

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Высокие цены на металлы поддерживают оптимистичные прогнозы



GLOBAL ECONOMICS & F/FX RESEARCH

GLOBAL CREDIT RESEARCH

GLOBAL EQUITY RESEARCH

CROSS ASSET RESEARCH

Апрель 2008

Содержание

- 3 Высокие цены на металлы поддерживают оптимистичные прогнозы**
- 6 Цены на цветные и драгоценные металлы должны вырасти еще больше**
- 26 Производители цветных металлов: большой потенциал роста**
- 33 Золотодобывающие компании: хорошие перспективы благодаря перспективам слияний/приобретений и органическому росту**
- 38 Цены на сталь, уголь и железную руду остаются высокими**
- 44 Сталелитейные и угольные компании: новые оценки и прогнозируемые цены**

Дмитрий Коломыцын, CFA (UniCredit Aton)

Аналитик по акциям
+7 495 777-8877 ext.3112
Dmitriy.Kolomytsyn@unicreditaton.ru

Марат Габитов (UniCredit Aton)

Аналитик по акциям
+7 495 777-8877 ext.3138
Marat.Gabitov@unicreditaton.ru

Георгий Буженица (UniCredit Aton)

Аналитик по акциям
+7 495 777-8877 ext.3131
George.Buzhenitsa@unicreditaton.ru

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Высокие цены на металлы поддерживают оптимистичные прогнозы

Высокие цены на сырье и слияния/поглощения способствуют ускорению роста сектора

Акции металлургических компаний с начала этого года существенно выросли, но мы пока не видим конца продолжающемуся ралли. Акции многих российских металлургических и горнодобывающих компаний уверенно росли с начала 2008 года благодаря ожиданиям роста цен на сырье, слияниям и приобретениям, сильным финансовым результатам 2007 года и хорошим перспективам развития бизнеса.

Мы ожидаем, что цены на цветные и драгоценные металлы, а также на сталь и уголь, будут оставаться высокими в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Мы повышаем наш среднесрочный и долгосрочный прогноз цен на большую часть видов сырья, так как мы ожидаем, что уверенный спрос на сырье в развивающихся странах и ограниченное предложение будут поддерживать дефицит большей части видов сырья. Цены на никель, медь, драгоценные металлы, железную руду, коксующийся и энергетический уголь должны и далее оставаться высокими, тогда как любые перебои с предложением могут вызвать их дальнейший рост. Цены на сталь также получают сильную поддержку в связи с ростом цен на железную руду и коксующийся уголь.

Слияния и поглощения, а также сделки на рынках капитала, могут стать дополнительным катализатором для отрасли. В частности, в настоящее время существует потенциальная возможность приобретения "Металлоинвеста" "Норильским никелем" или ее слияние с UC Rusal, возможность слияния Kazakhmys и ENRC, а также, в 2008-2009 годах, планируется IPO горнодобывающих подразделений "Мечел". Evraz Group и "Северсталь", наиболее активные центры консолидации сталелитейной отрасли, также могут продолжить осуществление слияний и приобретений.

Мы считаем привлекательными целый ряд компаний в данной отрасли, при этом следует ожидать роста котировок акций ГМК "Норильский никель", Kazakhmys, "Белона" и "Распадской" благодаря высоким ценам на сырье, а вертикальная интеграция должна способствовать повышению стоимости сталелитейных компаний Evraz Group и "Мечел". Мы также находим привлекательной ТМК – уникальную компанию в сегменте производства стальных труб. Исходя из новых цен на сырье, недавних приобретений и новых безрисковых процентных ставок в Казахстане и России (8% и 5.75% соответственно), мы изменяем наши прогнозируемые цены на ближайшие 12 месяцев и повторяем наши рекомендации **"Покупать"** акции этих компаний.

НОВЫЕ ПРОГНОЗИРУЕМЫЕ ЦЕНЫ ОТРАЖАЮТ РОСТ СТОИМОСТИ ПРОДУКЦИИ И НАШИ ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ

На 16 апреля 2008	Предыдущая ТР, \$	Новая ТР, \$	Изм.	Цена, \$	Потенциал, %	Предыдущая рекомендация	Новая рекомендация
Evraz Group	93	130	40%	108	20%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Мечел	190	236	24%	150	57%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
ММК	1.48	1.38	-7%	1.24	11%	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ
НЛМК	4.66	5.92	27%	4.80	23%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Северсталь	32.0	36.4	14%	26.3	38%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
ТМК	16.6	15.9	-4%	7.9	103%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Белон	154	227	47%	155	46%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Распадская	9.0	12.3	37%	8.2	50%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
ГМК Норильский никель	388	440	13%	295	49%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Kazakhmys	40.7	43.2	6%	34.8	24%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
ЧЦЗ	15.7	13.3	-15%	10.4	28%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
ShalkiyaZinc	4.9	4.4	-10%	2.8	57%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
ВСМПО-Ависма	383	332	-13%	220	51%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
European Minerals	2.13	1.82	-15%	0.86	112%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Highland Gold	4.80	4.95	3%	3.73	33%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
KazakhGold	40.0	33.4	-16%	22.3	50%	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Peter Hambro	25.0	25.7	3%	23.8	8%	ПРОДАВАТЬ	ДЕРЖАТЬ

Источник: данные компаний; оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

ЦЕНЫ НА БОЛЬШИНСТВО ЦВЕТНЫХ И ДРАГОЦЕННЫХ МЕТАЛЛОВ ПРОДОЛЖАЮТ РАСТИ

	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
Никель, \$/т (новый)	37,089	30,000	28,500	28,000	27,500	22,500
Никель, \$/т (предыдущий)	37,700	31,000	29,300	27,400	25,600	22,500
Новый/предыдущий прогноз, %	-2%	-3%	-3%	2%	7%	0%
% в год. сопост.	N.A.	-19%	-5%	-2%	-2%	-18%
Медь, \$/т (новый)	7,124	8,200	7,600	7,300	7,000	5,500
Медь, \$/т (предыдущий)	7,150	7,000	6,600	6,200	5,800	5,500
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	17%	15%	18%	21%	0%
% в год. сопост.	N.A.	15%	-7%	-4%	-4%	-21%
Цинк, \$/т (новый)	3,250	2,300	2,200	2,100	2,000	2,000
Цинк, \$/т (предыдущий)	3,280	2,400	2,300	2,100	2,000	2,000
Новый/предыдущий прогноз, %	-1%	-4%	-4%	0%	0%	0%
% в год. сопост.	N.A.	-29%	-4%	-5%	-5%	0%
Свинец, \$/т (новый)	2,595	2,900	2,800	2,700	2,400	2,400
Свинец, \$/т (предыдущий)	2,640	3,100	2,900	2,700	2,400	2,400
Новый/предыдущий прогноз, %	-2%	-6%	-3%	0%	0%	0%
% в год. сопост.	N.A.	12%	-3%	-4%	-11%	0%
Алюминий, \$/т (новый)	2,643	2,750	2,700	2,600	2,500	2,350
Алюминий, \$/т (предыдущий)	2,700	2,700	2,600	2,500	2,350	2,350
Новый/предыдущий прогноз, %	-2%	2%	4%	4%	6%	0%
% в год. сопост.	N.A.	4%	-2%	-4%	-4%	-6%
Титан, \$/т (новый)	61,550	62,000	57,000	54,000	52,000	50,000
Титан, \$/т (предыдущий)	67,020	70,000	60,000	50,000	50,000	50,000
Новый/предыдущий прогноз, %	-8%	-11%	-5%	8%	4%	0%
% в год. сопост.	N.A.	1%	-8%	-5%	-4%	-4%
Платина, \$/унц. (новый)	1306	1,900	1,850	1,800	1,700	1,500
Платина, \$/унц. (предыдущий)	1250	1,350	1,200	1,100	1,000	1,000
Новый/предыдущий прогноз, %	4%	41%	54%	64%	70%	50%
% в год. сопост.	N.A.	45%	-3%	-3%	-6%	-12%
Палладий, \$/унц. (новый)	356	450	430	400	390	390
Палладий, \$/унц. (предыдущий)	356	390	380	370	370	370
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	15%	13%	8%	5%	5%
% в год. сопост.	N.A.	27%	-4%	-7%	-3%	0%
Золото, \$/унц.	697	930	900	890	870	840
% в год. сопост.	N.A.	33%	-3%	-1%	-2%	-3%
Серебро, \$/унц. (новый)	18.6	20.5	20.3	20	19.5	18
Серебро, \$/унц. (предыдущий)	17.3	16.5	16	15.4	15.1	14
Новый/предыдущий прогноз, %	8%	24%	27%	30%	29%	29%
% в год. сопост.	N.A.	10%	-1%	-1%	-3%	-8%

*Все долгосрочные цены с 2012П, золото и серебро – с 2015П

Источник: UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

МЫ ПРОГНОЗИРУЕМ РОСТ ЦЕН НА СТАЛЬ НА ФОНЕ ПОВЫШЕНИЯ ЗАТРАТЫ НА СЫРЬЕ И ВЫСОКОГО СПРОСА

\$/т	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
СТАЛЬ						
Плоский прокат						
Слябы, экспорт в СНГ, новый	508	704	669	569	512	512
Слябы, экспорт в СНГ, предыдущий	505	577	548	521	495	495
Новый/предыдущий прогноз, %	1%	22%	22%	9%	3%	3%
% в год. сопост.	N.A.	39%	-5%	-15%	-10%	0%
Горячий прокат, экспорт в СНГ, новый	567	782	743	617	574	574
Горячий прокат, экспорт в СНГ, предыдущий	563	640	608	578	554	554
Новый/предыдущий прогноз, %	1%	22%	22%	7%	4%	4%
% в год. сопост.	N.A.	38%	-5%	-17%	-7%	0%
Горячий прокат, внутренний рынок, новый	613	782	832	691	642	642
Горячий прокат, внутренний рынок, предыдущий	612	682	681	647	621	621
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	15%	22%	7%	3%	3%
% в год. сопост.	N.A.	28%	6%	-17%	-7%	0%
Холодный прокат, экспорт в СНГ, новый	632	878	834	709	637	637
Холодный прокат, экспорт в СНГ, предыдущий	629	673	639	607	616	616
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	30%	31%	17%	3%	3%
% в год. сопост.	N.A.	39%	-5%	-15%	-10%	0%
Холодный прокат, внутренний рынок, новый	707	920	934	794	714	714
Холодный прокат, внутренний рынок, предыдущий	704	754	716	680	690	690
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	22%	30%	17%	3%	3%
% в год. сопост.	N.A.	30%	2%	-15%	-10%	0%
Длинномерные изделия						
Биллеты, экспорт в СНГ, новый	504	668	641	545	501	501
Биллеты, экспорт в СНГ, предыдущий	495	560	538	516	495	495
Новый/предыдущий прогноз, %	2%	19%	19%	6%	1%	1%
% в год. сопост.	N.A.	32%	-4%	-15%	-8%	0%
Арматура, экспорт в СНГ, новый	557	822	797	614	583	583
Арматура, экспорт в СНГ, предыдущий	549	590	572	555	538	538
Новый/предыдущий прогноз, %	1%	39%	39%	11%	8%	8%
% в год. сопост.	N.A.	48%	-3%	-23%	-5%	0%
Арматура, внутренний рынок, новый	658	918	1,036	767	700	670
Арматура, внутренний рынок, предыдущий	653	706	744	694	646	646
Новый/предыдущий прогноз, %	1%	30%	39%	11%	8%	4%
% в год. сопост.	N.A.	40%	13%	-26%	-9%	-4%
УГОЛЬ И ЖЕЛЕЗНАЯ РУДА						
Коксующийся уголь, новый	74	260	270	180	150	110
Коксующийся уголь, предыдущий	74	140	120	110	90	90
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	86%	125%	64%	67%	22%
% в год. сопост.	N.A.	253%	4%	-33%	-17%	-27%
Энергетический уголь, новый	52	90	120	110	100	100
Энергетический уголь, предыдущий	52	58	57	56	55	54
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	55%	111%	96%	82%	85%
% в год. сопост.	N.A.	74%	33%	-8%	-9%	0%
Концентрат железной руды, новый	64	80	80	80	80	80
Концентрат железной руды, предыдущий	64	80	80	80	80	80
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%
% в год. сопост.	N.A.	25%	0%	0%	0%	0%
Металлолом, новый	207	308	298	230	218	218
Металлолом, предыдущий	207	215	210	205	200	200
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	43%	42%	12%	9%	9%
% в год. сопост.	N.A.	49%	-3%	-23%	-5%	0%

*Долгосрочные цены на все металлы с 2012П

Источник: оценки UniCredit Global Research

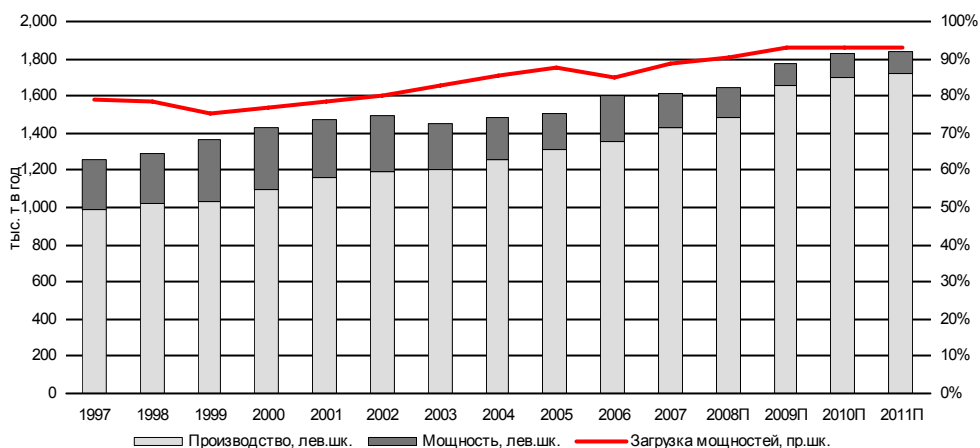
Цены на цветные и драгоценные металлы должны вырасти еще больше

Мы считаем медь, платину, палладий и серебро наиболее привлекательными среди цветных и драгоценных металлов на ближайшие 12 месяцев. Высокий спрос со стороны Китая, России и Индии, а также ограниченные возможности увеличения предложения должны поддерживать высокий уровень цен на медь, которые уже достигли новых рекордных отметок в I квартале 2008 года. Дефицит электроэнергии в Южной Африке, в сочетании со стагнацией производства в России, должен привести к сокращению предложения платины и палладия – имеющих большое значение в свете продолжающегося повышения экологических требований в развивающихся странах. Серебро, являющееся попутным металлом при производстве меди, цинка и золота, может быть заложником стагнации производства цветных металлов и постоянно растущего спроса в сфере электроники, поэтому мы ожидаем дальнейшего роста цен на серебро в 2008-2009 годах.

Мы по-прежнему прогнозируем рост цен на никель

Мы ожидаем, что производство никеля будет расти в среднем приблизительно на 4.7% в год на протяжении 2008-2011 годов, и мы считаем такие темпы роста консервативными, принимая во внимание, что только Китай, вероятно, будет обеспечивать не менее 3 п.п. роста мирового спроса. Мы уверены в том, что существенное сокращение потребления никеля в развитых странах маловероятно, так как высокий уровень потребления нержавеющей стали является одной из отличительных особенностей развитой экономики.

КОЭФФИЦИЕНТ ЗАГРУЗКИ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ МОЩНОСТЕЙ ДОЛЖЕН УВЕЛИЧИТЬСЯ ВСЛЕД ЗА РОСТОМ ПРОИЗВОДСТВА НИКЕЛЯ



Источник: Reuters; INSG; оценки UniCredit Global Research

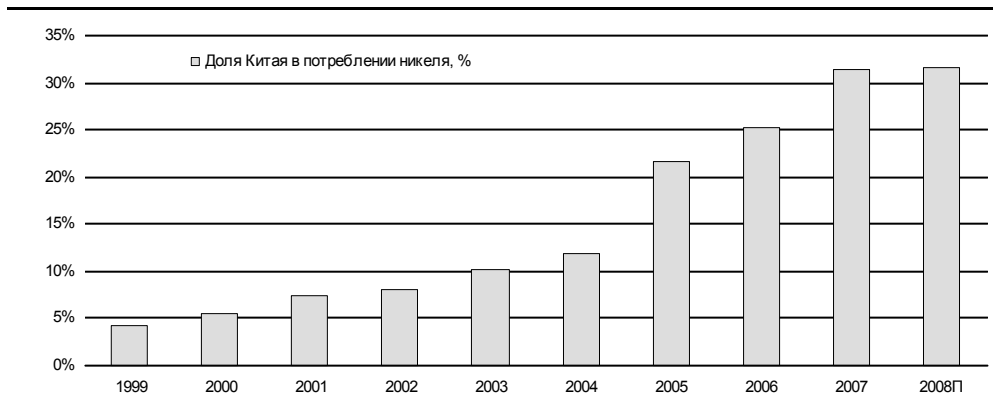
На КНР приходилось 32% совокупного мирового потребления рафинированного никеля в 2007 году, и мы ожидаем, что спрос со стороны КНР повысится в 2008 году как минимум на 11% по сравнению с прошлым годом, что будет способствовать повышению мирового потребления никеля примерно на 3 п.п.

В ближайшие несколько лет спрос на медь в Китае должен расти приблизительно на 5% в год, исходя из наших прогнозов. Мы считаем, что в среднесрочной перспективе можно ожидать еще одного сильного ралли цен на никель на фоне роста потребления никеля в Индии, которая обеспечивала всего 3% мирового спроса в 2007 году. Мы ожидаем, что потребление никеля в Индии будет расти как минимум на 5% в среднем в

Металлургия и горнодобывающая промышленность

год на протяжении 2008-2020 годов, что приблизительно соответствует объявленным планам увеличения производства стали в Индии в два раза к 2020 году.

РАСТУЩИЙ СПРОС СО СТОРОНЫ КИТАЯ ПОДТАЛКИВАЕТ ЦЕНЫ НА НИКЕЛЬ К НОВЫМ РЕКОРДНЫМ УРОВНЯМ



Источник: INSG; ABARE; оценки UniCredit Global Research

Производство нержавеющей стали остается основной сферой применения никеля (на нержавеющую сталь пришлось около 66% совокупного потребления никеля в 2007 году), при этом наиболее популярной и высококачественной маркой стали является серия 300, характеризующаяся высоким содержанием никеля. В 2007 году увеличилось потребление стали с низким содержанием никеля (серии 200) и безникелевых марок стали (серии 400), заменяющих сталь серии 300; однако мы считаем, что текущий уровень цен на никель позволит производителям стали изменить ассортимент выпуска в пользу увеличения производства марок стали серии 300.

Хотя мы с оптимизмом оцениваем перспективы динамики спроса на никель, мы отмечаем, что обогатительные комбинаты и плавильные заводы в настоящее время работают примерно на 90% мощности, тогда как никелевые рудники задействованы на 98%. Это означает, что предложение никеля может демонстрировать временные снижения в связи с запуском или расширением новых рудников или с другими факторами, которые уже наблюдались в 2008 году (например, дефицит электроэнергии в ЮАР и наводнение в Австралии).

МЫ ПРОГНОЗИРУЕМ СРЕДНЕГОДОВЫЕ ТЕМПЫ РОСТА ПРОИЗВОДСТВА НИКЕЛЯ НА УРОВНЕ 4.7% В 2008-2009 ГОДАХ

Производство никеля (1.43 млн. т, 2007П)



Производство никеля (1.72 млн. т, 2011П)

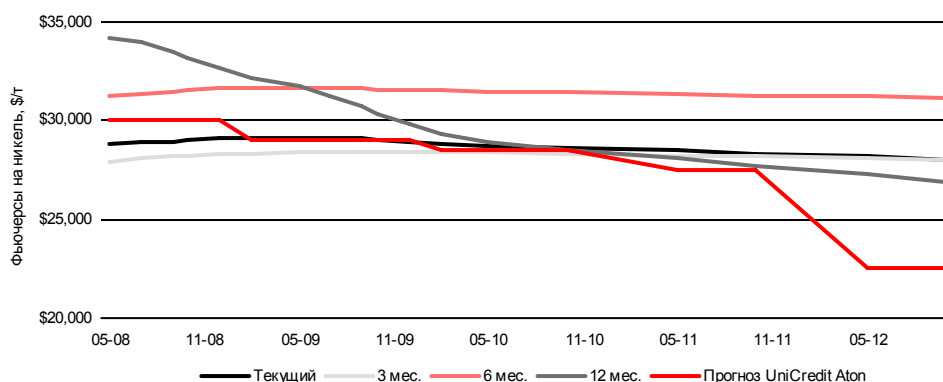


Источник: оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Хотя наш оптимистический прогноз роста цен на никель строится на балансе спроса и предложения, мы также предпочитаем анализировать фьючерсную кривую при разработке наших прогнозов. В настоящее время фьючерсная кривая несколько понижается, но без резких падений, что подтверждает наше мнение о том, что вероятность существенно снижения цен на никель невелика. Как обычно, мы предпочитаем более консервативный подход, чем следует из фьючерсной кривой, и корректируем наши прогнозы цен на никель на 2008-2011 годы и оставляем без изменений наш долгосрочный прогноз цен на никель на уровне \$22 500/т.

ФЬЮЧЕРСНАЯ КРИВАЯ СНИЖАЕТСЯ УЖЕ В ТЕЧЕНИЕ ПОЛУГОДА



Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

МЫ ПЕРЕСМОТРЕЛИ ПРОГНОЗ ЦЕН НА НИКЕЛЬ С УЧЕТОМ ФЬЮЧЕРСНЫХ КОТИРОВОК

	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
Никель, \$/т (новый)	37,089	30,000	28,500	28,000	27,500	22,500
Никель, \$/т (предыдущий)	37,700	31,000	29,300	27,400	25,600	22,500
Новый/предыдущий прогноз, %	-2%	-3%	-3%	2%	7%	0%
% в год. сопост.	N.A.	-19%	-5%	-2%	-2%	-18%

*долгосрочные цены с 2012П

Источник: оценки UniCredit Global Research

Строительство и производство электроэнергии должны поддержать спрос на медь

Медь, применяющаяся в строительстве и электроэнергетике и играющая большую роль для этих отраслей, также является привлекательным, с нашей точки зрения, металлом на 2008 год. Мы считаем, что структура потребления высокочистой меди по отраслям в сочетании со структурой потребления по странам должна служить убедительной иллюстрацией потенциала значительного роста спроса в среднесрочной перспективе:

- Свыше 81% меди потребляется в строительстве и секторе производства электроэнергии
- В настоящее время около 29% мирового потребления меди приходится на Россию и КНР

Вместе с тем, мы по-прежнему ожидаем продолжения строительного бума в Китае и России, а также реализации широкомасштабных программ капиталовложений в производство электроэнергии в этих странах. С одной стороны, мы ожидаем, что спрос на медь в России и в Китае будет поддерживать цену меди в среднесрочной перспективе; с другой стороны, мы ожидаем, что рост спроса на электродвигатели приведет к еще более значительному росту спроса на медь в долгосрочной перспективе, так как популярность электродвигателей уже набирает силу в Японии и США и начинает распространяться в другие развитые и развивающиеся страны.

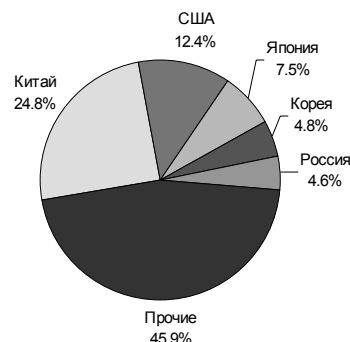
Металлургия и горнодобывающая промышленность

ОПРЕДЕЛЯЮЩИМИ ДВИЖУЩИМИ СИЛАМИ РОСТА СПРОСА НА МЕДЬ ЯВЛЯЮТСЯ СТРОИТЕЛЬСТВО И ПРОИЗВОДСТВО ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ

Промышленное потребление меди (17.9 млн. т, 2006)



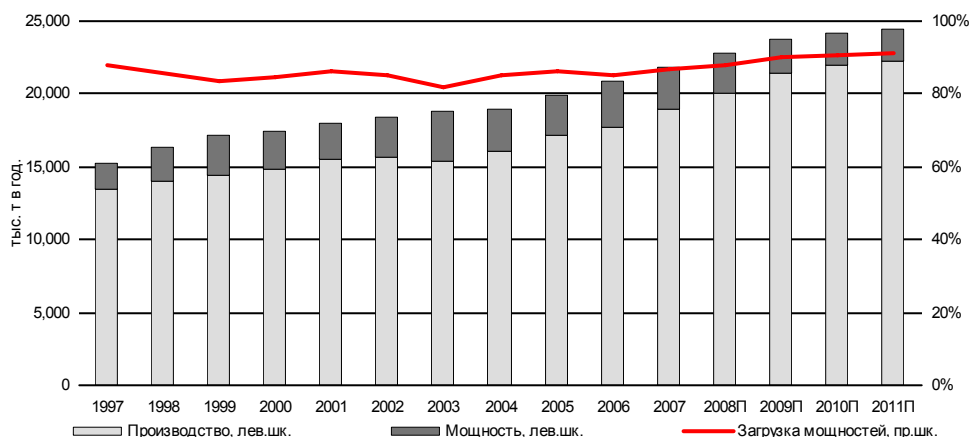
Потребление очищенной меди (17.1 млн. т, 2006)



Источник: ABARE; LME; UniCredit Global Research

Мы прогнозируем, что предложение серебра на мировом рынке будут расти в среднем на 4% в год в 2008-2011 годах, то есть с отставанием от роста спроса на серебро. Мы также отмечаем, что, как и в случае с производителями никеля, предприятия по выпуску металлической меди и медные рудники в настоящее время работают примерно на 90% мощности; данный показатель должен еще более повыситься в 2008-2011 годах. Это также подразумевает высокий риск появления дефицита в результате потенциального воздействия негативных внешних факторов, в частности, перебоев с электроснабжением и погодных условий.

МЫ ПРОГНОЗИРУЕМ ПОЧТИ ПОЛНУЮ ЗАГРУЗКУ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНЫХ МОЩНОСТЕЙ В 2008-2011 ГОДАХ

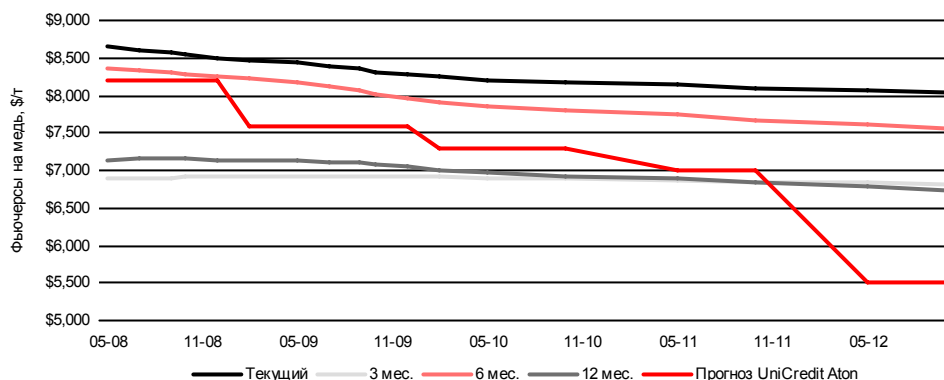


Источник: ABARE; Reuters; оценки UniCredit Global Research

Мы повышаем прогноз цен на медь с учетом недавних изменений фьючерсной кривой, оставляя наш прогноз ниже цен, подразумеваемых фьючерсными котировками. Тот факт, что цена меди находится на рекордных отметках уже два года подряд, свидетельствует о степени неэластичности спроса на медь. Если никелированная нержавеющая сталь может быть заменена на нержавеющую сталь более низкого качества или даже на пластик, медь сложнее заменить другими металлами, прежде всего, в сфере производства электроэнергии и электродвигателей.

Металлургия и горнодобывающая промышленность

МЫ ПО-ПРЕЖНЕМУ ЗАНИМАЕМ КОНСЕРВАТИВНЫЕ ПОЗИЦИИ ОТНОСИТЕЛЬНО ФЬЮЧЕРСНОЙ КРИВОЙ



Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

СИЛЬНЫЕ ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ И ПОВЫШЕНИЕ ФЬЮЧЕРСНОЙ КРИВОЙ ПОДТОЛКНУЛИ НАС К ПОВЫШЕНИЮ ПРОГНОЗА ЦЕН НА МЕДЬ

	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
Медь, \$/т (новый)	7,124	8,200	7,600	7,300	7,000	5,500
Медь, \$/т (предыдущий)	7,150	7,000	6,600	6,200	5,800	5,500
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	17%	15%	18%	21%	0%
% в год. сопост.	N.A.	15%	-7%	-4%	-4%	-21%

*долгосрочные цены с 2012П

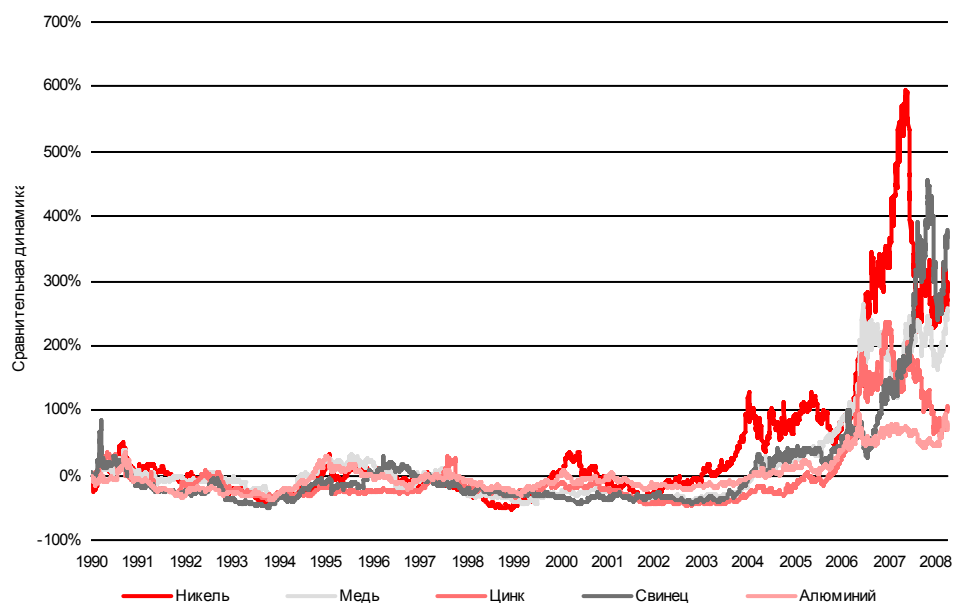
Источник: оценки UniCredit Global Research

Цена цинка может оказаться под давлением

Мы считаем, что в 2008 году может возникнуть избыточное предложение цинка, главным образом, из-за сокращения жилищного строительства в США и роста производства цинка в Китае, который являлся одним из основных движущих факторов динамики цен практически на все виды сырья.

