	--	--	--	--	-----	-----	-----	------	-----	-----	------	------	------

Потенциал/дисконт					41%	34%	43%	44%	53%	75%	79%	31%	42%
-------------------	--	--	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Таким образом, Магнитогорский металлургический комбинат является самым недооцененным по показателю Стоимость компании / EBITDA (EV/EBITDA) на российском рынке и имеет существенный дисконт по отношению к компаниям на развитых и развивающихся рынках 44% и 72% соответственно. В результате данные сравнительного анализа предполагают справедливую оценку ММК выше нашей, однако мы не видим фундаментальных факторов, которые могли бы увеличить стоимость компании, кроме уже учтенных нами.

Приложение

ММК

Отчет о прибылях и убытках

US GAAP, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Выручка	5 380	6 424	8 389	9 410	9 809	9 930	10 063
Себестоимость	(3 101)	(3 431)	(4 322)	(4 745)	(4 758)	(4 657)	(4 575)
Валовая прибыль	2 279	2 993	4 067	4 665	5 051	5 273	5 488
Валовая рентабельность	42%	47%	48%	50%	51%	53%	55%
Администр. и управ. расходы	(499)	(700)	(890)	(998)	(1 041)	(1 054)	(1 068)
Операционные расходы	(284)	(340.0)	(461.4)	(517.5)	(539.5)	(546.1)	(553.4)
EBITDA	1 496	1 953	2 715	3 149	3 471	3 673	3 867
Рентабельность по EBITDA	28%	30%	32%	33%	35%	37%	38%
Амортизация	(173)	(188)	(249)	(258)	(289)	(342)	(388)
Операционная прибыль	1 323	1 765	2 466	2 891	3 182	3 331	3 478
Операционная рентабельность	25%	27%	29%	31%	32%	34%	35%
Внереализационные расходы	(39.00)	124.00	161.93	181.63	189.34	191.67	194.24
Прибыль до финанс. и налогов	1 284	1 889	2 628	3 073	3 371	3 522	3 672
Рентабельность по EBIT	24%	29%	31%	33%	34%	35%	36%
Процентные поступления	97.0	69.0	60.8	131	183	236	291
Процентные платежи	(64.0)	(63)	(134)	(187)	(195)	(190)	(182)
Прочие финансовые расходы	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогообложения	1 317	1 895	2 555	3 016	3 359	3 568	3 781
Рентабельность по EBT	24%	29%	30%	32%	34%	36%	38%
Налог на прибыль	(359)	(461)	(613)	(724)	(806)	(856)	(907)
Прочие обязательства	(13.0)	(7)	(9)	(11)	(12)	(13)	(14)
Чистая прибыль	945	1 427	1 932	2 281	2 540	2 699	2 859
Доля миноритариев	(2.00)	(1.00)	(5.1)	(6.0)	(6.7)	(7.1)	(7.6)
Чрезвычайные расходы	-	18	-	-	-	-	-
Чистая прибыль к распределению	943	1 444	1 927	2 275	2 534	2 691	2 852
Рентабельность по ЧП	18%	22%	23%	24%	26%	27%	28%

