

Пересмотр прогнозируемых цен на сталь; возобновление аналитического освещения ММК

27 сентября 2006

Рост за счет внутреннего спроса

Россия остается мировым лидером на рынке сталелитейной продукции, и мы полагаем, что российские производители удержат свои позиции внутри страны и расширят присутствие на мировых рынках. Мы прогнозируем, что дополнительный рост сталелитейного сектора будет обеспечен за счет внутреннего спроса, который, по нашим оценкам, будет повышаться быстрее ВВП и должен увеличиваться на 6% в год на протяжении ближайших пяти лет.

Рост котировок акций российских сталелитейных компаний в этом году был обусловлен, в первую очередь, повышением цен на сталь (в особенности – на длинномерный прокат), которое стало результатом строительного бума в стране, а также ожиданиями консолидации в секторе. Хотя внутренние цены на сталь остаются высокими, экспортные цены на горячий прокат достигли пикового значения в июле и с тех пор стабилизировались на несколько более низких уровнях. Мы полагаем, что цены на сталь будут снижаться на протяжении ближайших пяти лет, а наша долгосрочная цена на уровне \$375/т близка к историческим средним значениям.

Вероятность консолидации в российской сталелитейной промышленности, по нашим оценкам, достаточно высока, однако мы не думаем, что этот процесс начнется ранее середины 2007 года. Неудачная попытка объединения "Северстали" и Arcelor свидетельствует о том, что российские производители пока не обладают достаточным масштабом и влиянием для осуществления подобных сделок, и мировой экспансии отечественных компаний должна предшествовать внутренняя консолидация.

Мы прогнозируем высокий внутренний спрос на плоский прокат (в результате роста промышленного производства, нефтегазового сектора, автомобилестроения, тяжелого машиностроения и строительства), который будет несколько опережать спрос на длинномерные стальные изделия (обеспечиваемый, главным образом, строительной отраслью). ММК, НЛМК и "Северсталь" по-прежнему будут извлекать выгоду за счет большой доли плоского проката в ассортименте продукции, а Evraz Group и "Мечел" будут расширять производство длинномерного проката.

Большинство российских сталелитейных компаний завершили процесс вертикальной интеграции за счет приобретения горнодобывающих предприятий. Теперь они начинают экспансию в области переработки и сбыта, скупая зарубежные прокатные предприятия, и фокусируются на производстве продукции с высокой добавленной стоимостью, занимая определенные ниши на внутреннем рынке. Хотя российские сталелитейные компании извлекают выгоды за счет вертикальной интеграции, они все еще подвержены рискам ускорения инфляции и укрепления рубля, что может привести к существенному росту затрат на оплату труда, транспортировку и электроэнергию, а также других категорий расходов.

Мы повторяем рекомендации по акциям четырех ведущих российских сталелитейных компаний (Evraz Group, "Мечел", НЛМК и "Северсталь"), при этом рекомендации "Покупать" заслуживают только акции "Мечела". Мы также возобновляем аналитическое освещение ММК с рекомендации "Держать". Мы полагаем, что если ММК получит долгожданный листинг в Лондоне в 2007 году, инвесторы, вероятно, вновь обратят внимание на компанию. Все перечисленные компании генерируют значительные денежные потоки, а текущая дивидендная политика большинства предприятий предусматривает щедрые выплаты в будущем.

Мы повторяем рекомендации по акциям четырех компаний и возобновляем аналитическое освещение ММК

	Цена, \$ 25-сен.	FV, \$ (кон.-2007)	Потенциал роста	Рекомендация	Рын. кап. \$ млн.	EV/EBITDA		P/E		P/BV	LTM div. yield, %
						2006П	2007П	2006П	2007П		
Evraz Group	23.0	24.3	5.7%	Держать	8,066	5.1	4.8	6.9	6.8	2.9	4.3
ММК	0.65	0.72	10.8%	Держать	6,910	3.4	3.4	5.5	5.6	2.2	11.5
Мечел	19.9	25.3	27.1%	Покупать	2,764	3.7	4.1	5.7	6.8	1.2	7.0
НЛМК	1.91	2.18	14.1%	Держать	11,447	4.1	4.7	6.1	8.4	1.9	6.9
Северсталь	11.5	13.7	19.1%	Держать	10,704	4.2	4.1	8.8	8.0	1.2	3.3
Среднее						4.1	4.2	6.6	7.1	1.9	6.6

Дмитрий Коломыцын, CFA

research@aton.ru
+7 (495) 777-8877

ОГЛАВЛЕНИЕ

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	3
Усиление позиций на внутреннем рынке, расширение за пределами России...3	
ОБЗОР ОТРАСЛИ	9
В 2006-2007 годы темпы роста сталелитейной промышленности будут скромными	9
ОБЗОР КОМПАНИЙ	19
EVRAZ GROUP: ПЛАТФОРМА ДЛЯ КОНСОЛИДАЦИИ	19
НЛМК: ПО-ПРЕЖНЕМУ САМЫЙ РЕНТАБЕЛЬНЫЙ СТАЛЕЛИТЕЙНЫЙ КОМБИНАТ	22
"СЕВЕРСТАЛЬ": КОНСОЛИДАЦИЯ АКТИВОВ ПЕРЕД ВЫХОДОМ НА ФОНДОВЫЙ РЫНОК ...	26
"МЕЧЕЛ": ПОДТВЕРЖДАЕТ ОРИЕНТАЦИЮ НА УГОЛЬНОЕ ПРОИЗВОДСТВО	29
ММК: ВОЗОБНОВЛЕНИЕ АНАЛИТИЧЕСКОГО ОСВЕЩЕНИЯ	34
ФИНАНСОВЫЙ ОБЗОР И ПРОГНОЗЫ.....	38
Мы полагаем, что показатели компаний в 2006-2007 годы будут стабильными.....	38
ОЦЕНКА СТОИМОСТИ.....	45
Сталелитейные компании полностью оценены	45
ПРИЛОЖЕНИЕ	48
EVRAZ GROUP	48
"МЕЧЕЛ"	50
ММК	52
НЛМК.....	54
"СЕВЕРСТАЛЬ"	56