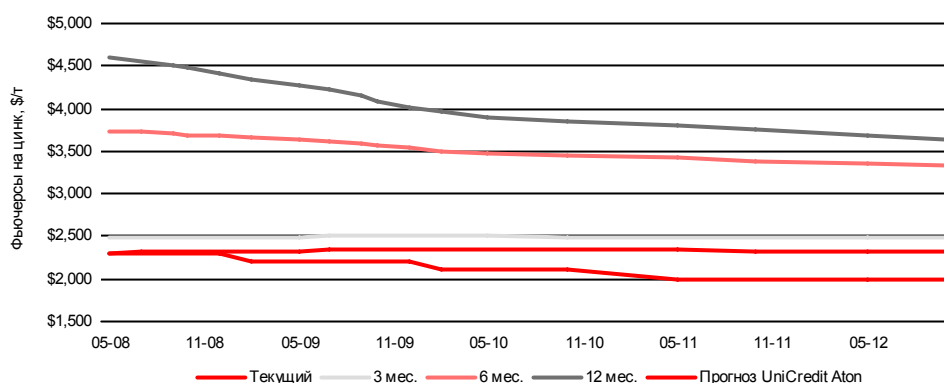
Хотя мы ожидаем, что цена цинка будет оставаться на текущем низком уровне в краткосрочной перспективе, в более долгосрочной перспективе рост спроса на развивающихся рынках должен поддержать цены. Мы также ожидаем, что продолжающееся расширение применения цинка в производстве длинного проката (в особенности – в арматурных стержнях) для повышения их устойчивости к коррозии должно постепенно принести плоды, и в потенциале может привести к существенному повышению спроса на цинк в среднесрочной перспективе.

С технической стороны, мы отмечаем тесную корреляцию цен на цинк, никель, медь и алюминий. Это свидетельствует о том, что относительное отставание цен на цинк может быть краткосрочным явлением, и обычная корреляция может возобладать в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Металлургия и горнодобывающая промышленность
НЕДАВНЕЕ ОТСТАВАНИЕ ЦЕН НА ЦИНК МОЖЕТ БЫТЬ ВРЕМЕННЫМ ЯВЛЕНИЕМ


Источник: Bloomberg

Хотя мы сохраняем оптимизм относительно динамики цен на цинк в среднесрочной и долгосрочной перспективе, мы пересматриваем наш прогноз на 2008-2009 годы с учетом смещения фьючерсной кривой, которая является отправной точкой наших прогнозов цен на сырье.

МЫ ПЕРЕСМАТРИВАЕМ НАШ ПРОГНОЗ В СООТВЕТСТВИИ С ФЬЮЧЕРСНОЙ КРИВОЙ


Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

МЫ ПОНИЖАЕМ НАШ КРАТКОСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ ЦЕН НА ЦИНК

	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
Цинк, \$/т (новый)	3,250	2,300	2,200	2,100	2,000	2,000
Цинк, \$/т (предыдущий)	3,280	2,400	2,300	2,100	2,000	2,000
Новый/предыдущий прогноз, %	-1%	-4%	-4%	0%	0%	0%
% в год. сопост.	N.A.	-29%	-4%	-5%	-5%	0%

*долгосрочные цены с 2012П

Источник: оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

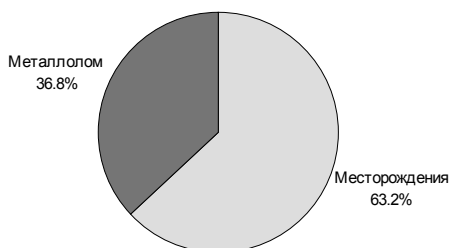
Промышленный рост обеспечит сильный спрос на свинец

Мы повторяем наше мнение о том, что свинец должен пользоваться повышенным спросом в связи с быстрым ростом промышленности в развивающихся странах. Важнейшая сфера применения свинца – производство аккумуляторных батарей, на которые приходится около 80% совокупного потребления свинца. На свинцово-кислотные аккумуляторы приходится около 50% совокупного объема производства аккумуляторов, и они используются в автомобилях, в сфере связи, компьютерной техники и информатики; все эти отрасли, должны расти высокими темпами в среднесрочной перспективе.

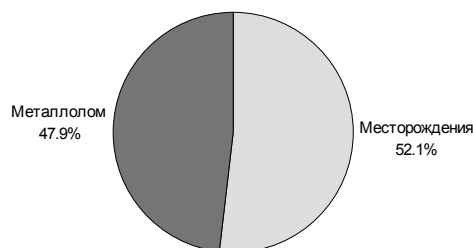
Мы прогнозируем, что предложение рафинированного свинца будет оставаться ограниченным, учитывая значительную роль свинцового лома в структуре предложения. Поскольку производители свинца из свинцового лома характеризуются низкой рентабельностью, мы считаем, что любое значительное понижение цен на свинец немедленно вызовет дефицит свинца из этого источника, что, по сути, устанавливает нижнюю границу цен. Мы также отмечаем, что свинцовые рудники в настоящее время работают приблизительно на 100% проектной мощности. Это означает, что цена свинца будет очень чувствительной к любым перебоям работы рудников.

МЫ ПРОГНОЗИРУЕМ, ЧТО РОЛЬ СВИНЦОВОГО ЛОМА В ПОСТАВКАХ СВИНЦА БУДЕТ РАСТИ

Поставки свинца (8.6 млн. т, 2007)



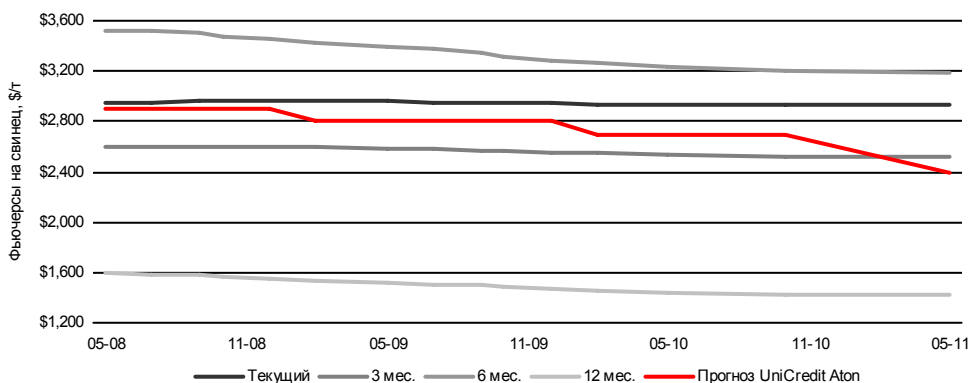
Поставки свинца (9.0 млн. т, 2011П)



Источник: Reuters; оценки UniCredit Global Research

Мы немного скорректировали наш прогноз цен на свинец в соответствии с фьючерсной кривой, которая стала практически плоской в прошлом квартале.

ФЬЮЧЕРСНАЯ КРИВАЯ ЦЕН НА СВИНЕЦ ПРАКТИЧЕСКИ ВЫРОВНЯЛАСЬ



Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность
МЫ НЕЗНАЧИТЕЛЬНО ПОНИЗИЛИ НАШ ПРОГНОЗ ЦЕН НА СВИНЕЦ В КРАТКОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

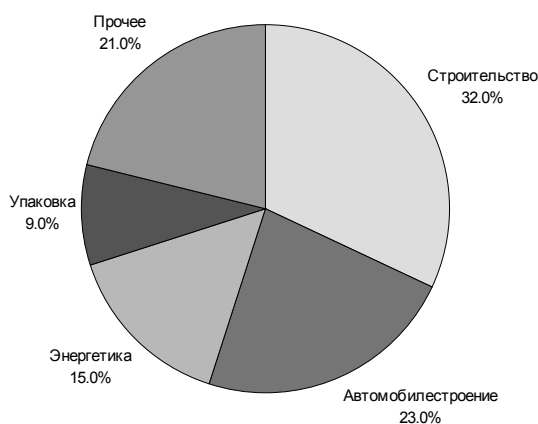
	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
Свинец, \$/т (новый)	2,595	2,900	2,800	2,700	2,400	2,400
Свинец, \$/т (предыдущий)	2,640	3,100	2,900	2,700	2,400	2,400
Новый/предыдущий прогноз, %	-2%	-6%	-3%	0%	0%	0%
% в год. сопост.	N.A.	12%	-3%	-4%	-11%	0%

* долгосрочные цены с 2012П

Источник: оценки UniCredit Global Research

Дисбаланс спроса и предложения, а также высокие расходы должны поддерживать цену алюминия на высоком уровне

Мы ожидаем, что дефицит алюминия будет сохраняться в 2008-2011 годах, при поддержке быстрого роста потребления алюминия в Китае, на который в 2007 году уже приходилось около 32% совокупного мирового спроса на алюминий. По нашим оценкам, совокупное потребление алюминия в 2007 году составило около \$100 млрд. В то же время, мы отмечаем, что КНР планирует потратить более \$175 млрд. на железнодорожные проекты в рамках 11-го пятилетнего плана (на 2006-2010 годы) и свыше \$164 млрд. на распределительные электросети – на эти два сектора уже сейчас приходится менее половины совокупного потребления алюминия в Китае. Поэтому мы считаем, что спрос на алюминий в Китае должен поддерживать дефицит данного металла на мировом рынке.

НА ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ СЕКТОР ПРИШЛОСЬ 15% СПРОСА НА АЛЮМИНИЙ В КИТАЕ, СОСТАВИВШЕГО 7.1 МЛН. Т В 2006 ГОДУ


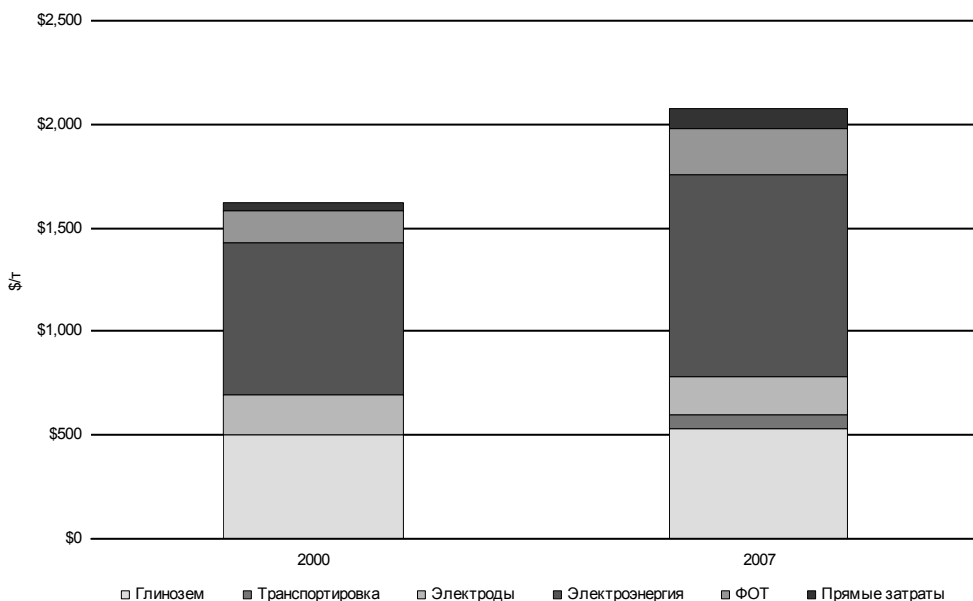
Источник: Antaika; оценки UniCredit Global Research

Мы ожидаем, что КНР увеличит свою долю в мировом производстве данного металла до 40% к 2011 году. Вместе с тем, мы отмечаем, что производство алюминия в Китае является весьма дорогостоящим, уступая по затратам только Европе. Это означает, что доля КНР в мировом производстве алюминия в конечном итоге станет мерилom нижней границы возможных цен реализации алюминия. В 2007 году среднемировая себестоимость производства алюминия составляла \$2 079/т, при этом на электроэнергию приходилось около 47% совокупных затрат. С учетом роста цен на энергетический уголь, а также учитывая тот

Металлургия и горнодобывающая промышленность

факт, что свыше 70% электроэнергии в Китае производится тепловыми электростанциями, мы считаем, что в дальнейшем цены на электроэнергию должны создать понижающее давление на объемы производства алюминия в Китае. В этой связи мы считаем, что наш долгосрочный прогноз цены алюминия в размере \$2 350/т является вполне реалистичным, и может даже оказаться излишне консервативным.

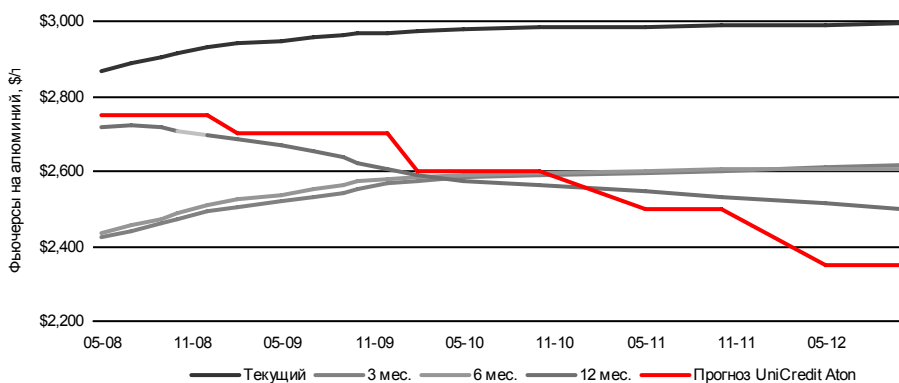
ДОЛЯ ЭЛЕКТРОЭНЕРГИИ В СЕБЕСТОИМОСТИ АЛЮМИНИЯ СУЩЕСТВЕННО ВЫРОСЛА С 2000 ПО 2007 ГОД



Источник: CRU; Brook Hunt; оценки UniCredit Global Research

Мы с оптимизмом оцениваем перспективы динамики цен на алюминий и повышаем наш среднесрочный прогноз цен на данный металл, однако и в этом случае наш прогноз выглядит консервативным по сравнению с ожиданиями рынка, отраженными в повышающейся фьючерсной кривой. Мы не исключаем возможности дальнейшего повышения нашего прогноза цен на алюминий, при условии усугубления дефицита поставок в сочетании с ростом инфляции в КНР и повышением курса юаня (RMB), что должно привести к дальнейшему повышению себестоимости производства.

РАСТУЩАЯ ФЬЮЧЕРСНАЯ КРИВАЯ ОТРАЖАЕТ ОЖИДАНИЯ ДЕФИЦИТА АЛЮМИНИЯ



Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ ДЕФИЦИТ АЛЮМИНИЯ ОПРЕДЕЛЯЕТ ПОВЫШЕНИЕ ПРОГНОЗА ЦЕН

	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
Алюминий, \$/т (новый)	2,643	2,750	2,700	2,600	2,500	2,350
Алюминий, \$/т (предыдущий)	2,700	2,700	2,600	2,500	2,350	2,350
Новый/предыдущий прогноз, %	-2%	2%	4%	4%	6%	0%
% в год. сопост.	N.A.	4%	-2%	-4%	-4%	-6%

*долгосрочные цены с 2012П

Источник: оценки UniCredit Global Research

Титан остается одним из наиболее привлекательных металлов в долгосрочной перспективе

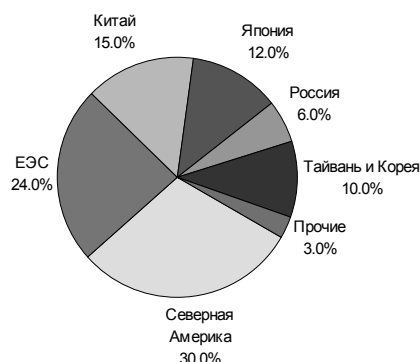
Мы прогнозируем, что цена титана будет оставаться высоким уровне и в дальнейшем, исходя из нескольких факторов:

- Запасы готового к применению титана находятся на самом низком уровне со времен окончания холодной войны, после широкомасштабной распродажи государственных запасов титана в странах СНГ и в США в 1994-2003 годах;
- Потребление титана в аэрокосмической отрасли (на которую приходилось около 50% совокупного потребления титана в 2007 году) должно расти благодаря высокому спросу на развивающихся рынках;
- Общая тенденция к увеличению использования титана в воздушных судах с целью понижения расхода горючего и повышения экономической эффективности их эксплуатации;
- Продолжающиеся войны в отдельных регионах (прежде всего – на Ближнем Востоке и в Афганистане) и растущая милитаризация других регионов (КНР, Японии, Ирана и ОАЭ) могут привести к существенному повышению расходов на аэрокосмическую технику военного назначения во всем мире;

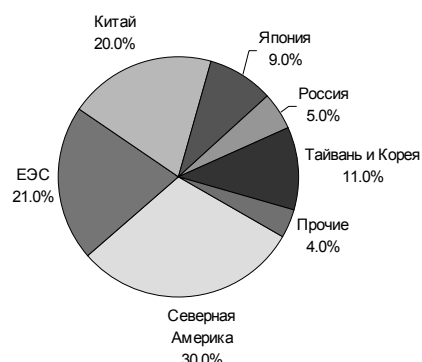
Мы считаем потребление титана в аэрокосмической отрасли основным катализатором роста спроса; другие области промышленного и потребительского применения титана, по нашему мнению, имеют ограниченный потенциал роста в связи с дороговизной титана.

МЫ ОЖИДАЕМ, ЧТО СЕВЕРНАЯ АМЕРИКА И ЕВРОПА СОХРАНЯТ ЗНАЧИТЕЛЬНУЮ ДОЛЮ В МИРОВОМ ПОТРЕБЛЕНИИ ТИТАНА В БУДУЩЕМ

Потребление титановой продукции (80 000 т, 2005)



Потребление титановой продукции (124 000 т, 2011П)



Источник: ABARE; оценки UniCredit Global Research

Средняя цена титана на мировом рынке в 2007 году оставалась без изменений на уровне \$61 550/т, и мы ожидаем, что в 2008 году средняя цена составит около \$62 000/т. Впоследствии мы прогнозируем постепенное снижение цены титана до нашего долгосрочного прогноза в \$50 000/т в 2012 году. В частности, мы понижаем наш прогноз цен на титан на 2008-2009 годы, и одновременно незначительно повышаем наш прогноз на 2010-2011 годы.

Металлургия и горнодобывающая промышленность

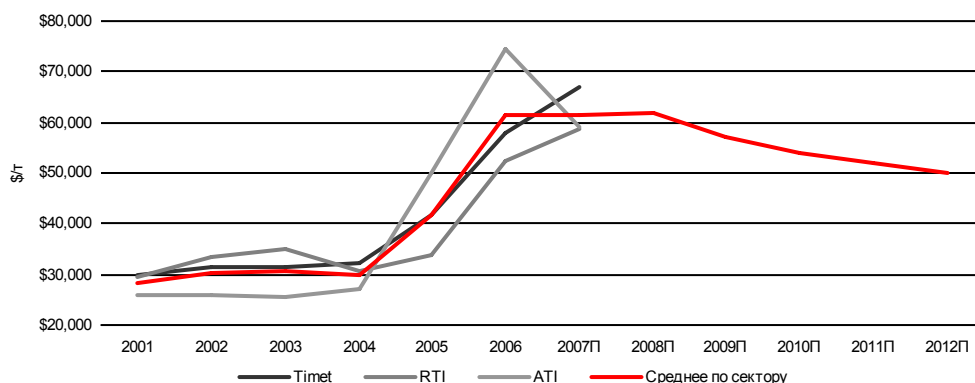
МЫ ПРОГНОЗИРУЕМ СТАБИЛЬНО ВЫСОКИЕ ЦЕНЫ НА ТИТАН НА 2008-2012 ГОДЫ

	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
Титан, \$/т (новый)	61,550	62,000	57,000	54,000	52,000	50,000
Титан, \$/т (предыдущий)	67,020	70,000	60,000	50,000	50,000	50,000
Новый/предыдущий прогноз, %	-8%	-11%	-5%	8%	4%	0%
% в год. сопост.	N.A.	1%	-8%	-5%	-4%	-4%

*долгосрочные цены с 2012П

Источник: данные компаний; оценки UniCredit Global Research

МЫ ОЖИДАЕМ, ЧТО ЦЕНЫ НА ТИТАН ПРАКТИЧЕСКИ НЕ ИЗМЕНЯТСЯ В 2008 ГОДУ



Источник: данные компаний; оценки UniCredit Global Research

Возможный среднесрочный дефицит платины может привести к росту цен

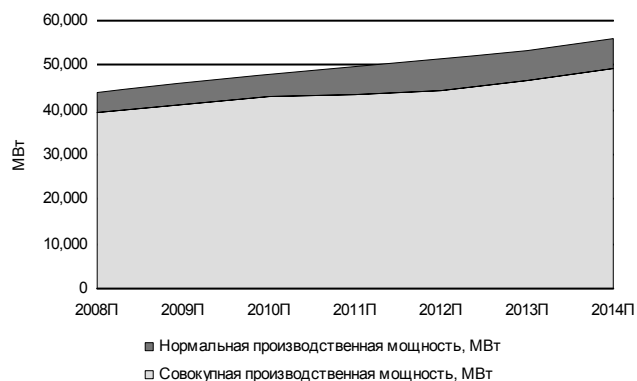
Мы ожидаем, что дефицит электроэнергии в Южно-Африканской Республике будет сохраняться, по крайней мере, до 2014 года. Данная проблема уже привела к значительному сокращению производства крупнейшими производителями платины в ЮАР. Производство платины в России (ГМК "Норильский никель") также, по всей вероятности, будет переживать стагнацию, так как существенного увеличения производственных мощностей в обозримом будущем не ожидается.

ЮАР, МИРОВОЙ МОНОПОЛИСТ ПО ПРОИЗВОДСТВУ ПЛАТИНЫ, МОЖЕТ БЫТЬ ПАРАЛИЗОВАН НА БЛИЖАЙШИЕ ГОДЫ

Мировые поставки платины (2006, 6.7 млн. унц.)



Нехватка мощностей в ЮАР препятствует росту поставок



Источник: Eskom; Johnson Matthey; оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

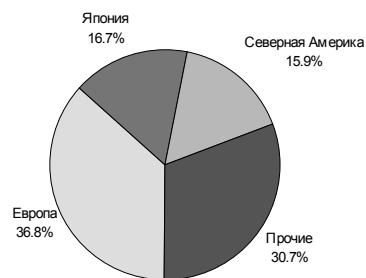
Спрос на платину сосредоточен главным образом в производстве катализаторов для автомобильных двигателей. Принимая во внимание, что применение платины ведет к существенному сокращению выбросов углекислого газа и других загрязняющих веществ автомобильными двигателями, мы убеждены в том, что спрос будет расти с принятием в развитых странах все более строгих экологических стандартов. Более того, повышенные требования к уровню выбросов постепенно распространяются на развивающиеся страны, и это означает, что существенный рост производства автомобилей, который ожидается в развивающихся странах, должен привести к еще большему повышению спроса на платину. Хотя спрос на платину для изготовления ювелирных изделий может снизиться, так как спрос в данном секторе является наиболее эластичным к росту цен, мы ожидаем, что потребление платины в других сферах ее применения будет продолжать расти с разработкой новых технологий, требующих применения данного металла.

ПОСТОЯННОЕ ПОВЫШЕНИЕ ТРЕБОВАНИЙ К АВТОМОБИЛЬНЫМ ВЫБРОСАМ ВЕДЕТ К РОСТУ СПРОСА НА ПЛАТИНУ

Структура потребления платины (6.8 млн. унц., 2006)



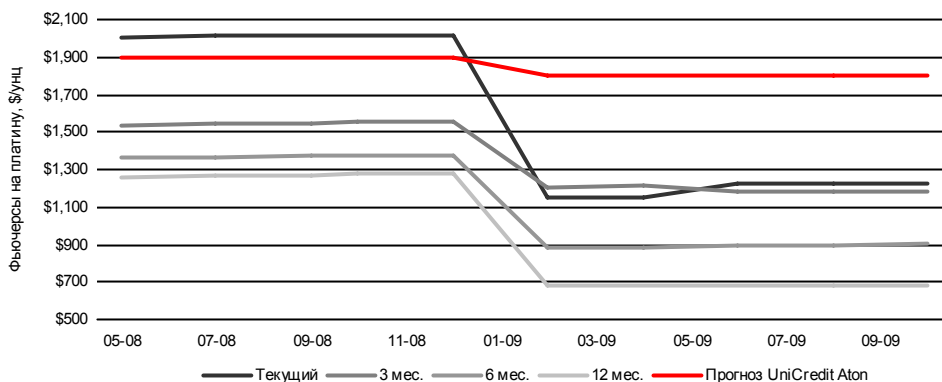
География потребления платины (6.8 млн. унц., 2006)



Источник: Johnson Matthey; оценки UniCredit Global Research

Фьючерсная кривая цен на платину сместилась вверх за последние полгода, подтвердив наши оптимистические ожидания. С учетом нашего представления о ситуации со спросом и предложением платины в среднесрочной перспективе, мы видим фундаментальные причины для дальнейшего повышения цен.

ФЬЮЧЕРСНАЯ КРИВАЯ ПОВЫСИЛАСЬ В СВЯЗИ С ДЕФИЦИТОМ ЭЛЕКТРИЧЕСТВА В ЮАР



Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Тем не менее, мы прогнозируем снижение цен на платину в среднесрочной перспективе до нашего долгосрочного прогноза в \$1 500/унц. Данный уровень на 50% превышает наш предыдущий прогноз в \$1 000/унц.

МЫ СУЩЕСТВЕННО ПОВЫШАЕМ НАШ ПРОГНОЗ ЦЕН НА ПЛАТИНУ

	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
Платина, \$/унц. (новый)	1,900	1,850	1,800	1,700	1,500
Платина, \$/унц. (предыдущий)	1,350	1,200	1,100	1,000	1,000
Новый/предыдущий прогноз, %	8%	24%	27%	30%	50%
% в год. сопост.	N.A.	-3%	-3%	-6%	-12%

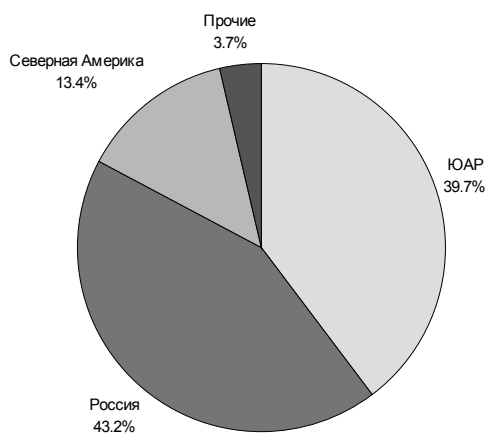
*долгосрочные цены с 2012П

Источник: оценки UniCredit Global Research

Цена палладия может вырасти в результате ограниченного предложения платины

Мы также прогнозируем дефицит палладия в среднесрочной перспективе, поскольку этот металл во многом сходен с платиной, как в плане предложения, так и в плане структуры спроса. Как и в случае платины, 83% палладия производится в России и ЮАР, и производство данного металла постепенно сокращается в обеих странах.

РОССИЯ И ЮАР ПРОИЗВЕЛИ 83% ПАЛЛАДИЯ В МИРЕ (2006, 7.2 МЛН. УНЦИЙ)



Источник: Johnson Matthey; данные компаний; оценки UniCredit Global Research

Структура спроса на палладий сходна со структурой спроса на платину, как по сферам применения в промышленности, так и по географическому распределению. Однако в 2001-2006 годах наблюдался существенный излишек палладия – по нашему мнению, это было связано с сокращением спроса, объяснявшимся опасениями участников рынка в связи с перебоями поставок данного металла из России (наблюдавшимися в 1999-2000 годах). Однако, учитывая тот факт, что поставки ГКМ "Норильский никель", единственного в России производителя палладия, стали прозрачными, мы прогнозируем существенный рост спроса. Мы также ожидаем, что высокая цена платины должна подтолкнуть производителей

Металлургия и горнодобывающая промышленность

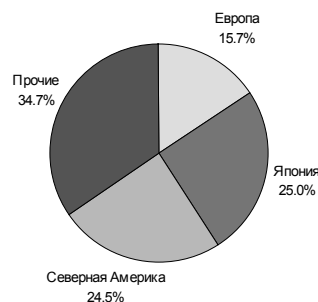
автомобильных катализаторов и ювелирных изделий к частичному переходу на палладий в среднесрочной перспективе, поскольку этот металл в 4 раза дешевле платины. В результате цена палладия может повыситься до более высокого уровня.