Источник: данные компании, оценка БКС

Балансовый отчет

US GAAP, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Активы всего	4 854	5 689	9 284	11 251	13 179	15 140	17 219
Внеоборотные активы	2 525	3 209	3 678	4 188	4 821	5 343	5 679
Основные средства	2 288	2 764	2 863	3 213	3 804	4 315	4 637
Незавершенное строительство	-	-	-	-	-	-	-
Нематериальные активы	28	45	47	113	118	119	121
Инвестиции в дочерние предприятия	91	269	475	533	555	562	570
Прочие внеоборотные активы	118.0	131.0	293.6	329.3	343.3	347.5	352.2
Оборотные активы	2 329	2 480	5 605	7 063	8 358	9 797	11 539
Запасы	568	688	1 007	1 129	1 177	1 192	1 208
Дебиторская задолженность	584	865	1 258	1 411	1 471	1 489	1 509
НДС и расчеты со связанными сторонами	26	36	47	53	55	56	56
Денежные средства и эквиваленты	1 138	338	1 531	2 494	3 595	4 975	6 653
Прочие оборотные активы	-	228	1 342	1 506	1 569	1 589	1 610
Акционерный капитал и обязательства	13.0	325.0	419.4	470.5	490.4	496.5	503.1
Акционерный капитал	4 854	5 689	9 284	11 251	13 179	15 140	17 219
Уставный капитал	3 688	4 039	6 501	8 114	9 906	11 808	13 823
Добавочный капитал	363.0	363.0	403.0	403.0	403.0	403.0	403.0
Резерв. под курсовые разницы	247.0	254	1 206	1 206	1 206	1 206	1 206
Нераспределенная прибыль	-	-	-	-	-	-	-
Прочее	3 131	3 477	4 838	6 446	8 236	10 137	12 152
Доля меньшинства	(64)	(67.0)	41.9	47.0	49.0	49.6	50.3
Обязательства всего	11.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
Долгосрочные обязательства	1 166	1 650	2 782	3 137	3 273	3 332	3 396
Долгосрочные обязательства	500	686	1 473	1 630	1 660	1 653	1 645
Займы со связан. сторонами	468	606	1 079	1 010	928	837	741
Отложенные налоговые обязательства	-	-	-	-	-	-	-
Резервы	5	50	160	126	131	133	135
Прочие долгосрочные обязательства	-	-	-	-	-	-	-
Краткосрочные обязательства	27.0	30	234	494	601	683	770
Кредиторская задолженность	666	964	1 309	1 507	1 613	1 679	1 751
Краткосрочные обязательства	460	545	712	798	832	842	854
Займы со связан. сторонами	171	398	552	657	728	782	842
Налоговые обязательства	9	8.0	16.8	18.8	19.6	19.9	20.1
Прочие краткосрочные обязательства	26	11	21	24	25	25	25

Источник: данные компании, оценка БКС

Отчет о движении денежных средств

US GAAP, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
Чистая прибыль	945	1 427	1 932	2 281	2 540	2 699	2 859
Корректировки на:							
Доля миноритариев	(2)	(1)	(5)	(6)	(7)	(7)	(2)
Амортизация	173	188	249	258	289	342	388
Прочие статьи	9.0	58.0					
Операционная прибыль до изменения в оборотном капитале	1 127	1 672	2 181	2 539	2 829	3 041	3 248
Изменения в рабочем капитале	128	(595.0)	(621)	(235)	(92)	(28)	(31)
Уменьшение запасов	(109.0)	(120.0)					
Уменьшение дебиторской задолженности	181	(570.0)					
Увеличение кредиторской задолженности	56	95.0					
Денежные потоки от операционной деятельности	1 255	549	803	1 381	1 724	1 954	2 113
Приобретения и инвестиции	(114)	(33)					
Выбытие активов	16	32					
Капитальные затраты	(562)	(697)	(382)	(646)	(926)	(904)	(766)
Изменения в банк. депозитах	200	(228)	(1 114)	(163)	(64)	(19)	(21)
Денежные потоки от инвестиционной деятельности	(412)	1 080	(1 496)	(809)	(990)	(923)	(787)
Изменение долга	(640)	298	636	38	(11)	(36)	(37)
Выкуп акций и проч. финансовые операции			977				
Выплата дивидендов	(947)	(1 077)	(483)	(570)	(635)	(675)	(715)
Денежные потоки от финансовой деятельности	(1 587)	(779)	1 130	(532)	(646)	(710)	(751)
Изменение денежных средств, нетто	(746)	(800)	1 193	962	1 101	1 379	1 678
Ден. средства на начало периода	1 884	1 138	338	1 531	2 494	3 595	4 975
Прочие влияния на ден. средства	-						
Денежные средства на конец периода	1 138	338	1 531	2 494	3 595	4 975	6 653