ЯВЛЯЯСЬ БЛИЗКИМ ЗАМЕНИТЕЛЕМ ПЛАТИНЫ, ПАЛЛАДИЙ ДОЛЖЕН ПОЛЬЗОВАТЬСЯ ВЫСОКИМ СПРОСОМ В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

Структура потребления палладия (2006, 6.6 млн. унц.)



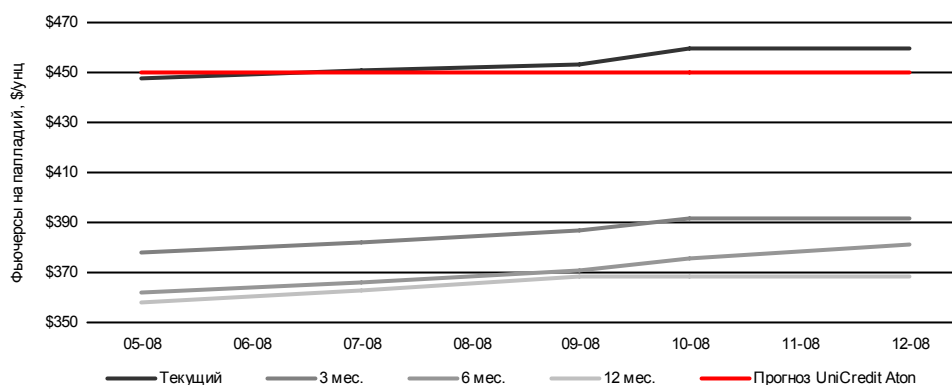
География потребления палладия (2006, 6.6 млн. унц.)



Источник: Johnson Matthey; оценки UniCredit Global Research

Фьючерсная кривая существенно повысилась за последние шесть месяцев, отражая ожидания рынка в связи с ростом спроса на палладий. В то же время, мы не исключаем, что сроки перехода потребителей с платины на палладий могут оказаться довольно-таки продолжительными, и поэтому мы вносим лишь небольшие изменения в наши прогнозы цен на палладий, повышая долгосрочный прогноз на 5% до \$390/унц.

РЫНОК НЕДАВНО СУЩЕСТВЕННО ПЕРЕСМОТРЕЛ УРОВЕНЬ ЦЕН НА ПАЛЛАДИЙ



Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

МЫ ПЕРЕСМАТРИВАЕМ НАШ ПРОГНОЗ ЦЕН НА ПАЛЛАДИЙ В СВЯЗИ С БОЛЕЕ СИЛЬНЫМИ ФУНДАМЕНТАЛЬНЫМИ ПОКАЗАТЕЛЯМИ

	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
Палладий, \$/унц. (новый)	356	450	430	400	390	390
Палладий, \$/унц. (предыдущий)	356	390	380	370	370	370
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	15%	13%	8%	5%	5%
% в год. сопост.	N.A.	27%	-4%	-7%	-3%	0%

*долгосрочные цены с 2012П

Источник: оценки UniCredit Global Research

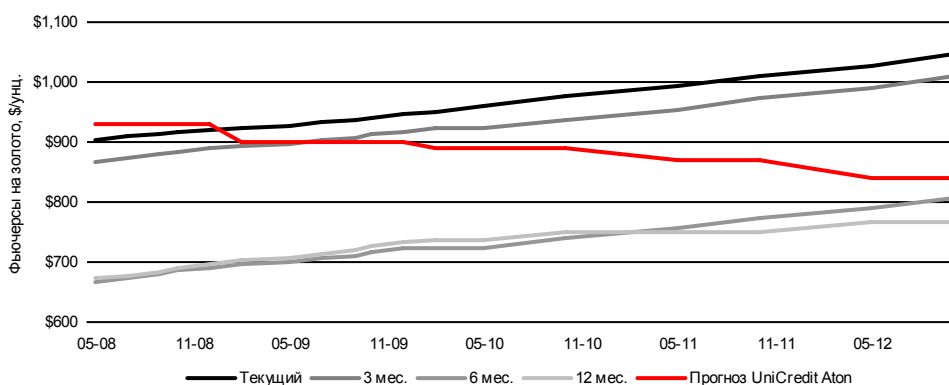
Металлургия и горнодобывающая промышленность

Слабость американского доллара и растущий физический спрос должны поддержать высокие цены на золото

Мы ожидаем, что цена золота будет оставаться высокой благодаря продолжающемуся снижению курса доллара и росту физического спроса. Сильные фундаментальные показатели, связанные как с инвестиционным, так и с физическим спросом на золото, позволяют предполагать, что цена золота будет оставаться высокой в 2008-2014 годах. Ожидания экономического спада (рецессии) в США в краткосрочной перспективе заставили ФРС понизить ставку рефинансирования на 3% за последние полгода. Все в большей степени участники рынка воспринимают золото как инструмент, позволяющий защититься от долларовой инфляции, что ведет к росту популярности у инвесторов золота и производных инструментов, например, ETF (торгующиеся на бирже фонды).

В основе нашего прогноза цен на золото в краткосрочной и среднесрочной перспективе лежит фьючерсная кривая, хотя мы придерживаемся относительно консервативного подхода.

ФЬЮЧЕРСНАЯ КРИВАЯ СВИДЕТЕЛЬСТВУЕТ О КОНСЕРВАТИЗМЕ НАШЕГО ПРОГНОЗА ЦЕН НА ЗОЛОТО



Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

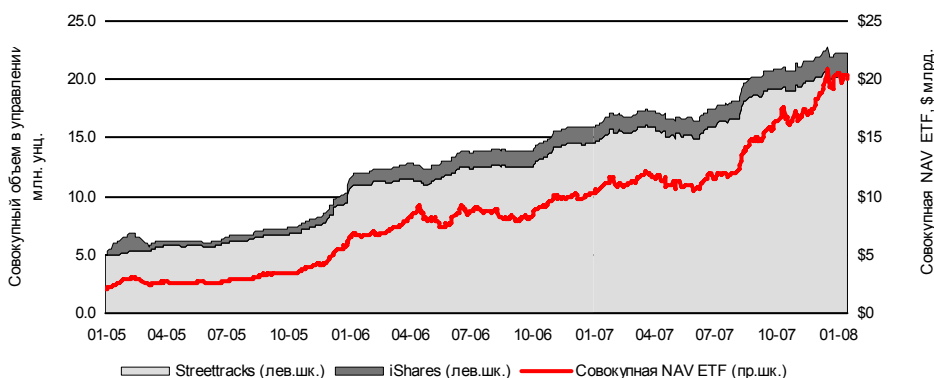
МЫ ПРОГНОЗИРУЕМ РОСТ ЦЕН НА ЗОЛОТО

	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
Золото, \$/унц.	697	930	900	890	870	840
% в год. сопост.	N.A.	33%	-3%	-1%	-2%	-3%

*долгосрочный прогноз \$700/унц. с 2015П

Источник: оценки UniCredit Global Research

ЗАПАСЫ ЗОЛОТА У ETF ВЫРОСЛИ В 5 РАЗ С ЯНВАРЯ 2005 ГОДА

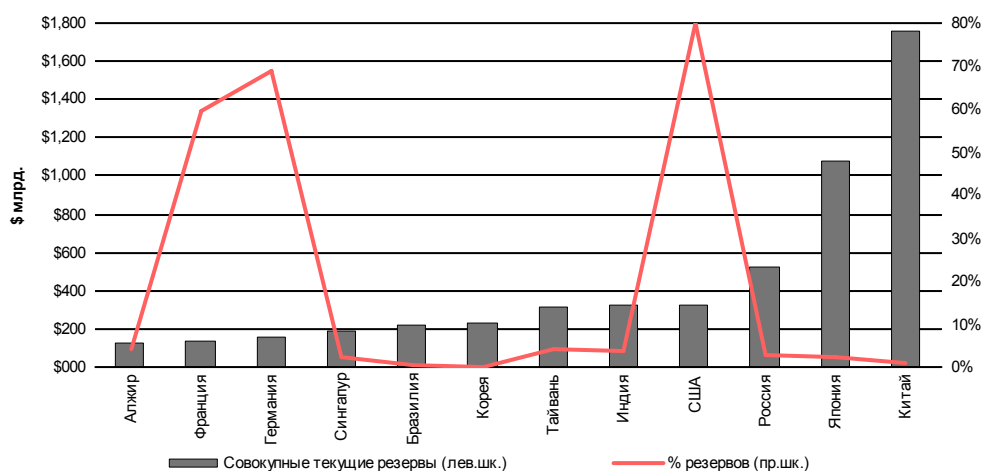


Источник: World Gold Council; Streettracks; iShares; оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Инвестиционный спрос на золото также должен повыситься, так как центральные банки изменяют состав своих золотовалютных запасов, чтобы избежать их обесценивания в связи с падением доллара США. Китай и Индия традиционно хранили незначительную часть своих золотовалютных запасов в виде золота (всего около 3%). Если эти страны увеличат долю золота в своих золотовалютных запасах, можно ожидать дальнейшего роста цен, принимая во внимание огромный размер резервов этих стран. В то же время, вывод национальных золотовалютных запасов из американской валюты со значительной вероятностью может повысить ее нестабильность, что должно еще более повысить привлекательность золота.

КИТАЙ МОЖЕТ ПОВЫСИТЬ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ СПРОС НА ЗОЛОТО*



*на 14 марта 2008

Источник: IMF; World Gold Council; оценки UniCredit Global Research

Хотя совокупный спрос на золото традиционно определялся инвестиционным спросом, рост физического спроса также может поддержать цену золота. На Индию и Китай в совокупности приходилось около 42% мирового потребления золота в 2006 году (исключая использование золотого лома). Высокие темпы роста ВВП в обеих странах указывают на то, что рост спроса должен продолжаться, так как все более широкие слои населения могут себе позволить тратить более значительные средства на ювелирные изделия. В КНР совокупный потребительский спрос на золото вырос в 2007 году на 26% по сравнению с 2006 годом и составил 10.5 млн. унц., выведя Китай на второе место по розничным продажам ювелирных изделий из золота (после Индии); при этом спрос на ювелирные изделия составил 9.7 млн. унц.

Мировой промышленный спрос на золото повысился в 2007 году на 21% по сравнению с предыдущим годом и достиг рекордной отметки в 15 млн. унц. Спрос определялся ростом продаж бытовой электроники, в том числе плоских экранов и проигрывателей MP3. Высокие цены на золото, судя по всему, не повлияли на рост в данном секторе.

Металлургия и горнодобывающая промышленность

БАЛАНС СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ ОБЕСПЕЧИВАЕТ СИЛЬНУЮ ПОДДЕРЖКУ ЦЕНЕ ЗОЛОТА

млн. унц.	2005	2006	В год. сопост.	2007	В год. сопост.
Предложение					
Добыча на месторождениях	82.0	79.8	-3%	78.7	-1%
Хеджирование	-2.8	-12.0	334%	-12.9	7%
Официальные поставки	21.3	11.8	-45%	15.6	32%
Лом	28.5	35.6	25%	30.1	-15%
Совокупное предложение	129.0	115.2	-11%	111.5	-3%
Спрос					
Ювелирная промышленность	87.0	73.4	-16%	78.0	6%
Промышленное производство и стоматология	13.9	14.7	6%	15.0	2%
Слитки для частных инвестиций	12.4	12.8	3%	13.0	2%
Фонды ETF и аналоги	6.7	8.4	25%	8.1	-3%
Совокупный спрос	120.0	109.3	-9%	114.0	4%
Предполагаемые инвестиции	9.0	5.9	-35%	-2.5	-143%
Цена в Лондоне (PM fix), \$/унц.	444	604	36%	695	15%

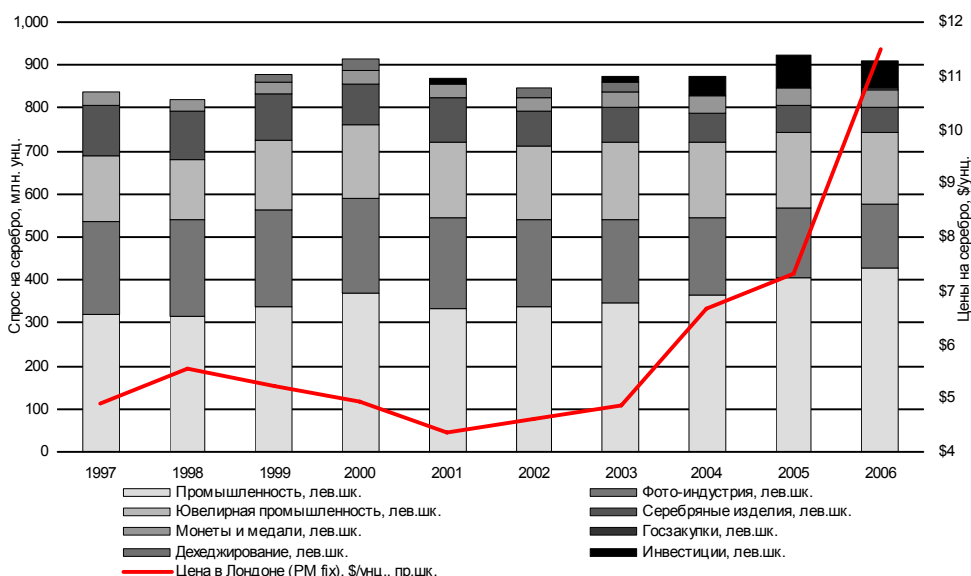
Источник: World Gold Council

Цена серебра выигрывает от роста промышленного и инвестиционного спроса на данный металл

Растущий спрос в промышленности и инвестиционный спрос, вероятно, будут поддерживать высокие цены на серебро в долгосрочной перспективе. Хотя серебро также является драгоценным металлом, оно используется преимущественно в промышленности, и в 2007 года доля промышленного применения серебра увеличилась до более чем 63% совокупного объема потребления. Исторически основными сферами промышленного применения серебра являлось производство электроники и электроприборов, а также фото-индустрия; однако в результате технического прогресса структура спроса на серебро в последние годы существенно изменилась. Продолжающийся процесс замены пленочных фотоаппаратов на цифровые камеры привел к существенному сокращению потребления серебра в фотографическом сегменте, где использование серебра сократилось в 2006 году на 10% по сравнению с предыдущим годом. С другой стороны, растущий спрос на электронику, прежде всего – на телевизоры LCD, как в развитых, так и в развивающихся странах, привел к повышению совокупного потребления серебра в 2006 году на 7% по сравнению с 2005 годом. В целом, существенное повышение спроса на серебро в электронике перевешивает сокращение потребления серебра в фото-индустрии, и мы ожидаем, что данная тенденция будет сохраняться в будущем. Огромные рынки Китай, Индия и Россия пока еще далеки от насыщения современной электроникой.

Металлургия и горнодобывающая промышленность

ПРОМЫШЛЕННЫЙ СПРОС НА СЕРЕБРО ПРОДОЛЖАЕТ РАСТИ, НЕСМОТЯ НА РОСТ ЦЕН



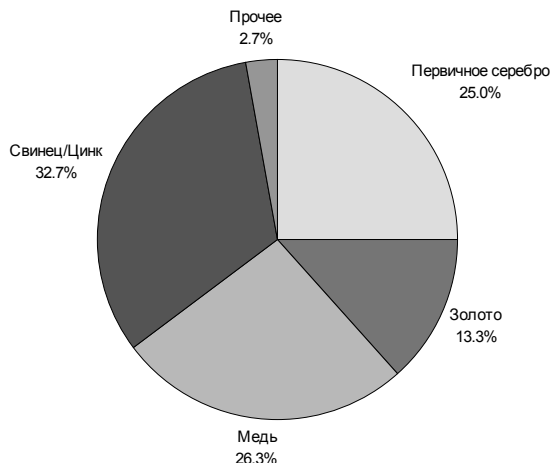
Источник: GFMS

Инвестиционный спрос, хотя на него приходилось всего 7% потребления серебра в 2006 году, существенно повысился в 2007 году в связи с появлением серебряного ETF от iShares, который накопил до 166 млн. унц. данного металла к февралю 2008 года (в 2.5 раза больше, чем оценочные нетто-инвестиции в серебро в 2006 году). Рост инвестиционного спроса на серебро объясняется в целом теми же причинами, что и инвестиции в золотые ETF: как и золото, серебро считается надежным инвестиционным объектом в период мировой нестабильности и ослабления доллара США. Так как для хранения серебра требуется примерно в 50 раз больший объем, чем для хранения золота эквивалентной стоимости, мы считаем, что серебряные ETF в конечном счете станут еще более популярным инвестиционным объектом, чем золотые ETF (преимущества которых по сравнению с физическим хранением относительно компактного золота не так очевидны, как у серебряных ETF). Кроме того, одного только сильного спроса на серебро в промышленности должно быть достаточно для поддержки цен, в результате чего привлекательность ETF, посвященных инвестициям в серебро, повышается еще более. Наконец, следует отметить, что незначительное количество данного металла, необходимое для производства товаров с высокой добавленной стоимостью (например, электроники) означает, что затраты на использование серебра практически незаметны на фоне общей стоимости таких товаров. Таким образом, спрос на серебро от быстрорастущей отрасли по производству электроники должен быть неэластичным к любым потенциальным повышениям цен.

Предложение серебра является в целом неэластичным, так как 75% мирового производства серебра приходится на его добычу в качестве сопутствующего металла при производстве недргоценных цветных металлов и золота. Это означает, что динамика производства серебра повторяет динамику производства на медных, свинцовых и цинковых рудниках, большая часть которых в настоящее время работает на 100% производственной мощности. Так как производство цинка, на которое в настоящее время приходится около 33% совокупного производства серебра, может превысить спрос в среднесрочной перспективе, маловероятно, что данный источник обеспечит существенное повышение производства серебра. В этой связи мы ожидаем, что продолжающийся рост потребления серебра, как в промышленности, так и в качестве инвестиционного объекта, будет способствовать дальнейшему росту цен.

Металлургия и горнодобывающая промышленность

75% СЕРЕБРА ПРОИЗВОДИТСЯ КАК СОПУТСТВУЮЩИЙ МЕТАЛЛ ПРИ ПРОИЗВОДСТВЕ ДРУГИХ МЕТАЛЛОВ (646.1 МЛН. УНЦИЙ В 2006 ГОДУ)

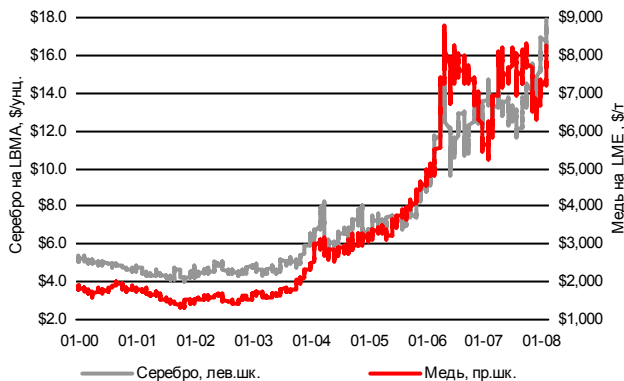


Источник: GFMS

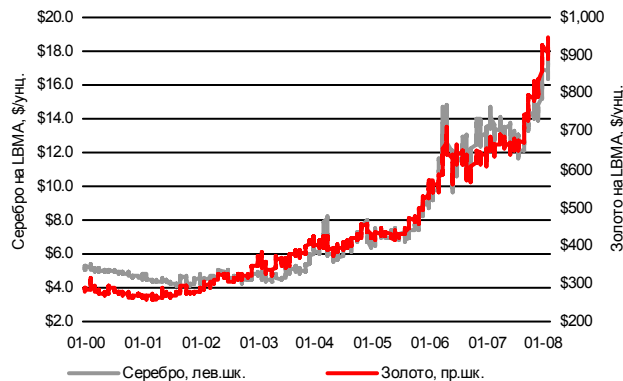
Исторически цена серебра очень тесно коррелировала с ценами на медь и золото – коэффициент общей корреляции с ценами на золото и медь составлял 0.8, коэффициент корреляции с ценой меди равнялся 0.96, а коэффициент корреляции с ценой золота – 0.98 в 2000-2008 годах. Более 26% серебра производится в качестве сопутствующего металла при производстве меди и свыше 13% – в качестве сопутствующего металла при производстве золота, поэтому предложение серебра находится под сильным воздействием предложения меди и золота. Мы считаем данную корреляцию дополнительным подтверждением обоснованности наших прогнозов высоких цен на серебро, так как мы с оптимизмом оцениваем перспективы роста цен на золото и медь.

ЦЕНЫ НА СЕРЕБРО ТЕСНО КОРРЕЛИРУЮТ С ЦЕНАМИ НА МЕДЬ И ЗОЛОТО

Коэффициент корреляции с медью – 0.96



Коэффициент корреляции с золотом – 0.98



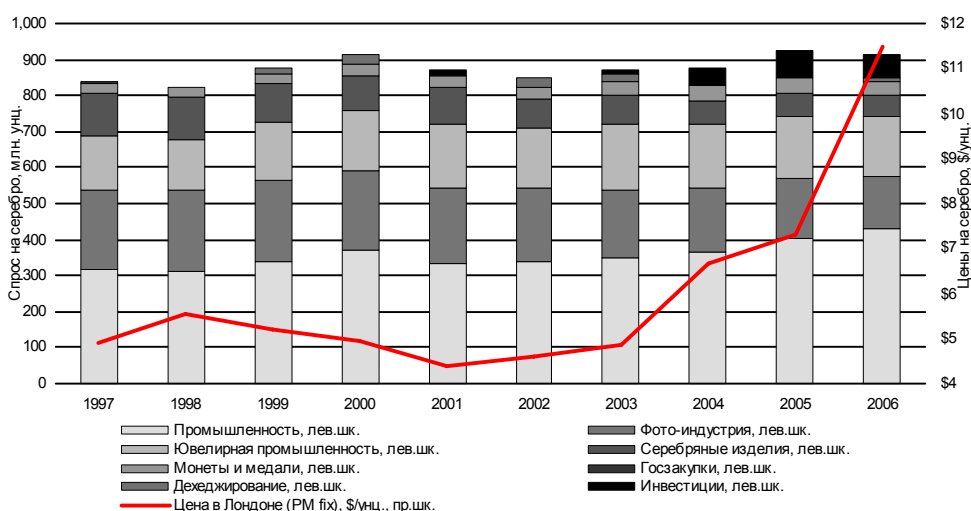
Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Мировая добыча серебра оставалась на стабильном уровне на протяжении последних десяти лет, прежде всего, в связи с недостаточными инвестициями в производство цветных металлов. Текущий уровень цен на серебро и цветные недрагоценные металлы привел к значительным капвложениям в разведку новых месторождений и создание новых рудников; однако мы ожидаем, что достаточные производственные мощности, чтобы в полной мере компенсировать сокращение объемов производства на более старых рудниках, не будут введены в строй в среднесрочной перспективе.

Переработка серебряного лома, являющаяся вторым по величине источником серебра, главным образом связана с фотоматериалами и поэтому зависит от снижения спроса в сфере нецифровой фотографии.

НИЗКИЕ ТОВАРНЫЕ ЗАПАСЫ И СТАБИЛЬНЫЕ ОБЪЕМЫ ПРОИЗВОДСТВА ДОЛЖНЫ ПОДДЕРЖАТЬ ЦЕНЫ НА СЕРЕБРО В СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ



Источник: GFMS; Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

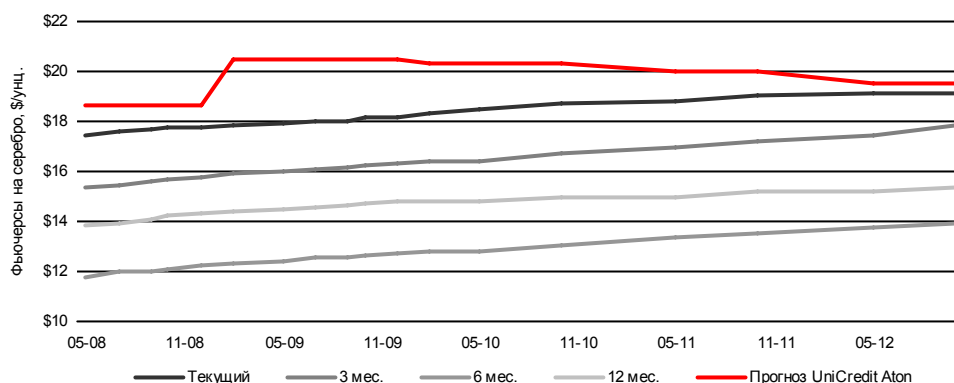
Мы повышаем наш прогноз цен на серебро на 8-30% на 2008-2015 годы, исходя из нашего анализа спроса и предложения, который свидетельствует о возникновении сильного дефицита серебра в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Наш предыдущий прогноз предусматривал медленное снижение цен на серебро после 2008 года; однако в настоящее время мы ожидаем, что цены на серебро будут расти до конца 2009 года. При этом мы не удивимся, если рост цен будет продолжаться и в 2010 году, когда растущий дефицит серебра может проявиться на фоне роста спроса в промышленности и растущей популярности ETF.

МЫ ПОВЫШАЕМ НАШ ПРОГНОЗ ЦЕН НА СЕРЕБРО НА 8%-30%

	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Палладий, \$/унц. (новый)	18.6	20.5	20.3	20	19.5	18	17	16.5
Палладий, \$/унц. (предыдущий)	17.3	16.5	16	15.4	15.1	14	14	14
Новый/предыдущий прогноз, %	8%	24%	27%	30%	29%	29%	21%	18%
% в год. сопост.		10%	-1%	-1%	-3%	-8%	-6%	-3%

Источник: оценки UniCredit Global Research

Мы по-прежнему придерживаемся консервативного подхода к прогнозу цен на серебро, который подразумевает дисконт к фьючерсной кривой.

Металлургия и горнодобывающая промышленность
ПОСТОЯННО РАСТУЩАЯ ФЬЮЧЕРНАЯ КРИВАЯ МОЖЕТ ПРЕВЫСИТЬ НАШ ПРОГНОЗ ЦЕН В 2008 ГОДУ


Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

Мы полагаем, что текущее и потенциальное соотношение спроса и предложения серебра является уникальным, и считаем, что в среднесрочной перспективе должно произойти сильное повышение цен.

Производители цветных металлов: большой потенциал роста

Компании – производители цветных металлов: сильный потенциал роста стоимости

Мы по-прежнему считаем привлекательными акции ГМК "Норильский никель", которые должны вырасти до нового уровня благодаря как высоким ценам на металлы, так и возможному слиянию с UC Rusal или потенциальному приобретению "Металлоинвеста", крупнейшего в России холдинга, владеющего месторождениями железной руды. Мы повышаем нашу прогнозируемую цену акций ГМК на ближайшие 12 месяцев на 13% до \$440 и повторяем рекомендацию "Покупать" акции компании. Мы также считаем привлекательной компанию Kazakhmys, производителя меди и серебра. Акции по-прежнему торгуются с большим дисконтом к аналогам, тогда как потенциальное слияние с компанией ENRC может стать мощным катализатором роста стоимости. После обновления нашего прогноза цен на медь и серебро и включения в нашу модель Экибастузской ГРЭС мы повышаем прогнозируемую цену на 6% с \$40.7 до \$43.2 и повторяем рекомендацию "Покупать". Мы понижаем наши прогнозируемые цены акций Челябинского цинкового завода, Shalkiya Zinc и "ВСМПО-Ависма" до \$13.3, \$4.40 и \$332 соответственно, исходя из понижения прогнозов цен на цинк, свинец и титан. Тем не менее, мы оставляем в силе рекомендацию "Покупать" акции этих компаний, так как мы считаем, что рынок по-прежнему их недооценивает.

ГМК "Норильский никель": наконец появился свет в конце туннеля

На акции ГМК "Норильский никель" оказывал сильное давление конфликт между двумя крупнейшими акционерами компании – Владимиром Потаниным и Михаилом Прохоровым, которые занимались разделом активов, находящихся в их совместной собственности. Мы считаем, что сохранение старого состава совета директоров ГМК после недавнего внеочередного собрания акционеров является хорошим признаком, что процесс раздела активов возобновился, и мы ожидаем, что котировки акций ГМК вновь будут определяться преимущественно фундаментальными факторами.

Хотя цена никеля существенно снизилась с рекордной отметки в \$54 050/т, достигнутой в 2007 году, но мы считаем, что цены меди, платины и палладия (в сочетании с устойчиво

Металлургия и горнодобывающая промышленность

низкими денежными затратами компании) должны способствовать поддержанию рентабельности EBITDA на уровне выше 60%. Ранее в этом году ГКМ "Норильский никель" опубликовала прогноз операционных результатов на 2008 год, согласно которому выпуск никеля должен увеличиться на 9% по сравнению с прошлым годом благодаря полной консолидации производства LionOre в 2008 году.

РОСТ ОБЪЕМОВ ДОБЫЧИ БЛАГОДАРЯ ПОЛНОЙ КОНСОЛИДАЦИИ РЕЗУЛЬТАТОВ LIONORE

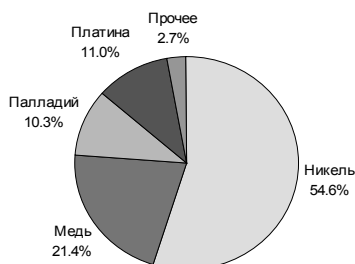
	2007	2008П	В год. сопост.
Никель, т	276,339	302,500	9%
Медь, т	415,638	417,500	0%
Палладий, тыс. унц.	3,087	3,025	-2%
Платина, тыс. унц.	734	715	-3%

Источник: данные компаний; оценки UniCredit Global Research

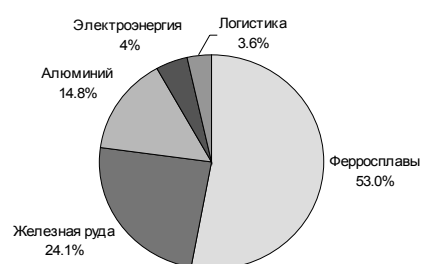
Мы сравнили структуру выручки ГКМ "Норильский никель" со структурой выручки самой дорогой в недавнем прошлом компании-аналога ENRC. Ферросплавы (главным образом, феррохром) обеспечили около 53% выручки, и мы ожидаем, что никель обеспечит около 55% выручки ГКМ в 2008 году. Учитывая сходную структуру потребления (для производства нержавеющей стали используется около 90% хрома и 63% у никеля), и похожий инвестиционный климат в России и Казахстане, мы считаем ENRC ярким примером разрыва в стоимости между ГКМ "Норильский никель" и другими диверсифицированными компаниями.

ГМК "НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ" ЯВЛЯЕТСЯ ДИВЕРСИФИЦИРОВАННОЙ КОМПАНИЕЙ...

Структура выручки ГКМ Норильский никель (2008П, \$16 млрд.)



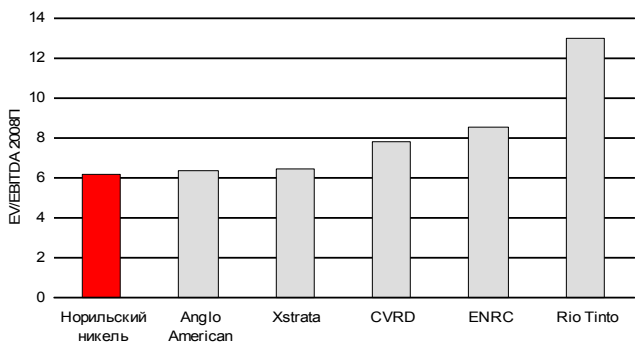
Структура выручки ENRC (2007, \$4 млрд.)



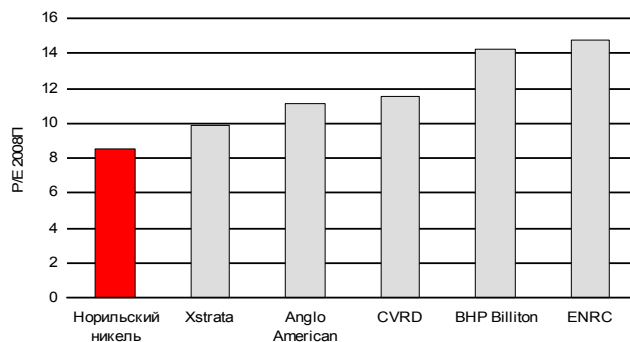
Источник: данные компаний; оценки UniCredit Global Research

...И СОХРАНЯЕТ ЗНАЧИТЕЛЬНЫЙ ПОТЕНЦИАЛ РОСТА ДО УРОВНЯ КОЭФФИЦИЕНТОВ КОМПАНИЙ-АНАЛОГОВ*

Норильский никель недооценен по коэффициенту EV/EBITDA...



... и P/E 2008П



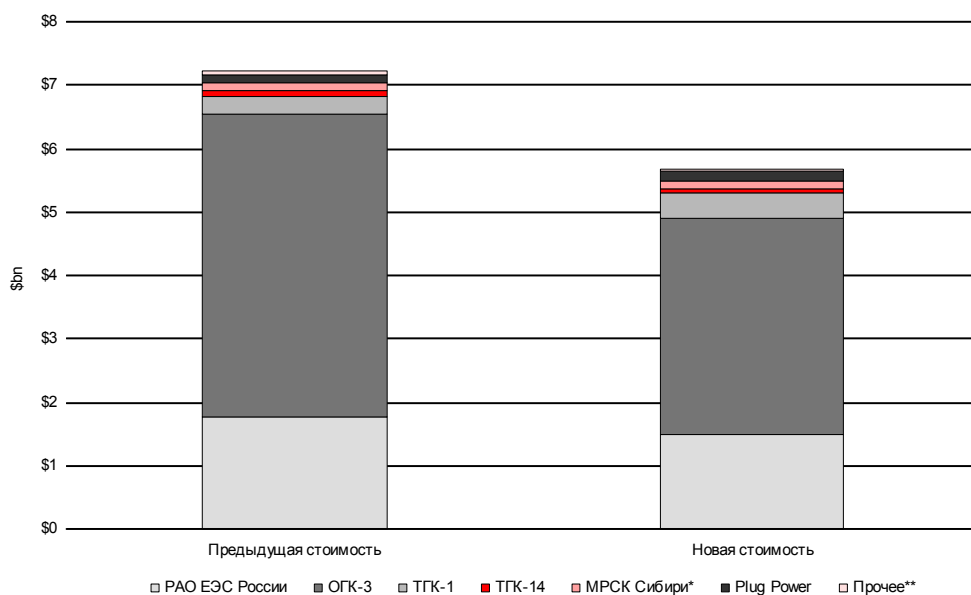
*на 10 апреля 2008

Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Мы повышаем нашу прогнозируемую цену на 12 месяцев до \$440 и повторяем рекомендацию "Покупать" акции компании после включения в модель новых более высоких прогнозов цен на медь, платину и палладий. Мы отмечаем, что энергетические активы компании (которые она ранее планировала выделить из своего состава) подешевели на 22% с момента публикации нашего предыдущего отчета, хотя это не существенно повлияло на нашу оценку стоимости компании.

ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЕ АКТИВЫ КОМПАНИИ ПОДЕШЕВЕЛИ НА 22% С НОЯБРЯ 2007 ГОДА



*Pro-forma **включая доли в капитале ТГК-5, Кольской распределительной компании, МРСК Северо-Запада и Колаэнергосбыта

Источник: данные компаний; оценки UniCredit Global Research

ГМК "Норильский никель", согласно сообщениям СМИ, может в ближайшее время совершить крупную сделку, в рамках которой UC Rusal планирует приобрести 25%+1 акцию компании. В то же время, ГМК ведет переговоры о приобретении железорудного холдинга "Металлоинвест". Мы ожидаем, что решение о сделке с UC Rusal будет принято 30 апреля; мы ожидаем прояснения ситуации с приобретением "Металлоинвеста" во II квартале 2008 года.

Потенциальное приобретение "Металлоинвеста" может стать еще одним катализатором роста котировок акций компании, так как оно приведет к дальнейшему увеличению диверсификации и масштабов ГМК. "Металлоинвест" произвел 36 млн. т железной руды и 6.4 млн. т плоского стального проката в 2007 году, и менеджмент прогнозирует выручку за 2008 год в размере более \$10 млрд. и EBITDA приблизительно в \$3.5 млрд. (на 43% и 38% выше показателей прошлого года, соответственно). Исходя из этого, мы оцениваем стоимость компании в \$18-21 млрд. (EV/EBITDA 2008П на уровне 5.0-6.0). В этой связи мы считаем, что акционеры "Металлоинвеста" в результате сделки могут стать владельцами 26-29% акций ГМК. После сделки капитализация объединенной компании может вырасти с \$69-72 млрд. в настоящее время (учитывая "Металлоинвест") до \$114 млрд. (исходя из EV/EBITDA 2008П ENRC на уровне 8.5), что должно способствовать дальнейшему повышению акционерной стоимости.

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Прогнозируемая цена Kazakhmys повышена в связи с новыми прогнозами цен на металлы и недавними приобретениями

Мы повышаем нашу прогнозируемую цену акций Kazakhmys на 12 месяцев на 6% с \$40.7 до \$43.2 и повторяем рекомендацию "Покупать". Воздействие наших новых прогнозов цен на медь, серебро и цинк, а также недавнего приобретения Экибастузской ГРЭС частично нивелируется новой безрисковой ставкой для казахстанских компаний в размере 8%, более высоким прогнозом инфляции и новыми предположениями о росте курса тенге. Мы отмечаем, что 15.6% акций ENRC увеличивают совокупную капитализацию Kazakhmys приблизительно на \$4 млрд. с \$16 млрд., и это означает, что дисконт к аналогам существенно выше, если исключить данное вложение компании.

Недавнее заявление ENRC о заинтересованности в возможном приобретении Kazakhmys может стать сильным катализатором для акций компании, если такая сделка состоится, учитывая, что акции Kazakhmys торгуются с дисконтом в 34% к акциям ENRC. Принимая во внимание поддержку данной сделки со стороны правительства Казахстана, мы считаем ее вполне вероятной.

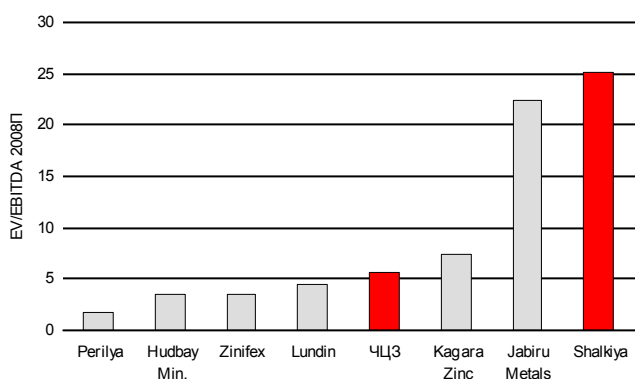
Мы повторяем рекомендацию "Покупать" акции ЧЦЗ

Мы по-прежнему считаем привлекательным Челябинский цинковый завод, который уверенно выполнял поставленные планы выпуска продукции, что позволяет надеяться на своевременное увеличение производственной мощности обогатительной фабрики на Амурском месторождении компании. Буровые работы на месторождении показали, что оценочный размер ресурсов может быть увеличен с 1 млн. т изначально до 2-3 млн. т. Это может позволить компании добывать до 100 000 т руды в год и повысить обеспеченность собственным сырьем до 75%. Мы ожидаем, что компания объявит результаты аудита ресурсов по классификации JORC и о планах производства на Амурском месторождении в IV квартале 2008 – I квартале 2009 года, что может привести к существенному повышению котировок акций.

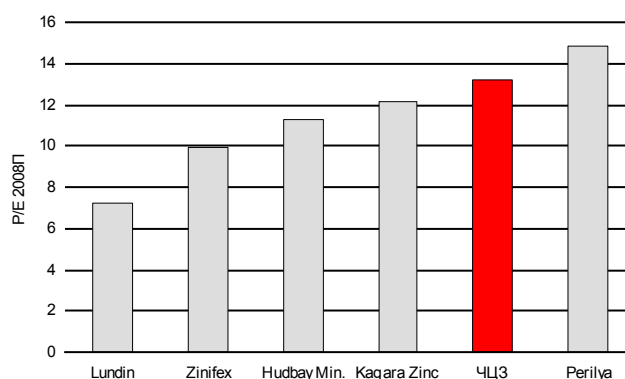
Компания сократила поставки на внутренний рынок в 2007 году на 11 п.п. по сравнению с предыдущим годом до 49% от общего объема. Принимая во внимание, что внутренняя цена цинка примерно на 14% выше цены на LME (в связи с импортной пошлиной в размере 5%), мы считаем данную тенденцию негативной для компании. Мы включаем наши новые прогнозы цен на цинк и свинец, а также новое соотношение поставок на внутренний рынок и на экспорт, в результате чего прогнозируемая цена акций компании на 12 месяцев снижается на 15% с \$15.7 до \$13.3. Мы повторяем рекомендацию "Покупать" акции компании. Хотя динамика котировок акций отставала от рынка в прошлом году, они позволяют играть на усилении вертикальной интеграции и росте потребления цинка на внутреннем рынке.

ЧЕЛЯБИНСКИЙ ЦИНКОВЫЙ ЗАВОД ПО-ПРЕЖНЕМУ СОХРАНЯЕТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ

ЧЦЗ дешевле аналогов на основе EV/EBITDA 2008П...



... но полностью оценен на основе P/E 2008П



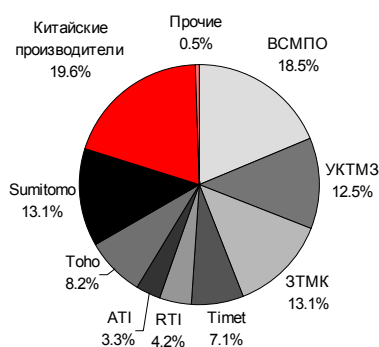
Металлургия и горнодобывающая промышленность

Мы повторяем наше мнение о том, что ShalkiyaZinc может нести высокие риски реализации намеченных планов, что в очередной раз подтвердилось слабым операционным отчетом компании за 2007 год, как мы писали в недавно опубликованном отчете о компании от 5 марта 2008 года. Наша модель DCF учитывает новые прогнозы цен на свинец и цинк, а также повышение безрисковой ставки в Казахстане до 8% (на 1.25 п.п. с 6.75%). В результате мы снижаем нашу прогнозируемую цену на 10% с \$4.90 до \$4.40, но оставляем в силе рекомендацию **"Покупать"** акции компании. Хотя риск невыполнения компанией заявленных планов остается довольно высоким, мы считаем, что потенциальный возврат на инвестиции превышает данный риск. Таким образом, мы считаем акции привлекательными для агрессивно настроенных долгосрочных инвесторов.

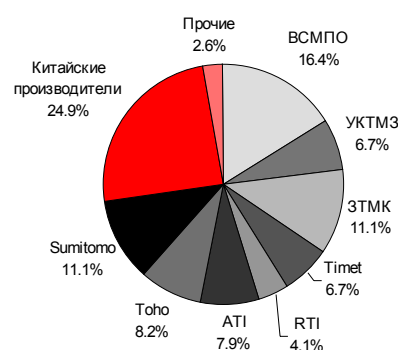
По нашему мнению, "ВСМПО-Ависма" может занять первое место (по доле рынка) среди мировых производителей титана к 2012 году, что может привести к сильному повышению спроса на акции компании со стороны инвесторов, при условии улучшения корпоративного управления и/или прозрачности. Все крупнейшие производители титана сообщают о наличии заказов, полностью покрывающих их производственные мощности на ближайшие несколько, и объявляют о планах увеличения выпуска; однако мы считаем, что планируемое "ВСМПО-Ависма" увеличение производства на 65% должно позволить компании занять около 16% рынка к 2012 году (19% в 2007 году).

АГРЕССИВНОЕ РАСШИРЕНИЕ ПРОИЗВОДСТВА ДОЛЖНО ПОЗВОЛИТЬ "ВСМПО-АВИСМА" УДЕРЖАТЬ СВОЮ ДОЛЮ РЫНКА

Совокупное производство титановой губки (2007, 184 000 т)



Совокупное производство титановой губки (2012П, 341 000 т)



Источник: ABARE; данные компаний; оценки UniCredit Global Research

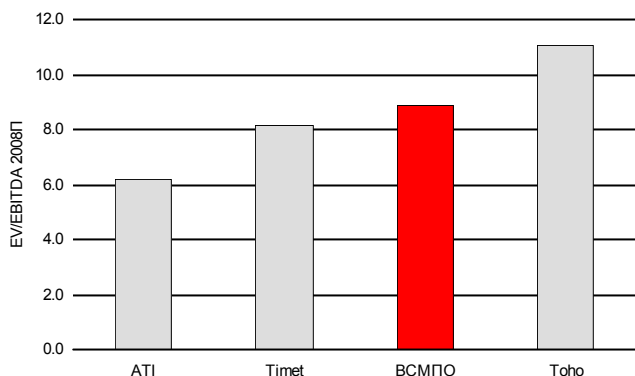
Мы поддерживаем планы менеджмента по усилению вертикальной интеграции путем формирования СП с ГМК "Норильский никель", Agicom, и "Сильвинита", которые владеют залежами ильменита, рутила и карналлита (все эти материалы являются сырьем для производства двуоксида титана); однако, мы отмечаем, что компания пока не предприняла реальных шагов в этом направлении.

Мы не видим признаков повышения эффективности маркетинга "ВСМПО-Ависма", и считаем, что компания едва ли сумеет сократить разрыв в ценах реализации с тремя производителями, которых мы принимаем за эталон – Timet, RTI, и ATI. В этой связи мы прогнозируем, что средний исторический дисконт цены реализации в 45% будет сохраняться в долгосрочной перспективе, тогда как ранее мы предполагали, что разрыв в ценах реализации сократится до 38% к 2011 году. Исходя из нашего нового прогноза цен на титан и наших новых предположений, мы понижаем прогнозируемую цену акций компании на 12 месяцев на 13% с \$383 до \$332, но оставляем в силе рекомендацию **"Покупать"**.

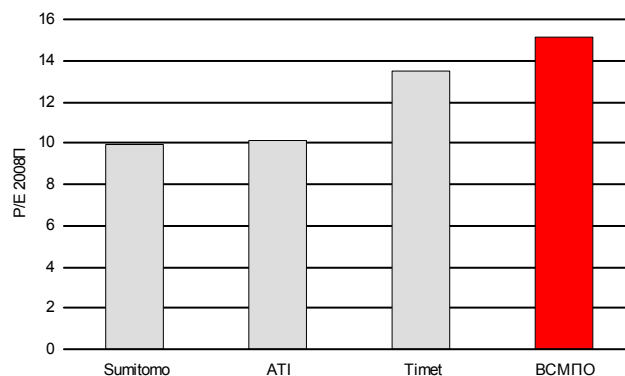
Металлургия и горнодобывающая промышленность

"ВСМПО-АВИСМА" ПРЕДСТАВЛЯЕТСЯ СПРАВЕДЛИВО ОЦЕНЕННОЙ ПО СРАВНЕНИЮ С АНАЛОГАМИ

EV/EBITDA 2008П



P/E 2008П



As of April 16, 2008

Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

АКЦИИ ГМК "НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ" И KAZAKHMYS ПО-ПРЕЖНЕМУ ТОРГУЮТСЯ С БОЛЬШИМ ДИСКОНТОМ К АНАЛОГАМ

Все финансовые показатели в \$ млн.	Цена, обычн.	Рын. кап.	EV	EV/EBITDA			P/E			P/OCF		
				2007	2008П	2009П	2007	2008П	2009П	2007	2008П	2009П
As of April 16, 2008												
ЦВЕТНЫЕ МЕТАЛЛЫ												
Россия/СНГ												
ENRC	26.5	34,065	31,728	17.6	8.5	7.5	17.6	14.7	12.7	N.M.	N.M.	N.M.
Kazakhmys	34.8	16,062	15,778	6.8	5.6	5.8	11.3	9.3	9.5	10.2	9.4	9.4
ГМК Норильский никель	295	55,636	61,159	5.5	6.2	5.6	7.3	8.6	7.6	7.3	6.9	7.5
Средневзвешенное				9.2	6.8	6.2	11.2	10.7	9.5	7.9	7.5	7.9
Диверсифицированные производители												
Anglo American	67.4	84,703	91,193	7.8	6.4	6.0	14.5	11.1	10.9	11.9	8.7	7.9
BHP Billiton	36.8	217,725	366,123	16.8	14.2	10.7	16.0	14.2	10.6	13.2	11.2	8.9
CVRD	31.0	166,383	196,558	10.3	7.8	6.6	13.3	11.5	9.1	10.5	8.3	6.7
Rio Tinto	126	187,930	294,169	21.6	13.0	11.0	25.1	17.4	15.1	16.9	11.7	8.6
Xstrata	76.6	71,942	87,756	7.4	6.5	6.3	12.6	9.9	9.1	9.7	7.6	7.0
Средневзвешенное				15.3	11.3	9.2	17.2	13.6	11.3	13.0	10.0	8.0
Производители меди/никеля												
Antofagasta	15.8	14,851	14,201	4.9	5.0	5.7	10.6	11.3	12.1	7.6	7.6	8.8
Eramet	867	22,464	21,925	10.8	7.3	8.0	26.2	16.4	18.4	18.2	14.3	13.2
Freeport-McMoRan Copper & Gold	113	40,382	54,136	6.4	5.3	4.9	11.3	9.3	8.2	7.9	6.7	5.8
KGHM	48.9	9,771	8,574	4.0	4.3	5.0	6.1	6.7	7.7	5.8	5.7	7.2
Southern Copper	121	34,037	35,596	8.6	8.8	8.4	13.4	13.3	12.6	12.7	11.5	10.3
Средневзвешенное				7.4	6.5	6.4	14.2	11.8	11.8	10.9	9.5	8.9

Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

ПРОГНОЗИРУЕМЫЕ ЦЕНЫ АКЦИЙ ГМК "НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ" И KAZAKHMYS ПОВЫШЕНЫ С УЧЕТОМ НОВЫХ ПРЕДПОЛОЖЕНИЙ

На 16 апреля 2008	Пред. ТР, \$	Новая ТР, \$	Изм.	Цена, \$	Потенциал	Пред. COE, %	Новый COE, %	Изм.	Пред. реком.	Новая реком.
ГМК Норильский никель	388	440	13%	295	49%	12%	12%	0pp	Покупать	Покупать
Kazakhmys	40.7	43.2	6%	34.8	24%	11%	13%	2pp	Покупать	Покупать
ЧЦЗ	15.7	13.4	-15%	10.4	28%	15%	11%	-4pp	Покупать	Покупать
ShalkiyaZinc	4.90	4.40	-10%	2.80	57%	13%	11%	-2pp	Покупать	Покупать
ВСМПО-Ависма	383	332	-13%	220	51%	13%	11%	-2pp	Покупать	Покупать

Выручка, \$ млн.	2007П, пред.	2007П, новый	Изм.	2008П, пред.	2008П, новый	Изм.	2009П, пред.	2009П, новый	Изм.
ГМК Норильский никель	16,498	16,058	-3%	17,030	15,985	-6%	16,257	17,507	8%
Kazakhmys	5,545	5,257	-5%	5,624	6,329	13%	5,720	6,410	12%
ЧЦЗ	572	565	-1%	470	442	-6%	473	450	-5%
ShalkiyaZinc	34	34	0%	41	39	-5%	38	36	-5%
ВСМПО-Ависма	1,196	1,151	-4%	1,476	1,209	-18%	1,374	1,203	-12%

ЕБИТДА, \$ млн.	2007П, пред.	2007П, новый	Изм.	2008П, пред.	2008П, новый	Изм.	2009П, пред.	2009П, новый	Изм.
ГМК Норильский никель	11,605	11,215	-3%	10,778	9,916	-8%	9,911	10,950	10%
Kazakhmys	2,391	2,312	-3%	2,456	2,815	15%	2,441	2,728	12%
ЧЦЗ	184	163	-11%	118	92	-23%	111	88	-21%
ShalkiyaZinc	11	11	0%	10	8	-20%	8	6	-23%
ВСМПО-Ависма	416	372	-11%	559	307	-45%	443	243	-45%

Чистая прибыль, \$ млн.	2007П, пред.	2007П, новый	Изм.	2008П, пред.	2008П, новый	Изм.	2009П, пред.	2009П, новый	Изм.
ГМК Норильский никель	7,912	7,626	-4%	7,129	6,491	-9%	6,571	7,317	11%
Kazakhmys	1,417	1,416	0%	1,457	1,728	19%	1,468	1,689	15%
ЧЦЗ	104	88	-15%	64	43	-33%	64	45	-30%
ShalkiyaZinc	6	6	0%	0	-1	-2886%	-4	-5	33%
ВСМПО-Ависма	252	223	-12%	339	167	-51%	249	114	-54%

Источник: оценки UniCredit Global Research

Золотодобывающие компании: хорошие перспективы благодаря перспективам слияний/приобретений и органическому росту

Золотодобывающие компании опубликовали неоднозначные результаты I квартала 2008 года. Повышенная волатильность цен на золото стала одним из факторов, обусловивших слабую динамику котировок акций отраслевых компаний в целом, при этом цена акций Peter Hambro, KazakhGold, и European Minerals заметно снизилась с начала этого года. Мы пересматриваем наши прогнозируемые цены акций компаний отрасли с учетом новых безрисковых ставок в России и Казахстане, а также с учетом новых прогнозов объемов производства European Minerals и увеличившихся капвложений KazakhGold. В результате мы повышаем прогнозируемые цены акций Highland Gold и Peter Hambro Mining до \$4.95 и \$25.7 соответственно. При этом мы повторяем нашу рекомендацию **"Покупать"** акции Highland Gold, и повышаем рекомендацию по акциям Peter Hambro Mining до **"Держать"**. Негативные изменения в наших предположениях относительно KazakhGold и European Minerals привели к понижению прогнозируемых цен на ближайшие 12 месяцев до \$33.5 и \$1.82 соответственно, но при этом рекомендация **"Покупать"** акции обеих компаний остается без изменений.

Мы по-прежнему считаем Highland Gold Mining потенциальной платформой консолидации российского золотодобывающего сектора. После завершения приобретения 40% акций компании Роман Абрамович, один из богатейших бизнесменов России, ввел трех своих представителей в совет директоров компании, все из которых также являются членами совета директоров Evraz Group. Учитывая хорошо известные многочисленные приобретения, проведенные Evraz Group за последние два года, мы считаем, что Роман Абрамович может содействовать развитию Highland Gold аналогичным образом.

После прихода Романа Абрамовича в компанию она получила вливание в акционерный капитал в размере \$400 млн.; мы считаем, что эта сумма является достаточной для реализации текущей программы капиталовложений компании. Компания не делала заявлений о планируемых приобретениях, поэтому мы не ожидаем, что она будет заниматься активным привлечением долгового капитала в ближайшее время. В результате мы ожидаем, что компания закончит 2008 год с чистой рентабельностью на уровне 19%, тогда как по итогам 2007 года компания получила чистый убыток.

Мы повышаем нашу прогнозируемую цену Highland Gold Mining на 12 месяцев на 3% с \$4.80 до \$4.95 и повторяем рекомендацию **"Покупать"** акции компании, принимая в расчет новую безрисковую ставку по России, составляющую 5.75% (на 0.25 п.п. ниже предыдущего показателя в 6%).

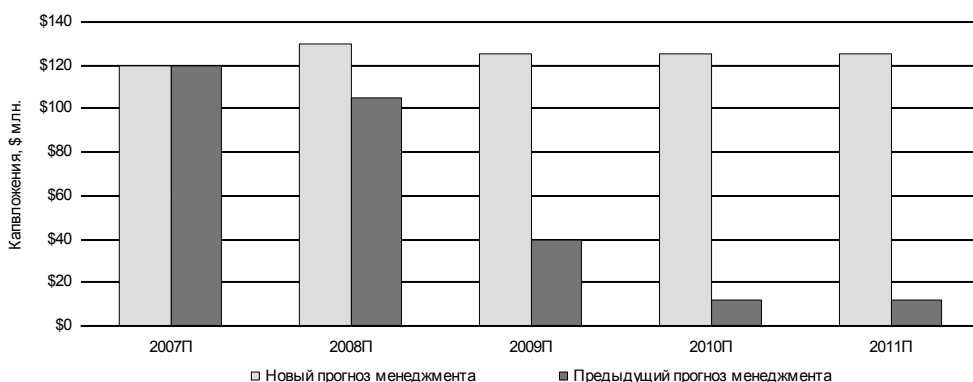
Мы включаем в модель новую безрисковую ставку и повышаем прогнозируемую цену Peter Hambro Mining на ближайшие 12 месяцев на 3% с \$25.0 до \$25.7; мы также повышаем рекомендацию до **"Держать"** после недавнего снижения котировок акций компании. Наши предположения об операционной деятельности компании остаются без изменений.

Мы внесли ряд корректив в модель DCF KazakhGold, в результате которых мы понизили прогнозируемую цену акций компании на 12 месяцев на 17% с \$40 до \$33.5, оставив без изменений рекомендацию **"Покупать"** акции компании:

- Мы пересмотрели предположения о размере капвложений на 2008-2011 годы после публикации новых планов менеджмента в размере \$450-500 млн. (ранее – \$160 млн.). Кроме того, мы считаем, что менеджмент в дальнейшем может повысить прогнозы капиталовложений до еще более высокого уровня;
- Мы увеличиваем количество акций в нашей модели с учетом размещения 2.3 млн. новых акций 28 февраля 2008 года;
- Мы включили в модель новые прогнозы макроэкономических показателей Казахстана;
- В модели также отражена новая безрисковая ставка для Казахстана на уровне 8% (повышена на 1.25 п.п. с 6.75%).

Металлургия и горнодобывающая промышленность

МЕНЕДЖМЕНТ KAZAKHGOLD ПОВЫСИЛ ПРОГНОЗ КАПВЛОЖЕНИЙ В 2.7 РАЗА



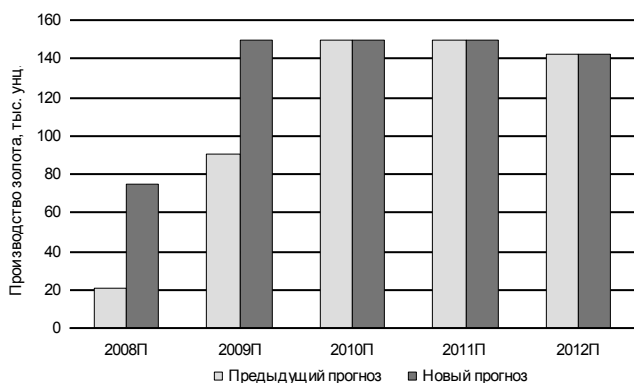
Источник: данные компаний; оценки UniCredit Global Research

Мы повторяем наше мнение о том, что KazakhGold, возможно, заслуживает дисконта в связи с непрозрачностью и низким уровнем корпоративного управления.