Источник: данные компании, оценка БКС

ММК: коэффициенты

US GAAP, \$ млн	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
MARGINS							
Gross margin	42%	47%	48%	50%	51%	53%	55%
EBITDA margin	28%	30%	32%	33%	35%	37%	38%
EBIT margin	24%	29%	31%	33%	34%	35%	36%
Net margin	18%	22%	23%	24%	26%	27%	28%
ROE	26%	37%	37%	31%	28%	25%	22%
ROA	5%	7%	6%	6%	5%	5%	4%
PRICE RATIOS, x							
EV/SALES	2.8	2.3	2.0	1.7	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	9.9	7.6	6.0	5.2	4.7	4.5	4.2
EV/EBIT	11.5	7.8	6.2	5.3	4.9	4.7	4.5
P/S	2.7	2.3	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5
P/E	15.6	10.2	7.6	6.5	5.8	5.5	5.2
P/BV	4	3.64	2.26	1.81	1.48	1.25	1.06
GROWTH RATES							
Выручка		19%	31%	12%	4%	1%	1%
EBITDA		31%	39%	16%	10%	6%	5%
Чистая прибыль		53%	33%	18%	11%	6%	6%

Источник: оценка БКС

Евгений Старцев, Директор департамента внебиржевых операций
estartsev@msk.bcs.ru +7 495 785 5336

BCS Research Group

Макс Шеин
Руководитель департамента
Нефть, нефтехимия
brit@msk.bcs.ru

Ирина Филатова
электроэнергетика
ifilatova@msk.bcs.ru

Денис Мухин
Банки, телекомы
dmuhin@msk.bcs.ru

Светлана Макеева
Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

Екатерина Кравченко
Нефть и газ, медиакомпания
ekravchenko@msk.bcs.ru

Татьяна Бобровская
Пищепром, розница,
потребтовары, девелопмент
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Андрей Полищук
Ассистент, нефть и газ
apolishuk@msk.bcs.ru

Анастасия Жданова
Металлургия, горнодобывающая
промышленность
azhdanova@msk.bcs.ru

Севастьян Козицын
Машиностроение
skoizitsyn@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский
Ассистент, металлургия
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Балабанов Филипп
Ассистент, потреб. сектор
fbalabanov@msk.bcs.ru

Алена Чигринская
Ассистент, энергетика
achigrinskaya@msk.bcs.ru

+7 495 785 5336

BCS Equity Sales & Trading

Павел Васев
Консультант по инвестициям
pvasev@msk.bcs.ru
+7 495 380 1595

Антон Манаев
Консультант по инвестициям
amanaev@msk.bcs.ru

Сергей Цуркан
Sales Trader
sts@bcs.ru
+7 383 211 9090

Ринат Темербеков
Sales Trader
rinat@bcs.ru

Александр Микин
Trader
amikin@msk.bcs.ru

Денис Новиков
Главный трейдер
dnovikov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7467

Ольга Карельская
ИО начальника отдела
консультирования
karelya@msk.bcs.ru
+7 495 785 07468

Евгений Тупикин
Старший Финансовый советник
etupikin@msk.bcs.ru

Антон Клецкий
Консультант по инвестициям
akletskiy@msk.bcs.ru

Андрей Бычин
Зам. Начальника отдела
консультирования
abichin@msk.bcs.ru
+7 495 755 9290

Альберт Хусаинов
Старший консультант по
инвестициям
ahusainov@msk.bcs.ru
+7 495 785 7476

Александр Пименов
Финансовый советник
apimenov@msk.bcs.ru

Артем Губанов
Trader
agubanov@msk.bcs.ru

All material presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright to BrokerCreditService (BCS). None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party, without the prior express written permission of BCS.

The information, tools and material presented in this report are provided to you for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. BCS may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in this report are suitable for any particular investor. BCS will not treat recipients as its customers by virtue of their receiving the report. The investments or services contained or referred to in this report may not be suitable for you and it is recommended that you consult an independent investment advisor if you are in doubt about such investments or investment services.

Information and opinions presented in this report have been obtained or derived from sources believed by BCS to be reliable, but BCS makes no representation as to their accuracy or completeness. Additional information is available upon request. BCS accepts no liability for loss arising from the use of the material presented in this report, except that this exclusion of liability does not apply to the extent that liability arises under specific statutes or regulations applicable to BCS. This report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. BCS may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those reports reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them and BCS is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report.

Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance. Information, opinions and estimates contained in this report reflect a judgement at its original date of publication by BCS and are subject to change without notice. The price, value of and income from any of the securities or financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise.

Copyright BrokerCreditService, 2007. All rights reserved.