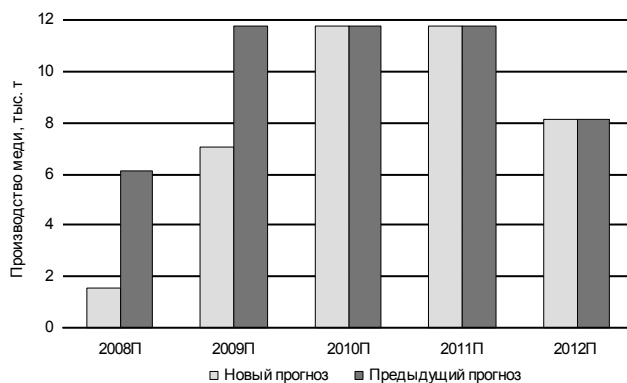
European Minerals недавно объявила о переносе сроков вывода на полную проектную мощность Варваринского месторождения со II квартала 2008 года на III квартал 2008 года, что вызвало существенное падение котировок акций компании. Мы отмечаем, что новый прогноз также оставляет место для промышленных объемов производства, т.е. 60% проектной мощности. В этой связи мы пересматриваем наши прогнозы объемов производства на 2008-2009 годы, и ожидаем, что месторождение будет производить золото в IV квартале 2008 года и в 2009 году на уровне 60% проектной мощности. Учитывая недавно опубликованные планы "Полюс Золото", согласно которым компании потребуется около 18 месяцев для выхода на полную проектную мощность аффинажного завода на месторождении Олимпиадинское – 3-5 млн. т в год, мы полагаем, что заводу Варваринского месторождения годовой производительностью 4.2 млн. т в год потребуются аналогичные сроки для выхода на проектную мощность. Поэтому не будет сюрпризом, если European Minerals выйдет на полную проектную мощность в середине 2009 года, что подразумевает возможность превышения нашего прогноза.

МЫ ПОНИЖАЕМ НАШ ПРОГНОЗ ОБЪЕМОВ ПРОИЗВОДСТВА EUROPEAN MINERALS НА 2008-2009 ГОДЫ

Прогноз производства золота



Прогноз производства меди



Источник: данные компаний; оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Мы также принимаем в расчет нашу новую безрисковую ставку в Казахстане и новый прогноз макроэкономических показателей, что в совокупности ведет к понижению прогнозируемой цены компании на ближайшие 12 месяцев на 15% до \$1.82. мы повторяем нашу рекомендацию "Покупать" акции European Minerals.

KAZAKHGOLD ЗАСЛУЖЕННО НЕДООЦЕНЕН

Все финансовые показатели в \$ млн.	Цена, обычн., \$	Рын. кап. \$ млн.	EV, \$ млн.	EV/EBITDA			P/E			P/OCF		
				2007	2008П	2009П	2007	2008П	2009П	2007	2008П	2009П
ЗОЛОТОДОБЫВАЮЩИЕ КОМПАНИИ												
Россия/СНГ												
European Minerals	0.86	242	271	Neg.	13.5	3.6	Neg.	23.3	5.3	Neg.	24.7	5.2
High River Gold	2.28	702	829	27.9	7.0	4.7	91.9	12.0	9.4	28.2	8.2	5.4
Highland Gold	3.73	1,213	867	41.3	12.2	11.6	Neg.	30.6	29.5	Neg.	26.8	24.9
KazakhGold	22.3	1,128	1,221	14.8	5.5	3.3	36.6	10.5	6.1	24.6	20.8	8.2
Peter Hambro	23.8	1,928	2,145	20.2	10.1	5.1	40.2	16.6	7.1	40.5	18.2	8.6
Полиметалл	8.00	2,520	2,651	31.2	7.6	6.4	N.M.	11.8	9.8	55.6	9.1	8.1
Полюс Золото	50.9	9,054	7,844	47.8	15.0	18.9	N.M.	28.4	41.5	N.M.	21.5	26.6
Средневзвешенное				37.1	11.7	12.3	48.8	22.8	27.7	42.3	19.1	19.2
Крупнейшие мировые компании												
Barrick Gold	44.2	38,547	38,917	14.3	9.2	8.8	36.5	17.1	15.8	18.6	12.2	12.2
Gold Fields	14.4	9,413	10,072	10.1	8.3	4.8	28.9	19.8	9.9	10.3	11.6	6.3
Goldcorp	40.6	28,832	29,373	26.2	18.8	15.5	77.8	43.1	34.7	32.5	22.3	19.2
Harmony	11.2	4,530	5,050	13.5	14.4	6.5	44.8	55.0	12.1	22.9	18.1	8.1
Newmont	47.0	21,300	24,295	11.9	8.1	7.1	36.2	18.3	15.9	15.9	10.5	9.3
Средневзвешенное				16.6	11.8	9.8	47.7	26.6	20.4	21.4	14.9	12.9
Начинающие компании												
Alamos	5.92	561	561	22.9	9.6	6.4	78.4	20.0	12.9	26.9	11.6	8.6
Centerra Gold	12.0	2,598	2,489	25.4	7.5	5.9	65.1	13.0	8.5	31.3	9.3	6.4
Eldorado	7.37	2,540	2,545	31.6	15.4	11.8	54.1	23.4	17.7	32.8	17.2	13.2
Golden Star	3.57	841	934	N.M.	7.3	4.6	Neg.	15.4	9.5	N.M.	7.9	5.3
Iamgold	7.37	2,178	2,069	10.9	6.4	6.7	30.7	13.3	13.2	13.3	8.4	8.6
Randgold Resources	52.3	3,987	3,420	34.4	22.7	22.4	80.3	41.6	38.9	41.5	29.2	23.5
Sini Gold	6.04	1,533	1,543	N.M.	21.5	9.3	Neg.	42.5	16.0	Neg.	31.6	11.3
Средневзвешенное				26.8	14.3	11.6	62.2	26.5	20.4	31.5	18.6	13.3

Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

HIGHLAND GOLD СОХРАНЯЕТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ПО КОЭФФИЦИЕНТАМ ОЦЕНКИ

	Цена, обыкн.	Рын. кап.	EV,	EV/Производство			EV/Запасы	EV/Ресурсы
На 16 апреля 2008	\$	\$ млн.	\$ млн.					
ЗОЛОТОДОБЫВАЮЩИЕ КОМПАНИИ								
Россия/СНГ								
European Minerals	0.86	242	271	N.A.	2,776	1,416	121	61
High River Gold	2.28	702	829	4,676	2,946	2,074	345	158
Highland Gold	3.73	1,213	867	5,110	4,284	3,494	108	46
KazakhGold	22.3	1,128	1,221	5,157	3,208	1,885	96	40
Peter Hambro	23.8	1,928	2,145	5,961	5,071	2,812	N.M.	192
Полиметалл	8.00	2,520	2,651	5,872	4,132	3,376	206	131
Полюс Золото	50.9	9,054	7,844	6,372	6,544	6,273	114	71
Средневзвешенное				5,974	5,307	4,525	144	98
Крупнейшие мировые компании								
Barrick Gold	44.2	38,547	38,917	4,242	4,355	4,118	189	125
Gold Fields	14.4	9,413	10,072	2,502	3,224	2,446	58	67
Goldcorp	40.6	28,832	29,373	N.M.	N.M.	N.M.	421	46
Harmony	11.2	4,530	5,050	2,353	3,337	2,350	10	66
Newmont	47.0	21,300	24,295	2,952	3,324	2,980	180	89
Средневзвешенное				3,497	3,824	3,436	229	87
Начинающие компании								
Alamos	5.92	561	561	5,151	4,247	3,439	280	151
Centerra Gold	12.0	2,598	2,489	4,523	3,277	2,650	356	296
Eldorado	7.37	2,540	2,545	N.M.	N.M.	6,318	N.M.	150
Golden Star	3.57	841	934	3,718	2,432	1,807	231	102
Iamgold	7.37	2,178	2,069	2,168	2,446	2,627	450	151
Randgold Resources	52.3	3,987	3,420	N.M.	N.M.	7,951	N.M.	273
Sini Gold	6.04	1,533	1,543	N.M.	N.M.	5,228	N.M.	348
Средневзвешенное				3,652	2,952	4,940	362	227

Источник: Bloomberg; оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

HIGHLAND GOLD ОСТАЕТСЯ НАИБОЛЕЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЙ КОМПАНИЕЙ ОТРАСЛИ

На 16 апреля 2008	Пред. ТР, \$	Новая ТР, \$	Изм.	Цена, \$	Потенциал	Пред. СОЕ, %	Новый СОЕ, %	Изм.	Пред. реком.	Новая реком.
European Minerals	2.13	1.82	-14%	0.86	112%	12%	12%	0pp	Покупать	Покупать
Highland Gold	4.80	4.95	3%	3.73	33%	11%	13%	2pp	Покупать	Покупать
KazakhGold	40.0	33.5	-16%	22.3	50%	15%	11%	-4pp	Покупать	Покупать
Peter Hambro	25.0	25.7	3%	23.8	8%	13%	11%	-2pp	Продавать	Держать

Выручка, \$ млн.	2007П, пред.	2007П, новый	Изм.	2008П, пред.	2008П, новый	Изм.	2009П, пред.	2009П, новый	Изм.
European Minerals	0	0	N.M.	91	26	-71%	172	100	-42%
Highland Gold	118	119	1%	188	204	8%	223	225	1%
KazakhGold	165	165	0%	354	354	0%	583	583	0%
Peter Hambro	251	251	0%	393	393	0%	686	686	0%

ЕБИТДА, \$ млн.	2007П, пред.	2007П, новый	Изм.	2008П, пред.	2008П, новый	Изм.	2009П, пред.	2009П, новый	Изм.
European Minerals	-9	-11	21%	70	20	-71%	132	75	-43%
Highland Gold	20	21	6%	58	71	22%	73	74	2%
KazakhGold	82	82	0%	223	223	0%	374	374	0%
Peter Hambro	106	106	0%	212	212	0%	420	420	0%

Чистая прибыль, \$ млн.	2007П, пред.	2007П, новый	Изм.	2008П, пред.	2008П, новый	Изм.	2009П, пред.	2009П, новый	Изм.
European Minerals	-8	-77	802%	42	10	-75%	82	45	-45%
Highland Gold	-35	-34	-3%	23	40	69%	17	41	138%
KazakhGold	31	31	0%	107	107	0%	188	185	-2%
Peter Hambro	48	48	0%	116	116	0%	270	270	0%

Источник: оценки UniCredit Global Research

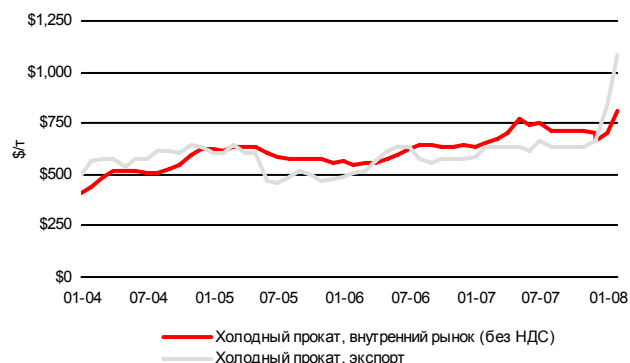
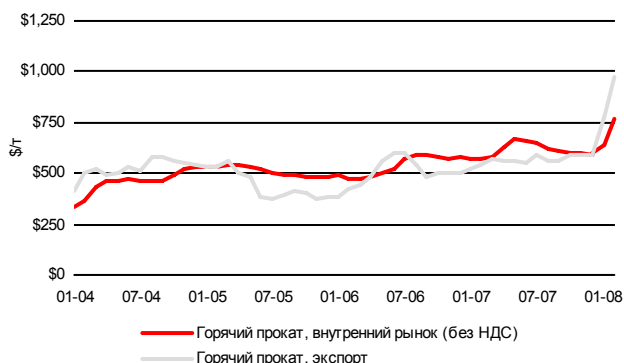
Цены на сталь, уголь и железную руду остаются ВЫСОКИМИ

Ценовая конъюнктура рынка стали в 2007 году была наиболее удачной в новейшей истории. Цены на основные стальные продукты достигли исторических высот, и интегрированные производители сортового проката, ориентированные на внутренний рынок, смогли воспользоваться этой ситуацией с наибольшей выгодой. На протяжении первых девяти месяцев 2007 года цены росли, продемонстрировав сезонное замедление лишь в IV квартале года. Цены на строительную продукцию выросли в среднем на 25%, на полуфабрикаты – на 24%. Цены на листовую прокат также выросли более скромно – на 14%.

Ситуация на сталелитейном рынке в 2007 году определялась рядом факторов:

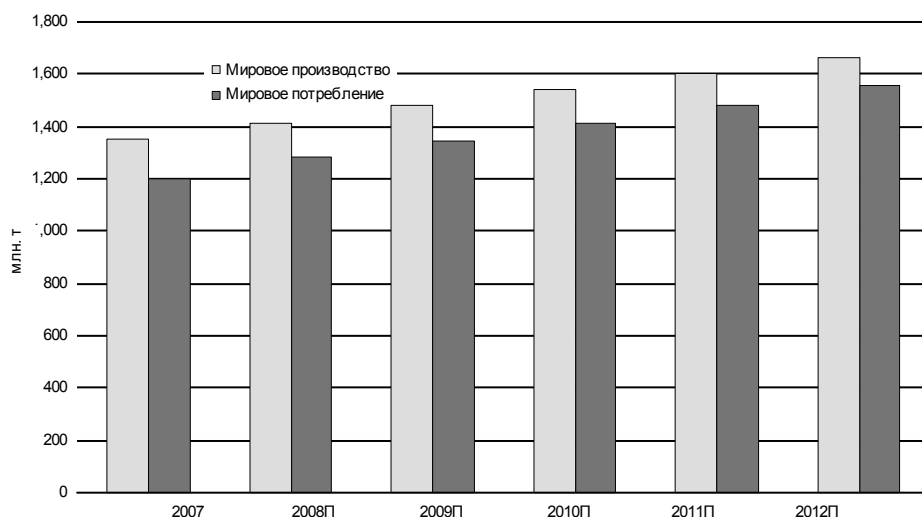
- Цены на основное сырье (коксующийся уголь и железную руду) и расценки на транспортировку почти удвоились в 2007 году, что, естественно, заставило производителей переложить часть возросших издержек на плечи клиентов, повысив цены реализации
- Высокий спрос, как на внутреннем, так и на зарубежном рынках, обеспечивал благоприятную ценовую конъюнктуру в течение всего года. Быстрорастущие экономики Китая и Индии обеспечили основной прирост потребления, в то время как российский рынок также демонстрировал высокий внутренний спрос благодаря продолжающемуся строительному и инфраструктурному буму;
- Поскольку цены на основную продукцию номинированы в долларах США, ослабление курса американской валюты также привело к повышению цен.

Результаты I квартала 2008 года подтвердили один из наших тезисов, которые мы высказали в отчете о стратегии инвестиций в акции от 30 ноября 2007 года *Защитные идеи для растущего рынка*: настоящее ценовое ралли еще только начинается. Крупные производители стали, такие как Mittal Steel, Tata Steel и Baosteel объявили в начале 2008 года о повышении цен на основную продукцию на рынках США и Европы на 10-15%. Недавно они объявили еще об одном повышении цен с 1 апреля 2008 года на 5% на европейском рынке. Новые цены продиктованы контрактами с крупнейшими поставщиками железной руды и коксующегося угля (BHP Billiton, CVRD и Rio Tinto) и растущим спросом. В результате цены на американском рынке повысились в I квартале 2008 года на 34.3%, в Китае – на 20% (Baosteel планирует еще одно повышение на 20% во II квартале), на восточноевропейском рынке – на 29.4% по сравнению с декабрем 2007 года. На российском рынке складывается похожая ситуация. "Мечел" объявил о том, что он уже повысил с начала года цены на стальную продукцию на 15-20% и планирует подобный же пересмотр во II квартале. Другие сталелитейные компании дают примерно такой же прогноз.

Металлургия и горнодобывающая промышленность
ЦЕНОВОЕ РАЛЛИ ПРОДОЛЖИЛОСЬ В 2008 ГОДУ


Источник: Bloomberg; Metal Courier; оценки UniCredit Global Research

Мы не ожидаем снижения цен на сталь в 2008-2009 годах, ни на внешнем, ни на внутреннем рынке. Мы считаем, что сильный рост спроса со стороны стран BRIC будет стимулировать увеличение производства в течение всего 2008 года. С учетом того, что новых мощностей, которые могли бы существенно увеличить предложение на мировом рынке стали, не предвидится, мы считаем, что производство в ближайшее время будет расти примерно теми же темпами, что и потребление (в настоящее время коэффициент загрузки мощностей в мировом масштабе составляет примерно 87%). В такой ситуации перепроизводство, которое могло бы привести к значительному снижению цен, выглядит, на наш взгляд, маловероятным.

ДИНАМИКА ПОТРЕБЛЕНИЯ И ПРОИЗВОДСТВА СТАЛИ В БЛИЖАЙШИЕ 4-5 ЛЕТ ДОЛЖНЫ БЫТЬ ПОХОЖИМИ


Источник: IISI, MEPS, оценки UniCredit Global Research

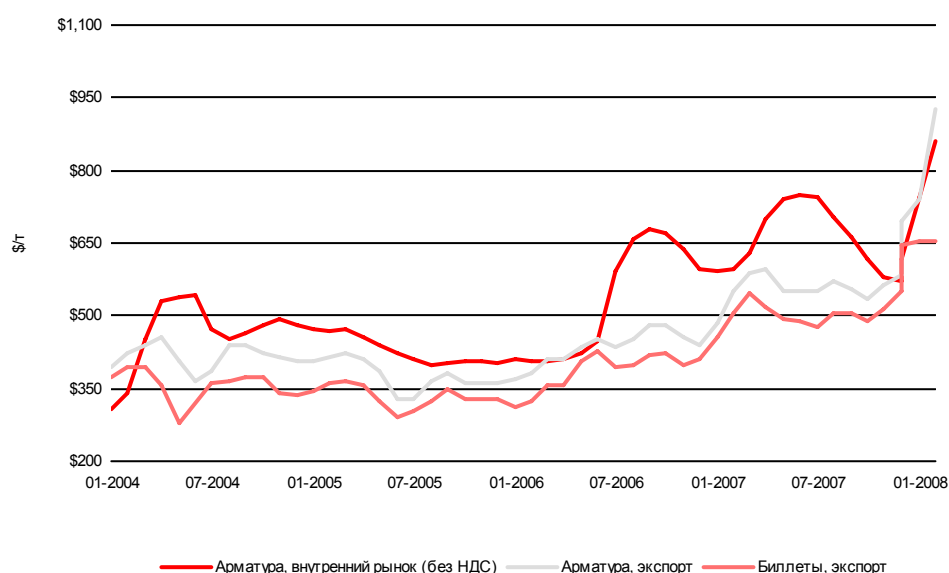
В числе других факторов, которые должны оказать в будущем поддержку ценам на сталь, но при этом более присущи внутреннему рынку, необходимо отметить строительный бум, государственные инфраструктурные проекты (железные дороги,

Металлургия и горнодобывающая промышленность

мосты, порты, электросети и т.д.), увеличение производства автомобилей иностранными компаниями на территории России и развитие тяжелого машиностроения. Кроме того, свою роль сыграет повышение спроса на трубы и такие единовременные события, как, например, Олимпиада 2014 года в Сочи. Помимо этого, следует отметить, что потребление стали в России в расчете на душу населения остается очень низким по сравнению с другими развивающимися странами. Мы ожидаем, что по мере роста российской экономики эта ситуация будет исправляться. В связи с этим мы повысили наш долгосрочный прогноз цен на 3-4%.

Мы ожидаем, что в будущем цены на внутреннем рынке вновь будут превышать экспортные. После слабых результатов IV квартала 2007 года и начала 2008 года в будущем цены на российском рынке вновь должны превысить экспортные на фоне повышения цен крупными мировыми производителями. По крайней мере, по техническим причинам: у российских сталелитейных компаний есть преимущество географической близости к клиентам.

МЫ ОЖИДАЕМ, ЧТО ЦЕНЫ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ СНОВА БУДУТ БОЛЕЕ ВЫСОКИМИ



Источник: Bloomberg, Metal Courier, оценки UniCredit Global Research

Мы пересмотрели наш прогноз цен на сталь в сторону повышения вследствие увеличения цен на сырье и высокого спроса. Недавнее резкое повышение цен на сырье привело к увеличению цен реализации стали. Мы ожидаем, что эти высокие цены сохранятся в течение ближайших двух лет – не только из-за высокого спроса на сталь, но и вследствие сокращения предложения в результате закрытия предприятий или перебоев в производстве, вызванных либо дефицитом коксующегося угля, либо неспособностью поддерживать рентабельность в свете возросших издержек. Это особенно актуально для китайского рынка, где есть много небольших, низкорентабельных производств, которые могут не выжить в случае дальнейшего роста цен на коксующийся уголь и железную руду. Поэтому мы повысили наш прогноз цен на сталь (особенно на период 2008-2010 годов) на 6-39% в зависимости от типа стали, а долгосрочных цен – на 3-4%.

Металлургия и горнодобывающая промышленность

МЫ ОЖИДАЕМ, ЧТО В 2008 ГОДУ ЦЕНЫ НА СТАЛЬ БУДУТ ВЫСОКИМИ БЛАГОДАРЯ РОСТУ ЦЕН НА СЫРЬЕ И ВЫСОКОМУ СПРОСУ

\$/т	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
Плоский прокат						
Слябы, экспорт в СНГ, новый	508	704	669	569	512	512
Слябы, экспорт в СНГ, предыдущий	505	577	548	521	495	495
Новый/предыдущий прогноз, %	1%	22%	22%	9%	3%	3%
% в год. сопост.	N.A.	39%	-5%	-15%	-10%	0%
Горячий прокат, экспорт в СНГ, новый	567	782	743	617	574	574
Горячий прокат, экспорт в СНГ, предыдущий	563	640	608	578	554	554
Новый/предыдущий прогноз, %	1%	22%	22%	7%	4%	4%
% в год. сопост.	N.A.	38%	-5%	-17%	-7%	0%
Горячий прокат, внутренний рынок, новый	613	782	832	691	642	642
Горячий прокат, внутренний рынок, предыдущий	612	682	681	647	621	621
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	15%	22%	7%	3%	3%
% в год. сопост.	N.A.	28%	6%	-17%	-7%	0%
Холодный прокат, экспорт в СНГ, новый	632	878	834	709	637	637
Холодный прокат, экспорт в СНГ, предыдущий	629	673	639	607	616	616
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	30%	31%	17%	3%	3%
% в год. сопост.	N.A.	39%	-5%	-15%	-10%	0%
Холодный прокат, внутренний рынок, новый	707	920	934	794	714	714
Холодный прокат, внутренний рынок, предыдущий	704	754	716	680	690	690
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	22%	30%	17%	3%	3%
% в год. сопост.	N.A.	30%	2%	-15%	-10%	0%
Длинномерная продукция						
Биллеты, экспорт в СНГ, новый	504	668	641	545	501	501
Биллеты, экспорт в СНГ, предыдущий	495	560	538	516	495	495
Новый/предыдущий прогноз, %	2%	19%	19%	6%	1%	1%
% в год. сопост.	N.A.	32%	-4%	-15%	-8%	0%
Арматура, экспорт в СНГ, новый	557	822	797	614	583	583
Арматура, экспорт в СНГ, предыдущий	549	590	572	555	538	538
Новый/предыдущий прогноз, %	1%	39%	39%	11%	8%	8%
% в год. сопост.	N.A.	48%	-3%	-23%	-5%	0%
Арматура, внутренний рынок, новый	658	918	1,036	767	700	670
Арматура, внутренний рынок, предыдущий	653	706	744	694	646	646
Новый/предыдущий прогноз, %	1%	30%	39%	11%	8%	4%
% в год. сопост.	N.A.	40%	13%	-26%	-9%	-4%

*долгосрочные цены с 2012

Источник: оценки UniCredit Global Research

Мы по-прежнему считаем, что цены на коксующийся уголь будут высокими в 2008-2009 годах. На самом деле, последние события на рынке угля только подкрепляют наше позитивное отношение к сектору. В I квартале 2008 года цены на коксующийся уголь на внутреннем рынке выросли в среднем примерно на 49% до \$140/т. Это стало следствием дефицита угля на внутреннем рынке из-за прошлогодних аварий на шахтах, весьма умеренных прогнозов добычи, сделанных крупнейшими российскими производителями, и высоких цен на зарубежных рынках. Экспортные цены были еще выше, и превысили уровень \$300/т (в рамках недавно подписанного соглашения BHP Billiton и ArcelorMittal). Такие высокие цены вызваны перебоями с электроэнергией в ЮАР и сильными ливнями в Австралии. Мы не видим причин для существенного снижения цен в ближайшие годы, принимая во внимание тот факт, что о сокращении добычи уже объявили BHP Billiton (на 6.5-7.5 млн. т только в этом году) и другие компании, работающие в штате Куинсленд. Помимо этого, мы не ожидаем появления новых мощностей в краткосрочной перспективе, поэтому существующий дефицит – в сочетании с увеличением производства стали – должен поддерживать цены на высоком уровне.

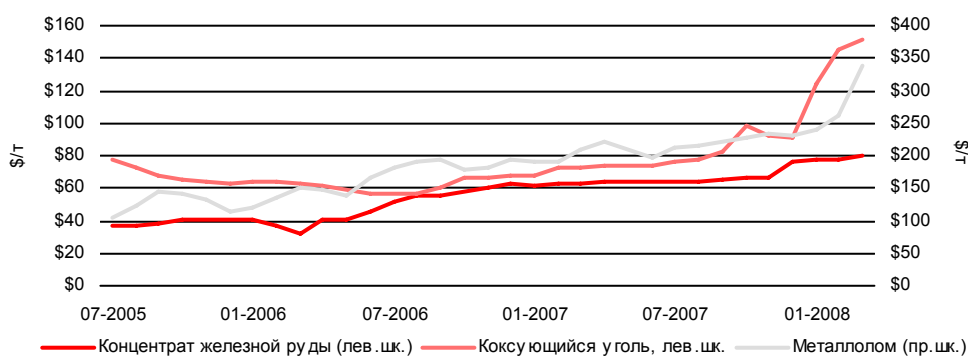
Мы оставили в силе наш прежний прогноз цен на энергетический уголь, поскольку

Металлургия и горнодобывающая промышленность

не видим каких-либо фундаментальных катализаторов их роста в кратко- или среднесрочной перспективе, ни на российском, ни на мировом рынке. С другой стороны, следует отметить, что экспортные цены на этот вид сырья в последнее время были весьма волатильны из-за сложных климатических условий в ЮАР, Китае и Австралии, что привело к дефициту и росту цен в Антверпене до \$125/т.

В более долгосрочной перспективе мы позитивно оцениваем перспективы российского рынка энергетического угля, спрос на котором должен быть высоким благодаря плану правительства по изменению энергетического баланса в стране в пользу угля.

ЦЕНЫ НА ОСНОВНОЕ СЫРЬЕ ДЛЯ ПРОИЗВОДСТВА СТАЛИ УСТАНОВИЛИ В I КВАРТАЛЕ 2008 ГОДА НОВЫЕ РЕКОРДЫ



Источник: Bloomberg; Metal Courier

Последние соглашения между крупными поставщиками железной руды и крупнейшими производителями стали установили новый эталон цен на руду на 2008 год. В конце февраля 2008 года CVRD, Rio Tinto и BHP Billiton заключили соглашение с японскими и китайскими производителями стали о ценах на руду на текущий год, вступившее в силу 1 апреля. Соглашение предусматривает повышение цен по сравнению с предыдущим годом на 65-71%. Таким образом, цены, которые казались нереальными еще год назад, стали фактом. Помимо этого, ресурсные компании уже начали вести переговоры о пересмотре цен на следующий год. Текущую ценовую конъюнктуру рынка железной руды определяет спрос со стороны китайских, индийских, бразильских и японских производителей, наращивающих объемы производства. Новые мощности, которые могли бы ослабить ценовое давление, будут введены в строй не ранее чем через 2-3 года. В связи с этим мы полагаем, что в ближайшее время возможен и дальнейший рост цен. На российском рынке складывается схожая тенденция: с декабря цены на руду повысились на 13%. ММК объявил, что в этом году ему придется платить за руду на 60-70% больше, тогда как спот-цены могут быть еще выше.

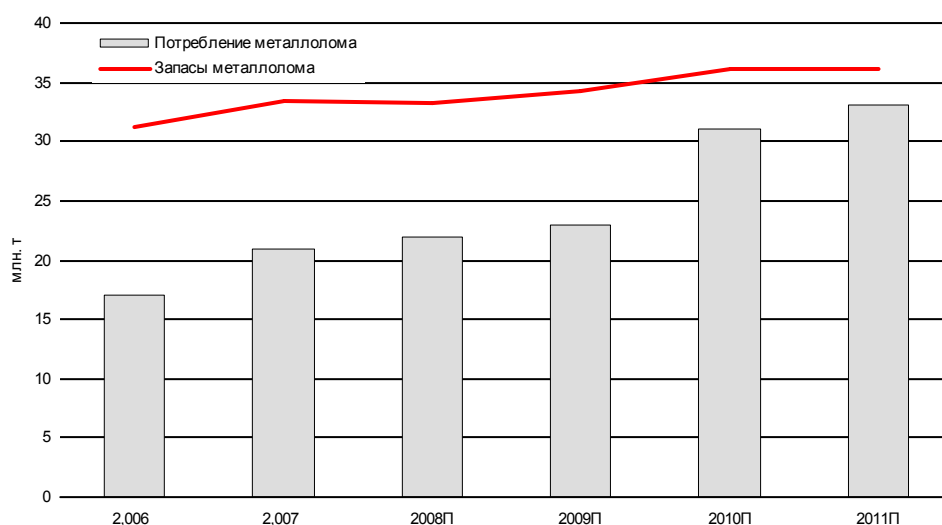
Наконец, цены на металлолом также повысились в I квартале 2008 года, и мы ожидаем, что эта тенденция сохранится в 2008-2009 годах. Россия всегда была нетто-экспортером металлолома, которого скопилось в изобилии на территории страны после индустриализации бывшего СССР. Цены на металлолом в прошлом росли довольно медленно. Однако в последнее время ситуация изменилась: мы наблюдали резкий скачок цен в 2007 году (на 25%) и I квартале 2008 года (на 22% по сравнению с предыдущим кварталом) при существенном сокращении экспорта металлолома из России. Мы считаем, что в ближайшие годы будет ощущаться дефицит металлолома, поскольку восполняются запасы очень медленно, а спрос растет вследствие перехода сталелитейных компаний на технологию электродуговых печей. Поэтому мы не видим каких-либо факторов, которые могли бы вызвать падение цен на металлолом ни в

Металлургия и горнодобывающая промышленность

долго-, ни в краткосрочной перспективе.

Мы повысили наш долгосрочный прогноз цен на уголь и металлолом. В результате последних изменений на рынке угля, особенно коксующегося, мы изменили наш прогноз цен. Так, мы ожидаем, что в 2008 и 2009 годах средние цены на коксующийся уголь составят \$260/т и \$270/т соответственно, что на 86% и 125% выше нашей предыдущей оценки. Мы также изменили наш долгосрочный прогноз, повысив его до \$110/т с предыдущего достаточно консервативного уровня \$90/т. Мы также повысили наш прогноз цен на энергетический уголь, поскольку полагаем, что в конечном итоге она тоже вырастет из-за повышения цен на нефть и газ и увеличения потребления топлива генерирующими компаниями.

ПОТРЕБЛЕНИЕ МЕТАЛЛОЛОМА ПРИБЛИЖАЕТСЯ К УРОВНЮ ЕГО СБОРА



Источник: MaxI Group, оценки UniCredit Global Research

МЫ ОЖИДАЕМ РОСТА ЦЕН НА СЫРЬЕ В 2008 ГОДУ, ОСОБЕННО НА КОКСУЮЩИЙ УГОЛЬ И ЖЕЛЕЗНУЮ РУДУ

\$/т	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П*
Коксующийся уголь, новый	74	260	270	180	150	110
Коксующийся уголь, предыдущий	74	140	120	110	90	90
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	86%	125%	64%	67%	22%
% в год. сопост.	N.A.	253%	4%	-33%	-17%	-27%
Энергетический уголь, новый	52	90	120	110	100	100
Энергетический уголь, предыдущий	52	58	57	56	55	54
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	55%	111%	96%	82%	85%
% в год. сопост.	N.A.	74%	33%	-8%	-9%	0%
Концентрат железной руды, новый	64	80	80	80	80	80
Концентрат железной, руды предыдущий	64	80	80	80	80	80
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%
% в год. сопост.	N.A.	25%	0%	0%	0%	0%
Металлолом, новый	207	308	298	230	218	218
Металлолом, предыдущий	207	215	210	205	200	200
Новый/предыдущий прогноз, %	0%	43%	42%	12%	9%	9%
% в год. сопост.	N.A.	49%	-3%	-23%	-5%	0%

*долгосрочные цены с 2012П

Источник: оценки UniCredit Global Research

Сталелитейные и угольные компании: новые оценки и прогнозируемые цены

Мы повысили прогнозируемую цену акций Evraz Group на 40% – с \$93 до \$130 и повторяем рекомендацию "Покупать"

Мы включили в наши модели оценки стоимости компаний новые прогнозы цен на сталь и сырье, а также учли в них последние приобретения, сделанные компаниями. В результате мы повысили прогнозируемую цену акций Evraz Group и оставили в силе рекомендацию **"Покупать"**. Это связано с хорошо продуманными приобретениями, высокими ценами на стальную продукцию и вертикальной интеграцией компании с угледобывающими и железорудными активами. Мы повысили прогнозируемую цену акций "Мечела" и оставили в силе рекомендацию **"Покупать"**. Это связано с наличием у компании угледобывающих и железорудных активов, вертикальной интеграцией, высокими ценами на сталь и активным освоением месторождений хрома и никеля, цены на которые также очень высоки. Мы повысили прогнозируемую цену акций "Северстали" с учетом новых приобретений, сделанных компанией, высоких цен на продукцию и ее вертикальной интеграции. Мы повысили прогнозируемую цену акций НЛМК, сохранив в силе рекомендацию **"Покупать"**. Это связано с диверсификацией бизнеса компании за счет выхода в сегмент сортового проката, что дает возможность участия в строительном и инфраструктурном буме, и сегмент сбора металлолома после приобретения "Макси Групп". Мы понизили прогнозируемые цены акций ММК и ТМК, сохранив рекомендации **"Держать"** и **"Покупать"** соответственно. В первую очередь, это связано с отсутствием у этих компаний вертикальной интеграции. Мы повторяем рекомендацию **"Покупать"** акции "Белона" и "Распадской" после пересмотра прогноза цен на коксующийся уголь.

Evraz Group: успешные приобретения, вертикальная интеграция и производство сортового проката

После публикации компанией сильных финансовых результатов за 2007 год по МСФО и еще более сильного прогноза на первое полугодие 2008 года мы по-прежнему позитивно оцениваем перспективы Evraz Group и считаем ее одним из наших фаворитов в российском сталелитейном секторе. Компания ожидает, что выручка в первом полугодии 2008 года повысится на 60-65% в годовом сопоставлении и превысит \$9.5 млрд., а EBITDA вырастет на 30% до \$3 млрд. Помимо этого, руководство компании ожидает увеличения производства стали в 2008 году на 16% до 18.9 млн. т, угля – на 20% до 15.1 млн. т. Следует отметить, что в этих показателях не учтены приобретенные недавно активы IPSCO в Канаде и Delong Holdings в Китае. В ходе телефонной конференции, посвященной финансовым результатам 2007 года, руководители компании представили будущую стратегию развития и свой взгляд на последние изменения в структуре бизнеса компании. Они также объявили логику зарубежной экспансии Evraz и представили прогноз некоторых финансовых и производственных результатов новых дочерних компаний. Ниже перечислены основные моменты:

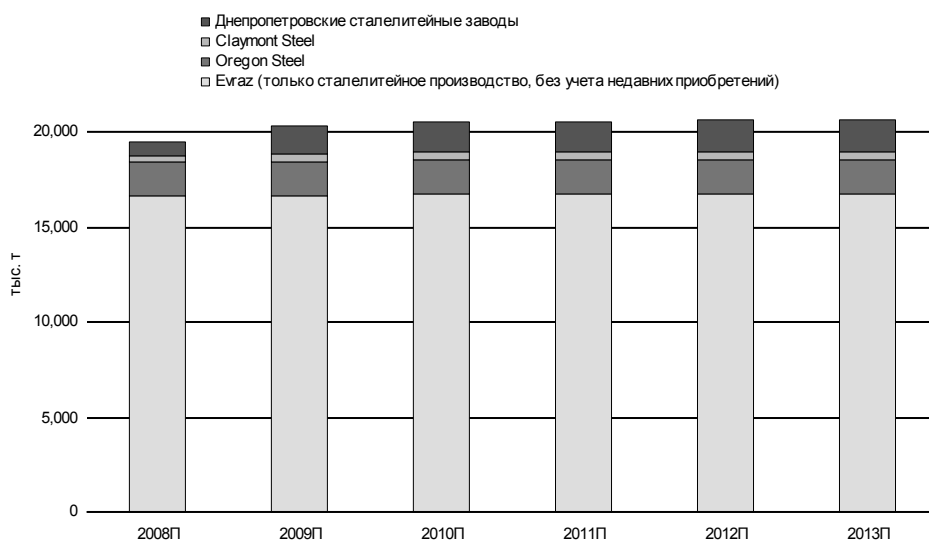
- Украинские активы, которые должны быть консолидированы во II квартале 2008 года, позволят производство в 2008 году в среднем на 15-20%, а их доля в консолидированной EBITDA по итогам первого полугодия 2008 года составит \$70-80 млн. После приобретения украинских активов Evraz Group на 100% обеспечена собственной железной рудой и с лихвой покрывает потребности в других видах сырья. Evraz планирует продавать излишки коксующегося угля на рынках Восточной Европы (уголь на коксохимические предприятия Украины будет поставлять "Южжубассуголь", что позволит минимизировать издержки и извлечь максимальную выгоду из высоких цен на европейских рынках). Руководство компании утверждает, что окончательную цену приобретения украинских активов еще должны утвердить два члена совета директоров компании, не обладающие исполнительными полномочиями. С другой стороны, контролирующий акционер уже перевел акции

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Evraz бывшему владельцу украинских активов, а дополнительная эмиссия акций в пользу контролирующего акционера должна состояться до конца апреля. В результате этого произойдет размывание долей миноритарных акционеров.

- Claymont Steel, которая вошла в состав группы в январе 2008 года, теперь является дочерним предприятием Oregon Steel, что должно позволить группе реализовать эффект синергии. После приобретения активов IPSCO у Evraz Group образовался излишек металлолома, который будет поставляться на Oregon Steel и Claymont Steel. Это должно повысить рентабельность этих предприятий в ближайшие отчетные периоды. Прирост объема производства Claymont Steel в 2008 году оценивается примерно в 5-10%.
- Руководство компании вполне оптимистично оценивает перспективы Delong Steel и разрабатывает агрессивные планы увеличения производства на этом предприятии. В 2008 году ожидается увеличение выпуска стали на Delong примерно на 40% до 3.4 млн. т. В целях повышения рентабельности, которая составила в 2007 году примерно 12% на уровне EBITDA, Evraz планирует поставлять на Delong железную руду с Качканарского ГОКа. Это сделает китайскую компанию гораздо менее зависимой от внешних поставок и спот-цен. Эта сделка должна быть закрыта до конца года.
- Сделка с IPSCO также обнадеживает. Evraz Group приобрела вертикально интегрированного производителя пластин и труб на крупнейшем в мире рынке. Руководство Evraz ожидает высокого спроса на трубы в Северной Америке, в пользу чего говорят результаты проведенного недавно исследования – инвестиции в замену и ремонт коммунальных систем лишь в США составят \$277 млрд. При этом книга заказов IPSCO заполнена, по крайней мере, на 1.5 года вперед. Помимо этого, ожидается определенный эффект синергии от сотрудничества с Oregon Steel и Claymont Steel. Эта сделка должна быть закрыта до конца года.
- Ванадиевый бизнес также находится в центре внимания Evraz. Руководство планирует улучшить интеграцию этих активов в рамках существующей структуры и считает, что требования местных властей по продаже части активов не окажут существенного влияния на показатели данного сегмента.

НАШ КОНСЕРВАТИВНЫЙ ПРОГНОЗ ПРЕДУСМАТРИВАЕТ СТАБИЛЬНОЕ ПРОИЗВОДСТВО В СТАЛЬНОМ СЕГМЕНТЕ



Источник: данные компаний, оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

С нашей точки зрения, Evraz Group превращается в настоящего транснационального игрока с диверсифицированной структурой бизнеса, присутствием на большинстве привлекательных рынков благодаря грамотным приобретениям и солидным денежным потоком, сравнимым по объемам с потоками крупнейших мировых сталелитейных компаний. Помимо этого, мы не ожидаем, что Evraz Group откажется от стратегии экспансии посредством слияний и приобретений, и ожидаем объявлений о новых сделках. В плане рентабельности Evraz Group – одна из самых прибыльных сталелитейных компаний в мире. Тем не менее, руководство компании планирует и дальше улучшать данный показатель за счет строго контроля над расходами, оптимизации производственного процесса, реализации синергии и концентрации на производстве продукции с высокой добавленной стоимостью.

После включения новых прогнозов в модель прогнозируемая стоимость компании составила \$46.1 млрд. или \$130 за акцию. Это на 40% выше нашей прежней прогнозируемой цены \$93 за акцию. Следует отметить, что в эту цену не включены активы IPSCO, вследствие чего мы планируем пересмотреть нашу модель, когда появится достоверная информация о данных активах.

Мы повысили прогнозируемую цену акций НЛМК на 27% – с \$4.66 до \$5.92 и повторяем рекомендацию "Покупать"

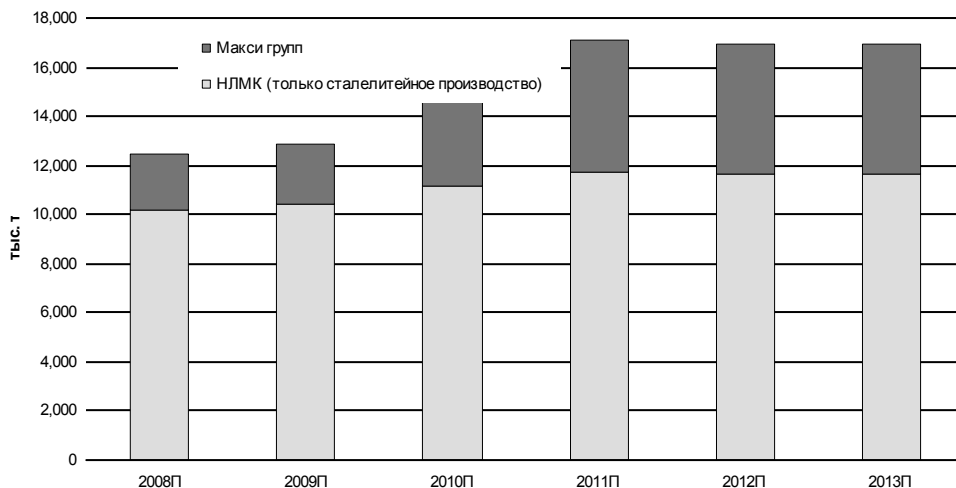
НЛМК: наиболее рентабельный производитель стали в России, теперь еще активнее участвует в строительном и инфраструктурном буме

Недавнее приобретение "Макси Групп" дало новый импульс акциям НЛМК – их цена увеличилась почти на 17% с момента объявления о покупке. Мы полагаем, что рынок в целом позитивно настроен по отношению к производителям сортового проката, поэтому благосклонно оценил изменения в структуре производства компании. Мы считаем, что данное приобретение увеличивает акционерную стоимость компании, и хотели бы подчеркнуть ряд моментов, которые, на наш взгляд, делают интеграцию бизнеса "Макси Групп" в структуру НЛМК особенно привлекательным:

- "Макси Групп" – вертикально интегрированный производитель сортового проката, который владеет несколькими мини-заводами, расположенными в географической близости от клиентов и в наиболее металлоемких регионах. Эти регионы должны больше других выиграть от строительного и инфраструктурного бума, по большей части спонсируемого государством.
- "Макси Групп" также управляет сетью из более чем 300 пунктов сбора металлолома и на 100% обеспечена данным сырьем. Стратегический план развития компании предусматривает увеличение количества данных пунктов к 2011-2012 годам до 700. В свете нашего прогноза потребления и цен на металлолом мы считаем, что данная стратегия позволит осуществлять эффективный контроль над издержками, не подрывая агрессивное наращивание объемов производства. В дополнение к этому, часть металлолома в настоящее время продается третьим сторонам, но может быть перенаправлена на мощности НЛМК, что позволит укрепить его вертикальную интеграцию.
- Стратегический план развития компании предусматривает четырехкратное увеличение производственных мощностей и двукратное увеличение мощностей по сбору металлолома. По нашим оценкам, это позволит увеличить выпуск продукции НЛМК по итогам 2013 года примерно на 36%.

Металлургия и горнодобывающая промышленность

"МАКСИ ГРУПП" МОЖЕТ ВНЕСТИ БОЛЬШОЙ ВКЛАД В УВЕЛИЧЕНИЕ ПРОИЗВОДСТВА НЛМК



Источник: данные компаний, оценки UniCredit Global Research

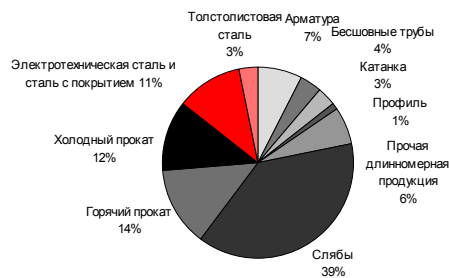
- Диверсификация в сегмент сортового проката, помимо очевидной выгоды, должна также позволить НЛМК застраховать риски ухудшения ценовой конъюнктуры на рынке стальных полуфабрикатов и листового проката.

СТРУКТУРА ВЫПУСКАЕМОЙ ПРОДУКЦИИ НЛМК ДОЛЖНА УЛУЧШИТЬСЯ В БУДУЩЕМ

Структура производства, 2007



Структура производства, 2011П-2012П



Источник: данные компаний, оценки UniCredit Global Research

- Мы с определенной осторожностью относимся к чистой задолженности "Макси Групп", которая по состоянию на январь 2008 года составляла \$1.8 млрд.; с другой стороны, принимая во внимание сильный баланс НЛМК, мы считаем общую долговую нагрузку на группу не критичной. Помимо этого, реализация стратегии "Макси Групп" потребует к 2011-2012 году инвестиции в размере порядка \$3.8 млрд. Однако, учитывая высокие денежные потоки НЛМК и прогнозы денежных потоков "Макси Групп", мы не думаем, что с реализацией данной стратегии могут возникнуть проблемы.

Мы включили приобретение "Макси Групп" и пересмотренные прогнозы в нашу модель оценки компании. Прогнозируемая стоимость акционерного капитала составила \$35.5 млрд., что соответствует \$5.92 за акцию. Это на 27% выше нашей предыдущей прогнозируемой цены \$4.66 за акцию.

Мы повысили прогнозируемую цену акций "Северстали" на 14% – с \$32 до \$36.4 и повторяем рекомендацию "Покупать"

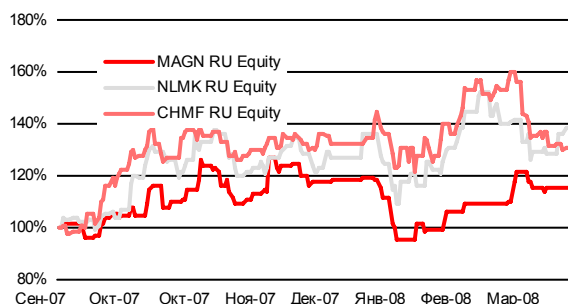
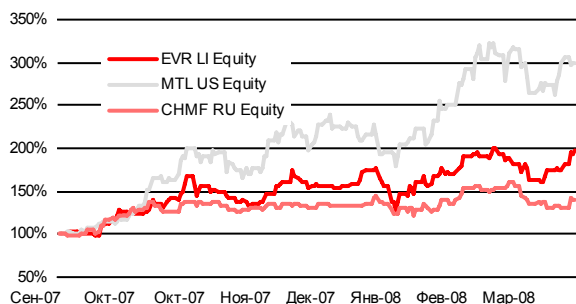
"Северсталь": вертикально интегрированный производитель листового проката; стратегия зарубежной экспансии

В настоящее время "Северсталь" – самая дешевая среди анализируемых нами вертикально интегрированных стальных компаний, как по коэффициенту EV/EBITDA, так и по коэффициенту P/E. Наш анализ свидетельствует о том, что подобная оценка не оправдана, и сомневаемся, что она основана на фундаментальных характеристиках компании. Мы предполагаем, что рынок негативно относится к компании, что может быть связано со стандартами ее корпоративного управления. Мы также полагаем, что активность "Северстали" в области слияний/приобретений в последнее время (приобретение Sparrows Point и Celtic Resources, а также продажа угольных активов в России) могла быть воспринята инвестором неоднозначно, что также оказало негативное влияние на динамику акций.

ДИНАМИКА АКЦИЙ "СЕВЕРСТАЛИ" НЕ ВПЕЧАТЛЯЕТ

Акции "Северстали" отстают от акций интегрированных компаний...

...и опережают бумаги не интегрированных производителей

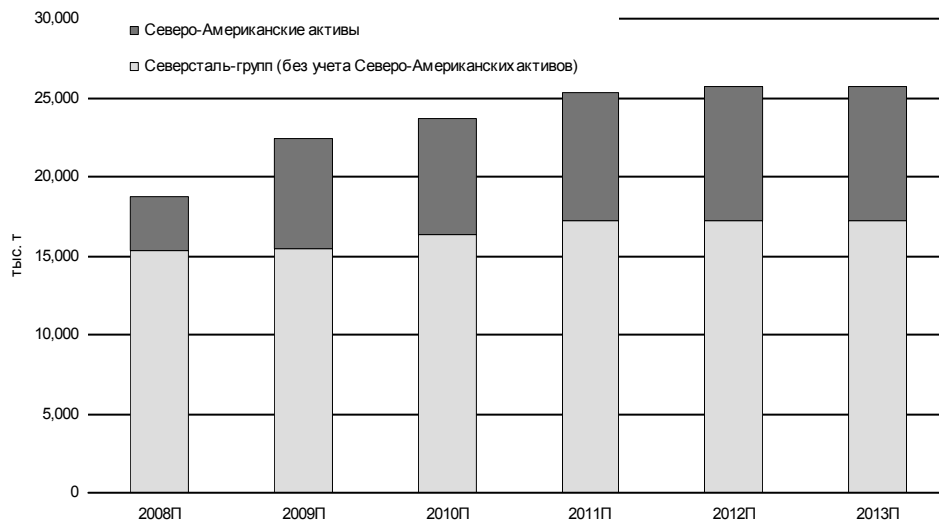


Источник: Bloomberg

Мы считаем, что долгосрочная выгода от этих приобретений может перевесить краткосрочный негатив, хотя и признаем, что "Северсталь" покупает менее рентабельные активы (рентабельность EBITDA Sparrows Point в 2007 году составила 1.2%).

Что касается приобретения Sparrows Point, то мы считаем, что есть ряд моментов, которые позволят увеличить акционерную стоимость "Северстали" в результате данной сделки:

- Цена сделки на уровне \$810 млн. выглядит относительно невысокой по коэффициенту EV/объем производства (\$352/т), если сравнить ее с ценой, уплаченной Evraz Group за Claymont Steel в конце 2007 года (\$1 130/т);
- Мощность Sparrows Point составляет 3.6 млн. т стали в год, но последние несколько лет предприятие выпускало лишь 2.4 млн. т (коэффициент загрузки мощностей – 64%). "Северсталь" утверждает, что слабые показатели связаны с плохим управлением предприятием, и планирует исправить ситуацию в будущем;
- Завод сравнительно новый: срок эксплуатации доменной печи, прокатного стана и оборудования для оцинковки не превышает девяти лет, что предполагает небольшие капиталовложения и расходы на ремонт в ближайшие годы;
- Sparrows Point – единственный интегрированный производитель полосовой стали на восточном побережье США и крупный поставщик жестяного проката в Северной Америке;
- "Северсталь" считает, что эффект синергии от сотрудничества Sparrows Point с другими предприятиями в Северной Америке может составить к 2010-2011 годам \$50 млн. в год.

Металлургия и горнодобывающая промышленность
СЕВЕРОАМЕРИКАНСКИЕ АКТИВЫ ОБЕСПЕЧИВАЮТ ЗНАЧИТЕЛЬНУЮ ЧАСТЬ ПРОИЗВОДСТВА "СЕВЕРСТАЛИ"


Источник: данные компаний, оценки UniCredit Global Research

Все перечисленные выше моменты носят стратегический характер, и на их реализацию потребуется время. Поэтому мы не можем достаточно надежно оценить их влияние и включить в нашу модель оценки стоимости компании. Вследствие этого мы сохраняем в силе консервативный подход к финансовым показателям недавно приобретенных активов, поэтому их вклад в прогнозируемую нами цену акций компании незначителен.

Мы также включили в нашу модель оценки компании приобретение Celtic Resources, новый прогноз производственных результатов, который представило руководство "Северстали", и наши собственные прогнозы цен. В результате мы повысили прогнозируемую цену акций "Северстали" на 14% – с \$32 до \$36.4 – и повторяем рекомендацию "Покупать".

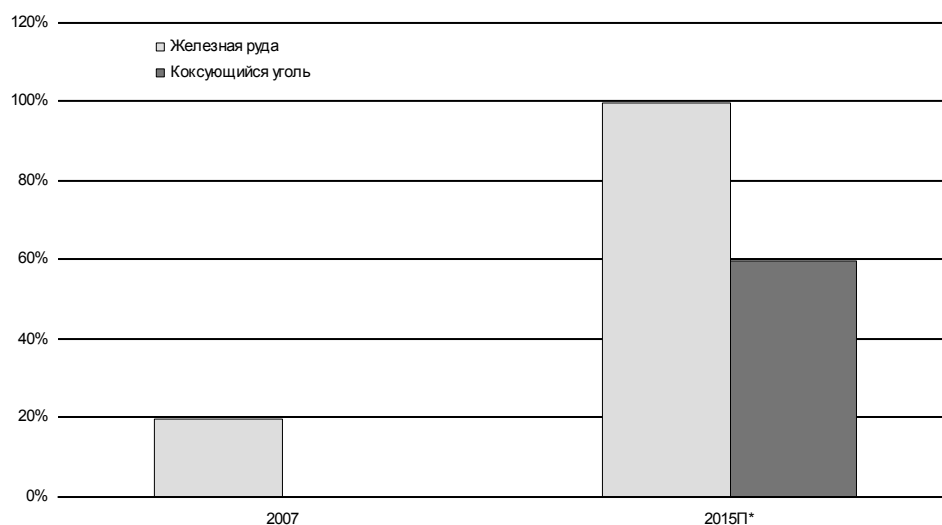
Мы понизили прогнозируемую цену акций ММК на 7% – с \$1.48 до \$1.38 и повторяем рекомендацию "Держать"

ММК: современный производитель листового проката, но по-прежнему без вертикальной интеграции

До последнего времени ММК был единственной крупной российской сталелитейной компанией, у которой почти полностью отсутствовала вертикальная интеграция и сырьевые активы. Принимая во внимание важность контроля над затратами в условиях рекордно высоких цен на сырье и их влияние на конечные финансовые результаты, мы считаем, что именно этим и объясняется слабая динамика акций компании. С другой стороны, ситуация, на первый взгляд, исправляется. В ноябре 2006 года ММК объявил о приобретении лицензии на освоение Приоскольского месторождения железной руды, запасы которого составляют свыше 2 млрд. т, а потенциальный объем добычи – примерно 35 млн. т в год. В марте 2008 года ММК сообщил о косвенном приобретении 41.3% акций "Белона" примерно за \$230 млн.

Металлургия и горнодобывающая промышленность

ВЕРТИКАЛЬНАЯ ИНТЕГРАЦИЯ МОЖЕТ СТАТЬ ДОЛГОСРОЧНОЙ СТРАТЕГИЕЙ ММК



*текущие активы и Белон

Источник: данные компаний, оценки UniCredit Global Research

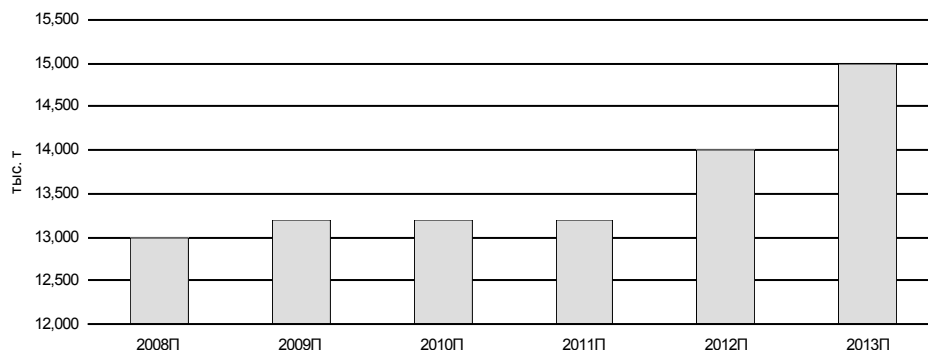
Вертикальная интеграция может ликвидировать главный фактор риска, сдерживающий котировки акций ММК, если не произойдет значительного изменения ситуации.

На сегодняшний день ММК обеспечен собственной рудой лишь примерно на 20%; после вывода Приоскольского на полную мощность обеспечение возрастет до 100%. Но стоит отметить несколько моментов, касающихся освоения данного месторождения:

- Запасы в размере 2 млрд. т и ежегодный объем производства в размере 35 млн. т – это ожидания руководства ММК; более надежные оценки появятся осенью, когда будет завершен полный анализ лицензионного участка;
- Капиталовложения в освоение Приоскольского в размере \$2 млрд. – это также предварительная оценка руководства компании;
- Добыча должна начаться в 2013 году, а выход на полную мощность должен состояться к 2016 году, что находится за пределами нашего прогнозного периода;
- Месторождение расположено примерно в 2 000 км от основного предприятия ММК, а основной поставщик сырья на сегодняшний день – ENRC – всего в 300 км;
- Руководство ММК по-прежнему не одобрило бизнес-план освоения месторождения.

В связи с этим мы считаем преждевременным включение данного проекта в нашу модель оценки компании и предпочитаем дождаться новых подробностей и более четкого прогноза.

Фактический уровень вертикальной интеграции в области коксующегося угля после приобретения 41.3 акций "Белона" также кажется нам завышенным, поскольку компания объявила, что все поставки угля будут проходить по рыночной цене. Кроме того, это не окажет влияния на показатель EBITDA, поскольку ММК будет консолидировать "Белон" в своих результатах как ассоциированную компанию.

Металлургия и горнодобывающая промышленность
В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ ММК КОНЦЕНТРИРУЕТСЯ НА УВЕЛИЧЕНИИ ПРОИЗВОДСТВА


Источник: данные компаний, оценки UniCredit Global Research

В целом, мы позитивно относимся к акциям ММК и усилиям руководства компании по модернизации производственных мощностей, выходу на привлекательный турецкий рынок, увеличению производства и концентрации на продукции с высокой добавленной стоимостью. Кроме того, мы считаем, что как только цены на сырье вернуться на нормальный уровень (или ММК тем или иным способом достигнет вертикальной интеграции), незамедлительно последует реакция со стороны рынка – ММК может быть очень привлекательным инвестиционным инструментом.

После включения новых прогнозов в нашу модель оценки компании мы понизили прогнозируемую цену акций ММК на 7% с \$1.48 до \$1.38 за акцию и повторяем рекомендацию **"Держать"**.

Мы повысили прогнозируемую цену акций "Мечела" на 24% – с \$190 до \$236 и повторяем рекомендацию "Покупать"

"Мечел": угольные активы, грамотный план развития и будущее IPO добывающих активов делают компанию нашим фаворитом

После публикации нашего отчета о "Мечеле" от 3 марта 2008 года ситуация на рынке изменилась только в одном – цены еще сильнее выросли. Наш прогноз оказался намного ниже рыночного уровня, поэтому мы вновь его повысили. После включения новых прогнозов цен на уголь и сталь в модель оценки "Мечела" мы повысили прогнозируемую цену на ближайшие 12 месяцев на 24% с \$190 до \$236 за акцию. Мы повторяем рекомендацию **"Покупать"** акции "Мечела".

Следует также отметить сильный портфель новых проектов компании, которые в настоящее время не включены в нашу модель:

- "Эльгауголь": Первые поставки могут начаться в 2010 году (или когда будет введена в строй железнодорожная ветка, соединяющая месторождение угля со станцией Улак на БАМе). В 2013 году объем производства может составить 5 млн. т, в 2015 году – 20 млн. т, в конечном итоге – 30 млн. т в год.
- Порт Посьет: "Мечел" планирует увеличить к 2011-2013 году мощности данного порта с 2 млн. т до 9 млн. т, что должно совпасть с началом добычи "Эльгаугля".
- РЖД: "Мечел" подписал долгосрочный контракт с РЖД на поставку в 2010-2030 годах 400 000 т высококачественных рельсов в год.
- Электроэнергетика: "Мечел" создал интегрированное энергетическое подразделение, обладающее собственной ресурсной базой и генерирующими мощностями, которое должно будет обеспечивать электроэнергией его предприятия, продавая излишки электросетевым компаниям. В состав нового подразделения входит Южно-Кузбасская ГЭС, объем производства которой может составить в 2008 году до 2.3МВт. ГЭС

Металлургия и горнодобывающая промышленность

потребляет 1.5-2 млн. т энергетического угля, добываемого "Мечелом".

- Цемент: "Мечел" может построить к 2009 году цементный завод в Челябинской области мощностью 1-2 млн. т цемента, выручка которого, по нашим подсчетам, может составить \$200-300 млн. в 2009 году.
- Oriel Resources: "Мечел" приобрел Oriel Resources, производителя хрома и никеля, который должен в III квартале 2008 года стать вертикально интегрированным после начала добычи на хромовом месторождении "Восход". Мы считаем, что эта сделка позволит "Мечелу" увеличить свою акционерную стоимость, и станет хорошим пополнением его портфеля никелевых и ферросплавных активов, который в настоящее время состоит из "Южуралникеля" и Братского завода ферросплавов.

Помимо этого, мы считаем, что самым сильным катализатором роста акций "Мечела" должно стать долгожданное IPO его горнодобывающих активов, которое может раскрыть их реальную стоимость для акционеров. Мы считаем, что структура активов, которые будут включены в новую компанию, привлечет значительный интерес со стороны инвесторов в свете отличной конъюнктуры рынка угля и железной руды.

РОССИЙСКИЕ ПРОИЗВОДИТЕЛИ СТАЛИ ПО-ПРЕЖНЕМУ ТОРГУЮТСЯ С НИЗКИМИ КОЭФФИЦИЕНТАМИ

На 16 апреля 2008	Цена	Рын. кап.	EV,	EV/EBITDA			P/E		
	обыкн., \$	\$ млн.	\$ млн.	2007П	2008П	2009П	2007П	2008П	2009П
Россия									
Evrast Group	108.00	38,332	44,987	10.7	6.5	5.3	17.3	9.7	7.6
Мечел	149.97	20,809	23,274	13.8	5.3	3.7	21.7	7.4	5.0
ММК	1.24	13,856	15,085	6.4	4.7	3.3	7.8	6.2	4.4
НЛМК	4.80	28,767	27,034	7.6	4.9	5.9	11.9	7.7	9.0
Северсталь	26.30	26,503	27,824	7.5	4.6	4.5	13.7	7.3	7.4
Средневзвешенное				9.4	5.4	4.8	19.1	8.2	6.3
Развивающиеся рынки									
Baoshan Iron & Steel	1.47	26,849	30,033	5.9	5.3	4.7	13.0	10.9	9.8
China Steel	1.64	18,585	18,763	8.4	7.9	7.8	11.1	10.5	10.6
CSN	42.87	32,221	39,806	13.9	9.8	7.8	18.4	16.8	12.4
POSCO	450.61	39,964	38,480	5.7	5.6	5.5	9.8	9.9	9.7
SAIL	4.27	16,752	16,138	6.9	5.3	4.7	11.7	8.7	7.7
Usiminas	67.49	21,580	22,449	7.8	6.7	6.0	12.2	10.5	10.2
Средневзвешенное				8.4	6.9	6.2	12.7	11.4	10.1
Развитые рынки									
JFE Holdings	50.04	30,674	44,343	7.7	6.1	6.2	12.1	11.2	10.3
Mittal Steel	87.72	127,087	154,106	7.9	7.2	7.2	12.3	11.1	10.8
Nippon Steel	5.29	35,456	53,077	8.3	6.7	6.9	12.5	10.3	11.1
Nucor	72.61	19,845	21,925	7.4	5.8	5.7	13.6	10.6	10.0
Thyssen Group	61.55	31,666	34,004	4.2	4.1	3.8	10.0	9.5	8.9
US Steel	155.37	17,273	21,299	11.4	7.0	7.1	15.5	11.2	10.8
Voestalpine	73.56	12,095	18,230	9.9	5.7	5.3	12.4	8.7	8.5
Средневзвешенное				7.9	6.5	6.5	12.3	10.7	10.4

Источник: Bloomberg, оценки UniCredit Global Research

Мы понизили прогнозируемую цену акций ТМК на 4% – с \$16.6 до \$15.9 и повторяем рекомендацию "Покупать"

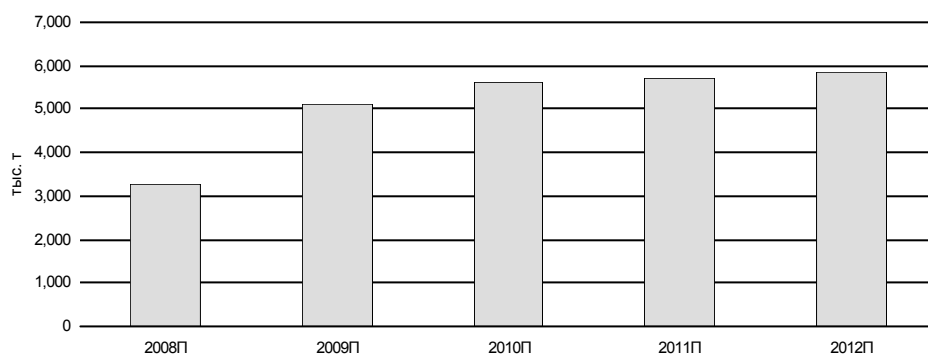
ТМК: качественный производитель труб с большими планами

После повышения прогнозируемой цены в нашем отчете от 18 марта 2008 года мы вновь пересмотрели нашу модель оценки компании вслед за изменением прогнозов цен на сталь. После корректировки модели стоимость акционерного капитала составила \$13.9 млрд., а новая прогнозируемая цена на ближайшие 12 месяцев – \$15.9 за акцию, что на 4% меньше прежней прогнозируемой цены. Мы повторяем рекомендацию "Покупать" акции ТМК, поскольку их потенциал роста по сравнению с текущими котировками составляет порядка 103%.

Мы считаем ТМК по-прежнему привлекательной компанией и хотели бы подчеркнуть ряд моментов:

- ТМК – единственный мировой производитель стали, у которого есть собственный рынок, который в настоящее время является одним из самых быстрорастущих;
- У компании есть подробный план развития производства, который должен быть реализован к 2010 году и предусматривает двукратное увеличение мощностей ТМК к тому моменту, когда прогнозируемый спрос на трубы в России должен достигнуть пика. Реализация новой инвестиционной программы позволит ТМК стать крупнейшим в мире производителем труб;
- Компания недавно приобрела по адекватной цене рентабельного американского производителя труб, работающего на крупнейшем в мире рынке;
- У ТМК долгие и тесные отношения с крупнейшими российскими нефтегазовыми компаниями, которые являются основными потребителями труб в России;
- Компания сможет воспользоваться новыми мощностями в 2009 году, когда ее объем производства должен увеличиться почти на 55%;
- Руководство ТМК оптимистично оценивает перспективу перекладывания растущих затрат на плечи клиентов; впрочем, мы осторожно оцениваем возможности компании в этом плане и исходим в нашей модели из пессимистичного прогноза;
- Исторически компания распределяет примерно 35% чистой прибыли в качестве дивидендов, что является одним из самых высоких показателей в трубной отрасли;
- Компания планирует провести SPO в этом году, что должно увеличить ликвидность;
- Коэффициенты EV/EBITDA и P/E говорят о том, что ТМК недооценена по сравнению с другими производителями труб, хотя, на наш взгляд, ее производственные планы оправдывают премию к аналогам.

ВПЕЧАТЛЯЮЩИЕ ПРОИЗВОДСТВЕННЫЕ ПЛАНЫ ТМК ЗАСЛУЖИВАЮТ ПРЕМИИ



Источник: данные компаний, оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

ТМК – ОДИН ИЗ САМЫХ ДЕШЕВЫХ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ ТРУБ ПО КОЭФФИЦИЕНТАМ EV/EBITDA И P/E

На 16 апреля 2008	Цена обыкн., \$	Рын. кап., \$ млн.	EV, \$ млн.	EV/EBITDA			P/E		
				2007П	2008П	2009П	2007П	2008П	2009П
ТМК	7.85	6,853	7,898	8.6	6.0	4.0	13.4	8.5	5.8
Украина									
Нижнеднепровский трубопрокатный завод	34.7	1,868	1,914	10.0	9.1	8.6	15.7	13.4	12.6
Новомосковский трубный завод	29.2	351	353	10.9	8.5	7.4	22.7	17.7	12.0
Средневзвешенное				10.1	9.0	8.4	16.8	14.1	12.5
Международные компании									
Confab Industrial SA	3.05	684	921	4.3	4.2	4.6	5.3	4.7	5.0
Armtec Infrastructure Income Fund	22.8	345	396	13.8	8.2	7.8	16.6	12.4	11.2
Vallourec	269	14,277	13,995	5.2	5.7	5.6	9.4	10.3	9.9
Jindal Saw Ltd	15.4	803	803	4.8	4.5	3.7	10.4	8.8	7.2
Maruichi Steel Tube Ltd	34.6	3,253	3,054	15.7	14.3	14.1	28.2	26.8	28.0
Wah Seong Corp BHD	0.71	469	623	10.1	8.1	6.8	17.9	12.7	10.2
Tenaris	53.2	31,414	34,384	9.7	9.1	7.8	16.4	15.2	12.6
Steel & Tube Holdings Ltd	2.71	239	476	11.5	12.9	11.6	10.6	13.3	11.2
Hyundai Hysco	9.04	725	1,706	6.8	6.7	6.6	32.1	20.7	18.0
SeAH Steel Corp	48.4	258	450	6.4	6.3	6.8	10.3	7.8	10.1
Tubacex SA	11.2	1,490	1,736	11.2	9.2	8.0	17.0	13.8	11.4
Mueller Water Products Inc	7.94	232	1,843	5.9	7.0	6.1	3.1	4.2	2.9
Valmont Industries Inc	106	2,751	3,085	16.2	13.4	12.0	30.5	22.9	18.8
Northwest Pipe Co	40.8	373	468	8.9	8.8	7.8	17.9	14.5	12.6
Средневзвешенное				9.1	8.7	7.7	15.9	14.8	12.9

Источник: Bloomberg, оценки UniCredit Global Research

Мы повысили прогнозируемую цену акций "Распадской" на 37% – с \$9.0 до \$12.3 и повторяем рекомендацию "Покупать"

"Распадская": цены контрактов обеспечивают стабильность и хеджируют риски

Мы повысили прогнозируемую цену акций "Распадской" на ближайшие 12 месяцев на 37% с \$9.0 до \$12.1 за акцию, что связано с нашим новым прогнозом цен коксующегося угля. Компания использует контрактное ценообразование, предпочитая стабильные цены и хеджирование рисков краткосрочным выгодам спот-рынка. Поэтому мы считаем, что компания сможет извлечь полную выгоду из благоприятной ценовой конъюнктуры рынка в следующем году, когда будут подписываться новые контракты на поставку. В предварительных беседах руководители компании говорили, что цены в новых контрактах будут значительно выше, чем нынешние \$140/т, поэтому мы ожидаем от "Распадской" сильных финансовых результатов 2009 года.

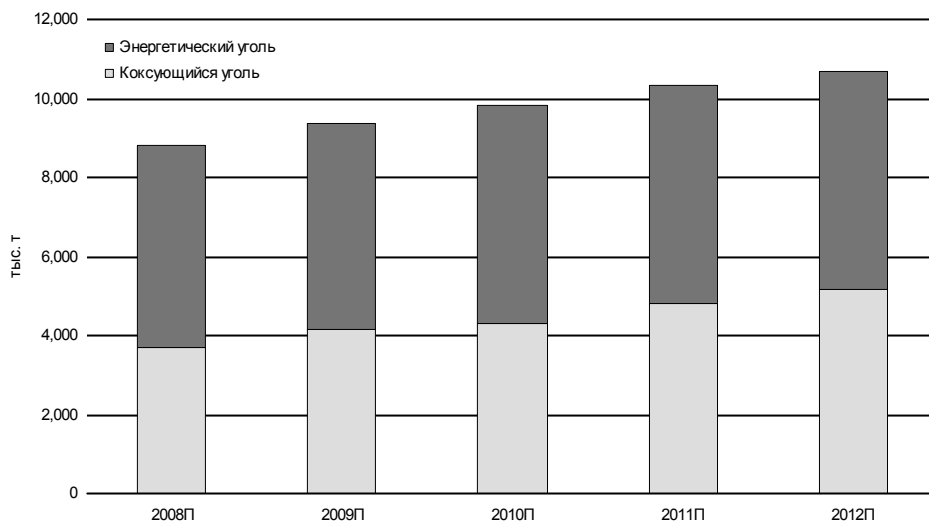
Мы повысили прогнозируемую цену акций "Белона" на 47% – с \$154 до \$227 и повторяем рекомендацию "Покупать"

"Белон": сильный рост добычи в сочетании с рекордно высокими ценами

После внесения в модель оценки компании новых прогнозов цен на коксующийся и энергетический уголь прогнозируемая цена акций "Белона" составила \$227 за акцию, что на 47% выше предыдущей цены \$154 за акцию. Результаты наших встреч с гендиректором и совладельцем компании позволяют сделать вывод о том, что недавняя сделка с ММК не повлияет на политику ценообразования "Белона", и все поставки будут проходить по рыночным ценам. Мы считаем позитивным фактором появление у "Белона" нового акционера, в лице которого компания получит стратегического партнера, заинтересованного в дальнейшем развитии бизнеса. Мы ожидаем от "Белона" сильных финансовых результатов благодаря рекордно высоким ценам на уголь и загрузке новых мощностей. Мы повторяем рекомендацию "Покупать" акции "Белона".

Металлургия и горнодобывающая промышленность

ВЫСОКАЯ ПРОГНОЗИРУЕМАЯ ДОБЫЧА "БЕЛОНА" ДОЛЖНА ОБЕСПЕЧИТЬ СИЛЬНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК



Источник: данные компаний; оценки UniCredit Global Research

НЕСМОТЯ НА ВПЕЧАТЛЯЮЩУЮ ДИНАМИКУ В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ, АКЦИИ РОССИЙСКИХ УГОЛЬНЫХ КОМПАНИЙ ТОРГУЮТСЯ С ДИСКОНТОМ К АНАЛОГАМ

На 16 апреля 2008	Цена обыкн., \$	Рын. кап. \$ млн.	EV, \$ млн.	EV/EBITDA			P/E		
				2007П	2008П	2009П	2007П	2008П	2009П
Россия									
Белон	155.00	1,783	2,139	23.9	5.5	2.1	70.0	7.5	2.6
Мечел	149.97	20,809	23,274	13.8	5.3	3.7	21.7	7.4	5.0
Распадская	8.40	6,559	6,714	15.0	6.5	3.0	28.6	9.4	4.0
Средневзвешенное				14.7	5.6	3.5	26.2	7.8	4.6
Развивающиеся рынки									
China Shenhua Energy	4.49	121,446	121,188	20.6	15.8	13.3	39.3	29.2	24.4
Henan Shen Huo Coal	5.30	2,813	3,678	20.4	14.1	10.8	22.6	16.1	10.9
Shanxi Guoyang New Energy	4.99	2,424	2,325	12.7	13.5	14.4	30.5	26.6	14.0
Shanxi Xishan Coal	6.02	7,800	7,425	23.2	17.5	14.9	50.6	36.1	25.2
Yanzhou Coal Mining	1.49	10,183	8,983	10.7	8.3	7.2	22.7	16.4	13.7
Средневзвешенное				20.0	15.4	13.0	38.2	28.3	23.3
Развитые рынки									
Alpha Natural Resources	51.00	3,361	3,950	16.9	12.0	6.9	N.M	34.4	11.3
Arch Coal	56.68	7,726	9,457	20.2	12.5	9.3	47.5	22.2	15.0
Centennial Coal	4.22	1,315	1,066	6.8	5.6	3.5	43.2	25.6	9.5
Consol Energy	84.28	14,421	16,258	19.7	12.9	8.1	46.9	27.3	14.2
Foundation Coal	61.42	2,677	3,324	11.3	9.3	6.9	60.2	40.3	16.2
Massey Energy	52.90	3,987	5,000	11.4	9.1	7.6	36.8	20.3	15.9
Peabody Energy	66.96	17,336	21,375	22.1	15.8	10.7	40.6	33.6	15.7
Средневзвешенное				19.1	13.2	9.0	44.5	29.3	14.7

Источник: Bloomberg, оценки UniCredit Global Research

Металлургия и горнодобывающая промышленность

После пересмотра наших прогнозов цен на уголь и сталь и учета в моделях последних приобретений мы получили следующие прогнозируемые цены и финансовые результаты:

НАШИ ПРОГНОЗИРУЕМЫЕ ЦЕНЫ ВКЛЮЧАЮТ В СЕБЯ НОВЫЕ ПРОГНОЗЫ ЦЕН НА СТАЛЬ И УГОЛЬ И ПОСЛЕДНИЕ ИЗМЕНЕНИЯ В СТРУКТУРАХ КОМПАНИЙ

На 16 апреля 2008	Пред. ТР, \$	Новая ТР, \$	Изм.	Цена, \$	Потенциал	Пред. СОЕ, %	Новый СОЕ, %	Изм.	Пред. реком.	Новая реком.
Evraz Group	93	130	40%	108	20%	12.6%	12.4%	0pp	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Мечел	190	236	24%	150	57%	13.5%	13.3%	0pp	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
ММК	1.48	1.38	-7%	1.24	11%	11.4%	11.2%	0pp	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ
НЛМК	4.66	5.92	27%	4.80	23%	11.4%	11.2%	0pp	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Северсталь	32.0	36.4	14%	26.3	38%	12.6%	12.4%	0pp	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
ТМК	16.6	15.9	-4%	7.9	103%	11.6%	11.8%	0pp	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Белон	155	227	47%	155	46%	17.3%	19.0%	2pp	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Распадская	8.4	12.3	37%	8.2	50%	13.4%	13.2%	0pp	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ

Выручка, \$ млн.	2007П, пред.	2007П, новый	Изм.	2008П, пред.	2008П, новый	Изм.	2009П, пред.	2009П, новый	Изм.
Evraz Group	12,808	12,808	0%	13,802	21,147	53%	13,021	24,982	92%
Мечел	6,266	6,319	1%	9,613	11,822	23%	9,840	14,327	46%
ММК	8,197	8,197	0%	9,936	11,730	18%	10,665	13,186	24%
НЛМК	7,506	7,716	3%	8,134	13,036	60%	8,058	13,477	67%
Северсталь	15,245	15,245	0%	17,167	22,148	29%	16,723	23,617	41%
ТМК	4,100	4,100	0%	4,693	5,619	20%	7,180	8,209	14%
Белон	509	510	0%	974	1,123	15%	1,010	1,732	72%
Распадская	716	716	0%	1,481	1,347	-9%	1,487	2,714	82%

ЕБИТДА, \$ млн.	2007П, пред.	2007П, новый	Изм.	2008П, пред.	2008П, новый	Изм.	2009П, пред.	2009П, новый	Изм.
Evraz Group	4,221	4,221	0%	4,624	6,870	49%	3,830	8,432	120%
Мечел	1,644	1,690	3%	3,676	4,365	19%	3,893	6,228	60%
ММК	2,342	2,342	0%	3,071	3,188	4%	3,630	4,526	25%
НЛМК	3,380	3,575	6%	3,669	5,472	49%	3,244	4,565	41%
Северсталь	3,709	3,709	0%	5,420	6,063	12%	4,891	6,170	26%
ТМК	920	920	0%	1,076	1,319	23%	1,809	1,975	9%
Белон	89	89	0%	339	386	14%	383	997	161%
Распадская	448	448	0%	1,132	1,032	-9%	1,088	2,255	107%

Чистая прибыль, \$ млн.	2007П, пред.	2007П, новый	Изм.	2008П, пред.	2008П, новый	Изм.	2009П, пред.	2009П, новый	Изм.
Evraz Group	2,217	2,217	0%	2,724	3,964	46%	2,228	5,016	125%
Мечел	925	958	4%	2,306	2,816	22%	2,445	4,173	71%
ММК	1,772	1,772	0%	2,143	2,236	4%	2,477	3,183	28%
НЛМК	2,277	2,425	6%	2,469	3,735	51%	2,134	3,196	50%
Северсталь	1,936	1,936	0%	2,967	3,615	22%	2,490	3,589	44%
ТМК	510	510	0%	635	809	27%	1,057	1,177	11%
Белон	25	25	0%	203	239	18%	230	697	203%
Распадская	229	229	0%	765	698	-9%	733	1,644	124%

Источник: оценки UniCredit Global Research

Информация об ограничении ответственности

Наши рекомендации основаны на информации, полученной из открытых источников информации, которые мы считаем надежными, но не можем гарантировать их полноту и точность. Все оценки и мнения, высказанные в отчете, представляют собой независимое суждение аналитиков на дату выхода отчета. Мы оставляем за собой право менять высказанную точку зрения в любое время без предварительного уведомления. Помимо этого, мы оставляем за собой право не обновлять информацию на основе новых данных или полностью отказаться от ее освещения.

Данный анализ предназначен исключительно для информации и (i) не представляет собой предложение или часть предложения о покупке или подписке или просьбу о приобретении какого-либо финансового инструмента, инструмента денежного рынка или инструмента инвестиций, а также какой-либо ценной бумаги; (ii) не ставит целью представлять собой предложение или часть предложения о покупке или подписке или просьбу о приобретении какого-либо финансового инструмента, инструмента денежного рынка или инструмента инвестиций, а также какой-либо ценной бумаги; (iii) не является рекламой. Инвестиционные возможности, о которых идет речь в данном отчете, могут не подходить для определенных инвесторов в зависимости от их конкретных инвестиционных целей, временного горизонта инвестиций или в контексте общей финансовой ситуации. Инвестиции, о которых идет речь в данном отчете, могут быть подвержены колебаниям в цене или стоимости. Инвесторы могут получить от инвестиций меньше вложенной суммы. Изменения в валютных курсах могут оказывать негативное влияние на стоимость инвестиций. Кроме того, динамика ценных бумаг в прошедшие периоды не обязательно является индикатором будущих результатов. В частности, риски, связанные с вложением средств в финансовые инструменты, инструменты денежного рынка или инвестиционные инструменты и ценные бумаги, о которых идет речь в данном отчете, объясняются не во всей своей полноте.

Информация предоставляется без каких-либо гарантий по состоянию на текущий момент времени и не может служить заменой частной консультации. Инвесторы должны принимать собственное решение об уместности вложений в любые инструменты, о которых идет речь в данном отчете, исходя из потенциальной выгоды и рисков, своей собственной инвестиционной стратегии, своего юридического, налогового и финансового статуса. Поскольку данный документ не представляет собой рекомендацию делать инвестиции или прямую рекомендацию делать инвестиции, на нем нельзя основывать или использовать как побуждающий фактор для заключения контракта или каких-либо обязательств. Мы призываем инвесторов обращаться к советнику по инвестициям своего банка для частных разъяснений и консультаций.

Ни Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, CA IB International Markets Limited и "UniCredit Aton", ни директора, руководители или сотрудники этих компаний, ни какие-либо другие лица не принимают на себя ответственность, (связанную с небрежностью или нет), за любые убытки, понесенные вследствие использования данного документа или его содержания, а также в какой-либо иной связи с ним.

Данный анализ распространяется по электронной и обычной почте профессиональным инвесторам, которые должны принимать свои собственные инвестиционные решения, не полагаясь на данную публикацию, и которые не могут распространять его, воспроизводить полностью или частично и публиковать в каких-либо целях.

Ответственность за содержание опубликованного несут:

- Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Am Tucherpark 16, 80538 Munich, Germany, (также несет ответственность за распространение в рамках §34b WpHG). Компания принадлежит UCI Group.
Регулирующий орган: BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germany.
- Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, Via Tommaso Grossi, 10, 20121 Milan, Italy, обладающий лицензией должного образца Bank of Italy на предоставление инвестиционных услуг.
Регулирующий орган: Bank of Italy, Via Nazionale 91, 00184 Roma, Italy и Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germany.
- CA IB International Markets AG, Julius-Tandler-Platz 3, A-1090 Vienna, Austria
Регулирующий орган: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Praterstrasse 23, 1020 Vienna, Austria
- CA IB International Markets Limited, 80 Cheapside, London EC2V 6EE, United Kingdom
Регулирующий орган: Financial Services Authority (FSA), 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS, United Kingdom
- "UniCredit Aton", офисный центр "Бульварное кольцо", Чистопрудный бульвар, 17/1, Москва 101000, Россия
Регулирующий орган: Федеральная служба по финансовым рынкам; Россия, 119991, Москва, Ленинский проспект, 9.

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ

A2A (ранее – AEM) 3; Acotel Group 5; ACTELIOS 5; Aicon 2, 5, 7; ALLEANZA 1a, 3; Ansaldo 7; ASSICURAZIONI GENERALI 1a, 3; Atlantia (пане – Autostrade SpA) 1a; AUTOGRILL 3, 7; BANCA GENERALI 1a, 6a; Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) 3; BANCA POPOLARE DI MILANO 3; Banco Popolare 3; BENI STABILI 7; Bialelli 2, 5, 7; BREMBO 7; BULGARICI 3; CAD IT 5; CREDEM 6a; Damiani 2, 5; De' Longhi 7; DIGITAL MULTIMEDIA TECHS SPA 5; DUCATI 7; EDISON 7; ELICA 5, 7; ENEL 2, 3, 6a, 7; ENI 2, 3; ERG - ENERTAD 3, 7; FASTWEB 7; Fiat SpA 2, 3, 6a, 7; Finmeccanica SpA 3, 7; Gemina 1a, 2, 7; Hera SpA 7; IFIL 3, 6a; Il Sole 24 Ore 2, 7; IMA 5; IMPREGILO 7; Indesit 7; INTERPUMP 6a; Intesa Sanpaolo 3; IT HOLDING 5, 7; ITALCEMENTI 6a; LOTTOMATICA 3; LUXOTTICA GROUP 3; MEDIASET SPA 3; MEDIOLANUM 3; PIRELLI & CO SPA 3, 6a, 7; Pirelli Real Estate 6a, 7; POLTRONA FRAU 1a, 5, 7; Prima Industrie 2, 4, 7; RCS MEDIA GROUP 6a; REPLY 5; SABAF 6a; SAFILO 7; SAIPEM 3; SARAS 7; Seat Pagine Gialle SpA 3; SNAI 7; SNAM RETE GAS AZIONI 3; SOCOTHERM 7; SOGEFI 5; STMICROELECTRONICS 3; Telecom Italia 3; TENARIS 3; Terna 2, 3; TISCALI 3; Unione Banche Italiane 3; UNIPOL 3
A-TEC Industries 4; Andritz 3; Austrian Airlines 1a, 2, 3; Boehler-Uddeholm 3; C-Quadrat Investment 2; CA Immo 1a, 2, 3; CA Immo International 3; Century Casinos 3; conwert 2, 3; CWT 3; DO & CO 2, 3; Erste Bank 2, 3; EVN 3, 4; Immoest 2, 3; KTM Power Sports 2; Mayr-Melnhof 3, 4; OMB 3; Osterreichische Post 3; Palfinger 3; Polytec Holding 3, 4; Raiffeisen International 3; RHI 1a, 3; SBO 3; Semperit 3; SkyEurope 3; Strabag SE 2, 3; Telekom Austria 3; Verbund 2, 3, 4; Vienna Int. Airport 3; voestalpine 3; Warimex 2, 3; Wienerberger 2, 3; Wolford 3; Wr. Städtische VIG 3; Zumtobel 3
"Акрон" 2; "Армада" 2; "Белон" 2; BMB Munai, Inc. 1a, 2; Caspian Services 1a, 2; "Газпром" 4; Highland Gold 2; IMSG 2; "Ленэнерго" 2; МГЭСК 2; МОЭСК 2; "Вымпелком" 2; Rambler 3; РБК 2; "Северсталь" 4; ShalkiyaZinc 1a; Steppe Cement 3; "Сургутнефтегаз" 3; "Татнефть" 3; PAO "ЕЭС России" 1a, 3; Urals Energy 3

Примечание 1a: Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, CA IB International Markets Limited, "UniCredit Aton" и/или компания, аффилированная с ними (в соответствии с законодательством местного рынка) владеет по крайней мере 2% уставного капитала компании.

Примечание 1b: Анализируемая компания владеет по крайней мере 2% уставного капитала Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, CA IB International Markets Limited, "UniCredit Atona" и/или компании, аффилированной с ними (в соответствии с законодательством местного рынка).

Примечание 2: Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch и CA IB International Markets Limited, "UniCredit Aton" и/или компания, аффилированная с ними (в соответствии с законодательством местного рынка) входили в синдикат или приобретали ценные бумаги или основанные на них производные инструменты анализируемой компании в течение 12 месяцев до публикации в рамках публичной оферты по ценным бумагам анализируемой компании или производным инструментам на них.

Примечание 3: Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch и CA IB International Markets Limited, "UniCredit Aton" и/или компания, аффилированная с ними (в соответствии с законодательством местного рынка) оказывает влияние на ценные бумаги анализируемой компании на фондовом рынке или бирже посредством выставления на них котировок спроса и предложения (то есть, выступает маркет-мейкером или обеспечивает ликвидность ценных бумаг анализируемой компании и или производных инструментов по ним).

Примечание 4: Анализируемая компания и Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch и CA IB International Markets Limited, "UniCredit Aton" и/или компания, аффилированная с ними (в соответствии с законодательством местного рынка) заключили соглашение на предоставление инвестиционно-банковских услуг в течение последних 12 месяцев, в обмен на которые банк получил вознаграждение или обещание получить вознаграждение.

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Примечание 5: Анализируемая компания и Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch и CA IB International Markets Limited, "UniCredit Aton" и/или компания, аффилированная с ними (в соответствии с законодательством местного рынка) заключили соглашение на подготовку анализа.

Примечание 6a: Сотрудники Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch и/или члены Совета директоров UniCredit (в соответствии с законодательством местного рынка) являются членами Совета директоров эмитента. Члены совета директоров эмитента занимают должности в Совете директоров UniCredit (в соответствии с соответствующим законодательством местного рынка).

Примечание 6b: Аналитик входит в состав наблюдательного совета или правления освещаемой компании.

Примечание 7: Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch и/или другие итальянские банки, принадлежащие UniCredit Group (в соответствии с законодательством местного рынка) предоставляли эмитенту значительные кредитные средства.

РЕКОМЕНДАЦИИ, РЕЙТИНГИ И МЕТОДОЛОГИЯ ОЦЕНКИ**Обзор наших рейтингов**

Историю изменений наших рейтингов и рекомендаций, а также подробный обзор составляющих наших инвестиционных рейтингов в абсолютном и относительном плане можно найти на наших вебсайтах hvbmarkets.de и <http://www.mib-unicredit.com/research-disclaimer> под заголовком "Заявление об ограничении ответственности".

В настоящее время мы используем трехуровневую систему рекомендаций по акциям: "Покупать", "Держать" или "Продавать" (определения приведены ниже):
Рекомендация "Покупать" означает, что в ближайшие 12 месяцев мы ожидаем, что доход от инвестиций в акции превысит стоимость акционерного капитала;
Рекомендация "Держать" означает, что в ближайшие 12 месяцев мы ожидаем, что доход от инвестиций в акции будет ниже стоимости акционерного капитала, но выше нуля;
Рекомендация "Продавать" означает, что в ближайшие 12 месяцев мы ожидаем, что доход от инвестиций в акции будет отрицательным.

Мы также используем еще три вида характеристик в нашей методологии:

Ограниченная рекомендация: Рекомендация и/или финансовый прогноз и/или расчетная цена не раскрываются в связи с ограничениями, наложенными системой внутреннего контроля или регулируемыми органами, как то "тихий период" или конфликт интересов;

Переход освещения: В связи с изменениями в составе аналитического департамента рекомендация по акции и/или финансовая информация временно не раскрываются. Акция остается в группе освещаемых нами компаний, и публикация всей соответствующей информации будет впоследствии возобновлена;

Рейтинг отсутствует: временное прекращение освещения.

До 4 декабря 2006 года инвестиционные рейтинги, использовавшиеся Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG носили характер принципиальных суждений относительно индекса как эталона. Рейтинги, использовавшиеся Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, до этой даты были следующими: "Покупать", "Лучше рынка", "Нейтрально", "Хуже рынка" и "Продавать". Рейтинги "Лучше рынка" и "Хуже рынка" означали, что мы ожидали, что динамика акций будет опережать или отставать от основного индекса рынка более чем на 5%. Подобным образом рекомендации "Покупать" и "Продавать" исходили из допущения, что та или иная ценная бумага покажет опережающую или отстающую динамику на 10% от индекса, включая абсолютный компонент (то есть, прогнозируемую прибыль или убытки в абсолютном выражении). Эталоном выступал индекс Euro STOXX 50.

До 1 апреля 2007 года инвестиционные рейтинги, использовавшиеся HVB Milan Branch (ранее - UniCredit Banca Mobiliare S.p.A) носили характер суждений, основанных на ожидаемой суммарной доходности (динамика акций плюс дивиденды) относительно суммарной доходности местного рынка акций в ближайшие 12 месяцев. Рейтинги, использовавшиеся HVB Milan Branch (ранее - UniCredit Banca Mobiliare S.p.A), до этой даты были следующими: "Покупать" – ожидаемое опережение рынка на 10 или более процентных пунктов; "Накапливать" – ожидаемое опережение рынка на 5-10 процентных пунктов; "Держать" - ожидаемая динамика, совпадающая с динамикой рынка, плюс-минус 5 процентных пунктов; "Сокращать" - ожидаемое отставание от рынка на 5-10 процентных пунктов; "Продавать" - ожидаемое отставание от рынка на 10 и более процентных пунктов.

До 27 августа 2007 года инвестиционные рейтинги, использовавшиеся "UniCredit Aton", были следующими: "Покупать" – потенциал удорожания 15% или более процентов в течение ближайших 12 месяцев, "Держать" - потенциал удорожания 0-15% в течение ближайших 12 месяцев, "Продавать" - потенциал удорожания менее, чем 0% в течение ближайших 12 месяцев.

CA IB International Markets AG и CA IB International Markets Limited последние 12 месяцев использовали нынешнюю трехуровневую систему рейтингов.

Оценка стоимости компаний основана на следующих методах: модель на основании коэффициентов (P/E, P/поток денежных средств, EV/выручка, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), сравнение с группой аналогов, исторические сравнения, дисконтирование (DCF, DVM, DDM), разница между активами и капиталом, оценка на основании стоимости активов. Рекомендации также основаны на экономической выгоде. Модели оценки зависят от макроэкономических факторов, как то процентные ставки, курсы валют, стоимость сырья и общие допущения касательно экономики. Помимо этого, на стоимость компании оказывают влияние рыночные настроения. Оценка также основана на ожиданиях, которые могут меняться быстро и без предупреждения в зависимости от ситуации в конкретных отраслях промышленности. В связи с этим соответствующим образом могут меняться наши рекомендации и прогнозируемые цены. Инвестиционные рейтинги, как правило, даются на временной горизонт в 12 месяцев. Тем не менее, они могут изменяться в зависимости от рыночной ситуации и представляют лишь взгляд на компанию в определенный период времени. В действительности рекомендации могут реализовываться быстрее или медленнее, чем ожидалось, и могут быть пересмотрены в сторону повышения или понижения.

Примечание касательно основы оценки ценных бумаг, приносящих процентный доход:

Наши инвестиционные рейтинги носят характер принципиальных суждений относительно динамики индекса как эталона.

Уровень эмитента:

"На уровне рынка": Мы рекомендуем удельный вес бумаг компании в инвестиционном портфеле, соответствующий удельному весу в индексе (группа индексов iBoxx для эмитентов инвестиционного уровня и индекс ML EUR HY для эмитентов уровня ниже инвестиционного);

"Выше рынка": Мы рекомендуем более высокий удельный вес ценных бумаг компании в инвестиционном портфеле, чем в индексе (группа индексов iBoxx для эмитентов инвестиционного уровня и индекс ML EUR HY для эмитентов уровня ниже инвестиционного);

"Ниже рынка": Мы рекомендуем более низкий удельный вес ценных бумаг компании в инвестиционном портфеле, чем в индексе (группа индексов iBoxx для эмитентов инвестиционного уровня и индекс ML EUR HY для эмитентов уровня ниже инвестиционного);

Уровень инструмента:

"Держать": мы рекомендуем держать инструмент инвесторам, которые уже имеют его в портфеле;

"Продавать": мы рекомендуем продавать инструмент инвесторам, которые уже имеют его в портфеле;

"Покупать": мы рекомендуем покупать инструмент инвесторам, которые уже имеют его в портфеле;

Торговые рекомендации по ценным бумагам с фиксированной доходностью основаны, в первую очередь, на кредитном спрэде (разнице в доходности ценной бумаги с фиксированной доходностью и соответствующей суверенной облигации или свопа), а также рейтингах и методологии признанных агентств (S&P, Moody's, Fitch). В зависимости от типа инвестора инвестиционные рейтинги могут даваться на краткосрочный период или на 6-9 месяцев. Следует отметить, что предоставление услуг по ценным бумагам может быть ограничено в различных юрисдикциях. Вы должны быть в курсе местного законодательства и существующих ограничений по

Металлургия и горнодобывающая промышленность

использованию и доступности упоминаемых в данном документе услуг. Данная информация не предназначена для распространения или использования физическим или юридическим лицом в юрисдикциях, где это будет противоречить существующим законам или правилам.

Цены, используемые в аналитических отчетах, являются ценами к закрытию торгов в местной торговой системе или ценами к закрытию на соответствующих биржах. В случае освещения ценных бумаг, не включенных в котировальные списки, используется средняя цена по внебиржевому рынку, составленная на основе котировок крупных брокеров.

Информация от MSCI является эксклюзивной собственностью Morgan Stanley Capital International Inc. (MSCI). Без полученного предварительно письменного разрешения MSCI эта информация, либо какая-то иная интеллектуальная собственность MSCI не подлежит воспроизведению, распространению и использованию для создания каких-либо финансовых продуктов, в том числе индексов. Информация предоставляется "как есть". Пользователь берет на все риски использования данной информации. MSCI, его аффилированные структуры и любая третья сторона, вовлеченная или связанная с расчетами или сбором информации, недвусмысленно отказываются от любых гарантий на оригинальность, точность, полноту, коммерческое качество или годность для конкретной цели данной информации. Не налагая ограничений ни на что из вышперечисленного, ни в коем случае ни MSCI, ни любая из аффилированных структур или третьих сторон, вовлеченных или связанных с расчетами и сбором информации, не несет какой-либо ответственности за какой-либо понесенный ущерб. MSCI, Morgan Stanley Capital International и индексы MSCI являются сервисным знаком MSCI и его аффилированных структур.

Global Industry Classification Standard (GICS) был разработан и является эксклюзивной собственностью Morgan Stanley Capital International Inc. и Standard & Poor's. GICS – сервисный знак MSCI и S&P, CA IB имеет лицензию на его использование.

Политика аналитического освещения

Список компаний, освещаемых Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, CA IB International Markets Limited, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch и "UniCredit Aton" предоставляется по требованию.

Частота публикаций аналитических отчетов и обновлений

Предусматривается, что каждая из этих компаний должна освещаться по крайней мере один раз в год в случае ключевых операций и/или изменений рекомендации. Компании, в отношении которых Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch выступает в качестве спонсора или специалиста должны освещаться в соответствии с правилами местных регулирующих органов.

ЗНАЧИТЕЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНТЕРЕСЫ:

Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, CA IB International Markets Limited, "UniCredit Aton" и/или аффилированные компании (в соответствии с законодательством Германии, Италии, Австрии, Великобритании и России) регулярно торгуют акциями освещаемых компаний. Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, CA IB International Markets Limited и "UniCredit Aton" могут держать значительные открытые позиции в производных на акции компании с коэффициентом дельта, отличным от нейтрального.

Аналитические отчеты могут быть посвящены одной или нескольким компаниям и выпущенным ими ценным бумагам. В некоторых случаях анализируемые компании активно предоставляют информацию для анализа.

ДЕКЛАРАЦИЯ АНАЛИТИКА

Вознаграждение автора аналитического отчета не увязано и не будет увязываться с рекомендацией или точкой зрения, высказанной в отчете – ни прямым, ни косвенным образом.

ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ И АДМИНИСТРАТИВНЫЕ МЕРЫ, ПРИНЯТЫЕ ВО ИЗБЕЖАНИЕ КОНФЛИКТА ИНТЕРЕСОВ

Для предотвращения или разрешения конфликта интересов Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, CA IB International Markets Limited, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch и "UniCredit Aton" установили следующий организационный порядок в рамках требований юридических и надзорных органов, соблюдение которого контролируется департаментом внутреннего контроля. Возникающий конфликт интересов предотвращается и решается с помощью создания юридических, физических и нефизических барьеров (в совокупности известных, как "китайская стена"), призванных ограничить потоки информации между различными направлениями и департаментами Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, CA IB International Markets Limited, Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch и "UniCredit Atona". В частности, инвестиционно-банковские подразделения, в том числе корпоративное финансирование, работы на рынках капитала, финансовые консультации и другие отделы по работе, направленной на привлечение капитала, отделены физическими и нефизическими барьерами от подразделений торговых операций и аналитических отделов. В случае сделок с акциями Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, иными, нежели содействие торговым операциям клиента или дельта-хеджированию внебиржевых и биржевых позиций в производных инструментах, не проводятся операции на собственные средства. Раскрытие публичных конфликтов интересов и других значительных инвесторов осуществляется в аналитическом отчете. Контроль и наблюдение за аналитиками осуществляется на ежедневной основе их непосредственными руководителями, которые не отвечают за инвестиционно-банковские операции, в том числе работу по корпоративному финансированию, или другие операции, иные, нежели продажа клиентам ценных бумаг.

ДОПОЛНИТЕЛЬНОЕ РАСКРЫТИЕ НЕОБХОДИМОЙ ИНФОРМАЦИИ В РАМКАХ ЗАКОНОВ И ТРЕБОВАНИЙ ПЕРЕЧИСЛЕННЫХ ЮРИСДИКЦИЙ**Уведомление для австрийских инвесторов**

Данный документ не представляет собой предложение или часть предложения о покупке или подписке или просьбу о приобретении какой-либо ценной бумаги и не может считаться основой, не может использоваться как основание для или выступать как мотив для заключения какого-либо контракта или принятия на себя каких-либо обязательств.

Этот документ носит конфиденциальный характер и предоставлен вам исключительно для информации и не может воспроизводиться, распространяться, передаваться другой стороне в целом виде или частями для любых целей.

Уведомление для чешских инвесторов

Этот отчет предназначен для клиентов Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, CA IB International Markets Limited или Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch в Чехии и не может использоваться или служить в качестве основания для действий какой-либо другой стороной с какой-либо целью.

Уведомление для итальянских инвесторов

Данный документ предназначен для распространения исключительно среди авторизованных посредников и профессиональных инвесторов в соответствии со статьей 25, параграф 1(d), статьей 31, параграф 2 инструкции п. 11522, утвержденной CONSOL от 1 июля 1998 года (с поправками), которая включает в себя: (i) авторизованных посредников, (ii) компании по управлению активами, (iii) фонды инвестиций SICAV, (iv) пенсионные фонды, (v) страховые компании, (vi) иностранные юрлица, которые на основании внутреннего законодательства, могут выполнять те же действия, что и перечисленные выше организации, (vii) компании и юрлица, которые выпускают финансовые инструменты, обращающиеся на регулируемом рынке, (viii) компании, внесенные в списки, упомянутые в статьях 106, 107 и 113 указа п. 385/1993, (ix) финансовых торговых агентов, (x) лиц, имеющих подтверждение, что они соответствуют профессиональным требованиям, изложенным в законодательстве по финансовому посредничеству для директоров посреднических компаний по операциям с ценными бумагами, (xi) банковские фонды, и (xii) любые компании или юрлица, обладающие компетенцией, опытом и знаниями по проведению операций с финансовыми инструментами, что подтверждено в письменной форме их юридическими представителями.

Уведомление для российских инвесторов

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Насколько мы знаем, не все финансовые инструменты, упомянутые в этом анализе, зарегистрированы в рамках Федерального закона "О рынке ценных бумаг" от 22 апреля 1996 (с поправками) и не предлагаются, продаются, доставляются инвесторам или рекламируются в Российской Федерации.

Уведомление для турецких инвесторов

Содержащиеся в данном документе инвестиционная информация, комментарии и рекомендации не входят в сферу деятельности инвестиционных консультантов. Услуги по инвестиционному консалтингу предоставляются в соответствии с договором найма, заключенного между брокерской компанией, компаний по управлению портфелем ценных бумаг, недепозитным банком и клиентом. Комментарии и рекомендации, содержащиеся в данном документе, основаны на частном мнении тех, кто дает эти комментарии и рекомендации. Эти мнения могут не соответствовать вашему финансовому статусу, а также требованиям касательно риска и доходности. По этой причине принятие инвестиционного решения на основании исключительно информации, содержащейся в данном документе, может привести к последствиям, которые не будут соответствовать вашим ожиданиям.

Уведомление для японских инвесторов

Данный документ не представляет собой предложение или часть предложения о покупке или подписке или просьбу о приобретении какой-либо ценной бумаги и не может считаться основой, не может использоваться как основание для или выступать как мотив для заключения какого-либо контракта или принятия на себя каких-либо обязательств.

Уведомление для британских инвесторов

Этот документ предназначен исключительно для клиентов Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, CA IB International Markets AG, CA IB International Markets Limited или Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG Milan Branch, которые (i) обладают профессиональным опытом в делах, связанных с инвестициями или (ii) лиц, подпадающих под действие статьи 49(2) с пункта (a) до (d) ("компании с высокой стоимостью, неинкорпорированные ассоциации и т.д.) Act 2000 (предложение финансовых услуг) Order 2005 Financial Services and Markets, или (iii) тем, кто имеет законное право доступа (все эти лица вместе именуется "соответствующие лица"). На основе данного документа не должны принимать решения или действовать лица, не являющиеся соответствующими лицами. Любые инвестиции или инвестиционная деятельность, которых касается данный документ, доступны только соответствующим лицам и должны совершаться только соответствующими лицами.

Уведомление для американских инвесторов

Этот отчет предназначен для адресатов в США с соответствии с Rule 15a-6 ("Rule 15a-6") U.S. Securities Exchange Act 1934 года (с поправками). Каждый получатель данного отчета США выражает свое согласие посредством принятия данного отчета, что он является "крупным американским институциональным инвестором" (как это определено в Rule 15a-6), и осознает все риски, связанные со сделками с этими ценными бумагами. Любой получатель данного отчета, желающий обсудить его содержание или получить дополнительную информацию касательно упомянутой в нем ценной бумаги, или совершить сделку по купле или продаже или предложить приобрести или продать ценные бумаги, должен связаться с зарегистрированным представителем HVB Capital Markets, Inc. ("HVB Capital").

Любая сделка резидента США (помимо зарегистрированных в США брокеров-дилеров или банка, выступающего в роли брокера-дилера) должна быть осуществлена с или через HVB Capital.

Ценные бумаги, упомянутые в этом отчете, могут быть не зарегистрированы в рамках U.S. Securities Act 1933 года (с поправками), и эмитент этих ценных бумаг может не быть обязан отчитываться по американским и/или другим стандартам. Открытая информация касательно эмитентов этих ценных бумаг может быть ограничена, а на этих эмитентов могут не распространяться требования к отчетности и раскрытию информации США.

Информация, содержащаяся в данном отчете, предназначена исключительно для определенных "крупных американских институциональных инвесторов" и не может быть использована или любым другим лицом для каких-либо целей. Эта информация предоставляется исключительно для информационных целей и не представляет собой предложение купить или продать какие-либо ценные бумаги в рамках Securities Act 1933 года (с поправками) или любых других законных актов, правил и норм США федерального уровня или на уровне штата. Инвестиционные возможности, обсуждаемые в данном отчете, могут не подходить для определенных инвесторов, что зависит от конкретных целей их инвестиций, требований к риску и финансового состояния. В тех юрисдикциях, где HVB Capital не зарегистрирован или не имеет лицензии на операции с ценными бумагами, сырьевыми товарами или другими финансовыми продуктами, сделки могут осуществляться только в соответствии с применимым законодательством, правила которого могут варьироваться в зависимости от юрисдикции и могут разрешать проведение транзакции в соответствии с применимыми в данном случае исключениями.

Информация, содержащаяся в данной публикации, основана на тщательно отобранных источниках, которые мы считаем надежными, но HVB Capital не отвечает за их полноту и точность. Все мнения, выраженные в данной публикации, отражают мнение автора на момент публикации, безотносительно даты получения вами данной информации, и могут меняться без предупреждения.

HVB Capital могут выпускать другие отчеты, информация в которых не согласуется, а заключения отличаются от тех, которые представлены в данном отчете. Эти публикации отражают другие допущения, точки зрения и аналитические методы тех аналитиков, которые их подготовили. Показатели в предыдущие периоды не могут служить примером или гарантией будущих показателей, явной или предполагаемой.

HVB Capital и любая другая аффилированная с ней компания может в отношении обсуждаемых здесь ценных бумаг: (a) открывать короткие или длинные позиции и покупать или продавать их; (b) выступать в качестве инвестиционного и/или коммерческого банка для эмитента подобных ценных бумаг; (c) выступать в качестве маркет-мейкера; (d) занимать место в совете директоров эмитента ценных бумаг; и (e) выступать в качестве оплачиваемого консультанта или советника эмитента.

Информация, содержащаяся в данной публикации, может включать в себя прогностические заявления в рамках федерального законодательства США по ценным бумагам, которые связаны с рисками и неопределенностью. Факторы, которые могут повлечь за собой отклонение фактических результатов компаний и ее финансового состояния от прогнозов, включают в себя без каких-либо ограничений: политическую неопределенность, изменения в общих экономических условиях, которые оказывают негативное влияние на спрос на продукты и услуги компании, изменения валютных курсов, изменения на международном и внутреннем финансовых рынках и условиях конкуренции, а также другие факторы, имеющие отношение к будущим периодам. Все прогностические заявления, содержащиеся в этом отчете, квалифицируются как предупреждение.

Данный документ не предназначен для распространения в Канаде и Австралии.

UniCredit Global Research*

Торстен Вайнелт, CFA
Директор глобального аналитического департамента и главный стратег
+49 89 378-15110
thorsten.weinelt@unicreditgroup.de

Проф. Инго Хаймиг
Операционный директор аналитического департамента
+49 89 378-13952
ingo.heimig@unicreditgroup.de

Глобальный департамент исследований рынка ценных бумаг

Марк Робинсон, директор +44 20 7826 7960
Томаш Бардзиловски, CFA, заместитель главы, директор департамента исследований региона EME +48 22 520 9979

Бен Кэри, MBA, со-директор аналитического департамента, Россия/страны СНГ +44 20 7826 7951
Юлия Бушуева, со-директор аналитического департамента, Россия/страны СНГ +7 495 777 8877 доб. 3124

Аналитики по отдельным секторам EME

Банки

Каталин Дани
+36 1 374 7930
Адриана Марин
+40 21 206 4698
Марион Свобода-Брахфогель, MSc
+43 50505 82351
Пауль Весселы
+43 50505 82331
Рустам Боташев, CFA
+7 495 777 8877 доб. 3129

Потребительский сектор/розничная торговля
Анна Кочкина
+7 495 777 8877 доб. 3120

Страхование

Марион Свобода-Брахфогель, MSc
+43 50505 82351
Пауль Весселы
+43 50505 82331

ИТ

Пршемислав Савала-Урьяш
+48 22 520 9960
Анна Курбатова
+7 495 777 8829

Инфраструктура/второй дивизион

Елена Мязина
+7 495 777 8877 доб. 3136

ИТ

Анна Курбатова
+7 495 777 8829

Металлургия и добывающая промышленность

Марат Габитов
+7 495 777 8877 доб. 3138
Георгий Буженица
+7 495 777 8877 доб. 3131

Нефтегазовый сектор

Артем Кончин
+7 495 777 8838
Татьяна Капустина
+7 495 777 8877 доб. 3119
Робер Рети, CFA
+36 1 374 7934
Павел Сорокин
+7 495 777 8877 доб. 3123

Фармацевтический сектор

Каталин Дани
+36 1 374 7930
Анна Кочкина
+7 495 777 8877 доб. 3120
Адриана Марин
+40 21 206 4698

Недвижимость

Патрик Бергер
+44 20 7826 7952
Александр Ходоши
+43 50505 82359
Роман Громов
+7 495 777 8877 доб. 3126

Телекоммуникационные компании

Анна Боссонг, CFA
+44 20 7826 7954
Надежда Голубева, CFA
+7 495 777 8834
Анна Курбатова
+7 495 777 8829

Электроэнергетика

Дмитрий Скрябин
+7 495 777 8877 ext. 3114
Дмитрий Коновалов
+7 495 777 8877 доб. 3117
Дан Карпишек, CFA
+420 22 111 2570

Стратегия

Рынок акций

Марк Робинсон
+44 20 7826 7960
Роджер Монсон, CFA
+44 20 7826 7963
Патрик Бергер
+44 20 7826 7952
Юлия Бушуева
+7 495 777 8877 доб. 3124

Экономика, инструменты с фиксированной доходностью и валютный рынок

Мартин Блум
+43 50505 82363
+43 664 313 46 02
Симон Кихано-Эванс
+43 50505 82364
Владимир Осаковский
+7 495 777 8877 доб. 3139
Горан Шараванья
+385 1 6006 678
Павел Собишек
+420 22 111 2504
Гуля Тоф
+43 50505 82362

Региональные исследования

Болгария

Проф. Симон Кихано-Эванс
+43 50505 82364
Елена Ганева, CFA
+359 2 923 2190

Хорватия

Горан Шараванья
+385 1 6006 678

Чехия

Дан Карпишек, CFA
+420 22 111 2570
Павел Собишек
+420 22 111 2504

Венгрия

Каталин Дани
+36 1 374 7930
Робер Рети, CFA
+36 1 374 7934
Гуля Тоф
+43 50505 82362

Польша

Томаш Бардзиловски, CFA
+48 22 520 9979
Пршемислав Савала-Урьяш
+48 22 520 9960
Иза Рокицка
+48 22 520 9387
Марчин Гатарз
+48 22 586 2964
Михал Потьера
+48 22 586 2972
Рафаль Аласа
+48 22 586 2985
Мария Жиманьска
+48 22 586 2967

Румыния

Адриана Марин
+40 21 206 4698
Кармен Арсене, CFA
+40 21 206 4697
Анка Стоицеску
+40 21 206 4684
Проф. Симон Кихано-Эванс
+43 50505 82364

Словения

Каталин Дани
+36 1 374 7930
Горан Шараванья
+385 1 6006 678

Турция

Проф. Симон Кихано-Эванс
+43 50505 82364

Россия и страны СНГ

Стратегия

Юлия Бушуева
+7 495 777 8877 доб. 3124

Экономика

Владимир Осаковский
+7 495 777 8877 доб. 3139

Банки

Рустам Боташев, CFA
+7 495 777 8877 доб. 3129

Инфраструктура/второй дивизион

Елена Мязина
+7 495 777 8877 доб. 3136

Медиа

Анна Курбатова
+7 495 777 8829

Металлургия и добывающая промышленность

Марат Габитов
+7 495 777 8877 доб. 3138
Георгий Буженица
+7 495 777 8877 доб. 3131

Нефтегазовый сектор

Артем Кончин
+7 495 777 8838
Татьяна Капустина
+7 495 777 8877 доб. 3119
Павел Сорокин
+7 495 777 8877 доб. 3123

Недвижимость

Роман Громов
+7 495 777 8877 доб. 3126

Телекоммуникации и высокие технологии

Надежда Голубева, CFA
+7 495 777 8834
Анна Курбатова
+7 495 777 8829

Потребительский сектор, розничная торговля

Анна Кочкина
+7 495 777 8877 доб. 3120

Электроэнергетика

Дмитрий Скрябин
+7 495 777 8877 доб. 3114
Дмитрий Коновалов
+7 495 777 8877 доб. 3117

Главы департаментов исследования рынка ценных бумаг

Германия

Андреас Хайне/Георг Шторцер
+49 89 378 16921/18252

Италия

Роберто Одьерна
+39 02 88628912

Австрия

+43 50505 82367

Глобальная стратегия

Герхард Шварц
+49 89 378 12421

Отделы продаж

Европа

+44 20 7826 7911

США

+1212 672 6140

Италия

+39 02 8862 0643

Австрия

+43 (0) 50505 82976

Германия

+49 89 378 14129

Польша

+48 22 586 2979

Россия и страны СНГ

+7 495 777 8843

Отдел торговли ценными бумагами

Европа

+44 20 7826 7931

Адрес

ЗАО "UniCredit Aton"
101000, Россия,
Москва, Чистопрудный бульвар, 17/1
Тел. +7 (495) 777-8877
Факс +7 (495) 777-8876

Bloomberg
ATON

Internet
www.unicreditaton.ru

* UniCredit Global Research – объединенный исследовательский департамент Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG (HVB) и UniCredit CAIB Group.