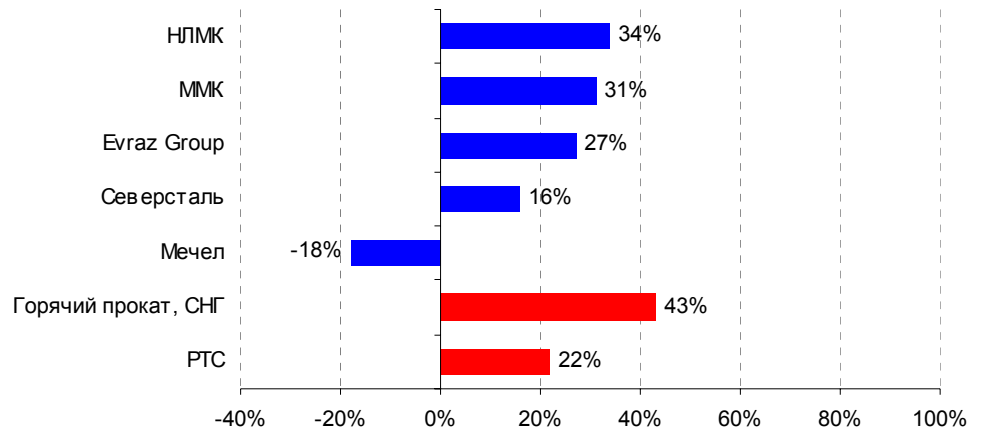
ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

УСИЛЕНИЕ ПОЗИЦИЙ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ, РАСШИРЕНИЕ ЗА ПРЕДЕЛАМИ РОССИИ

Россия остается мировым лидером на рынке сталелитейной продукции, и мы полагаем, что российские производители удержат свои позиции внутри страны и расширят присутствие на мировых рынках. Мы прогнозируем, что дополнительный рост сталелитейного сектора будет обеспечен за счет внутреннего спроса, который, по нашим оценкам, будет повышаться быстрее ВВП и должен увеличиваться на 6% в год на протяжении ближайших пяти лет. Рост котировок акций российских сталелитейных компаний в этом году был обусловлен, в первую очередь, повышением цен на сталь, а также ожиданиями консолидации в секторе. Большинство российских сталелитейных компаний завершили процесс вертикальной интеграции за счет приобретения горнодобывающих предприятий. Теперь они начинают экспансию в области переработки и сбыта, скупая зарубежные прокатные предприятия, и фокусируются на производстве продукции с высокой добавленной стоимостью, занимая определенные ниши на внутреннем рынке. Мы считаем консолидацию российских сталелитейных компаний весьма вероятной и ожидаем, что она приведет к формированию крупнейшей российской металлургической компании, способной осуществлять сделки слияния и поглощения в мировом масштабе.

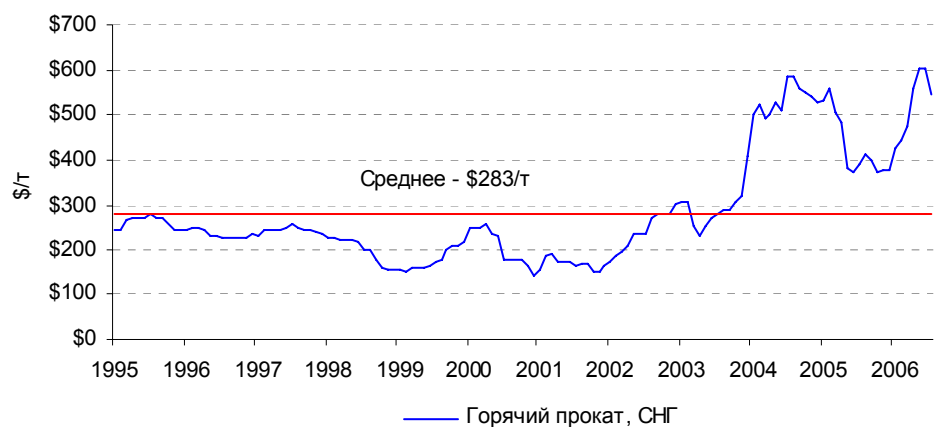
Акции сталелитейных компаний "остывают" после роста котировок в первом полугодии

Акции большинства российских сталелитейных компаний существенно подорожали с января 2006 года (более чем на 18%), в первую очередь – благодаря восстановлению цен на сталь. Цены экспортных поставок горячего проката в страны СНГ резко выросли и в июле достигли отметки \$605/т – самого высокого уровня за последние годы. В августе цены несколько снизились, так как увеличение мирового производства (прежде всего в Китае) вызвало обеспокоенность в связи с возможностью избыточного предложения, в результате чего котировки акций производителей стали начали снижаться.

Акции сталелитейных компаний подорожали в среднем на 18% с начала года


Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

Хотя цены на сталь по-прежнему значительно превышают средний исторический уровень, мы ожидаем не обвала, а их постепенной стабилизации в ближайшие два года благодаря устойчивому росту мировой экономики.

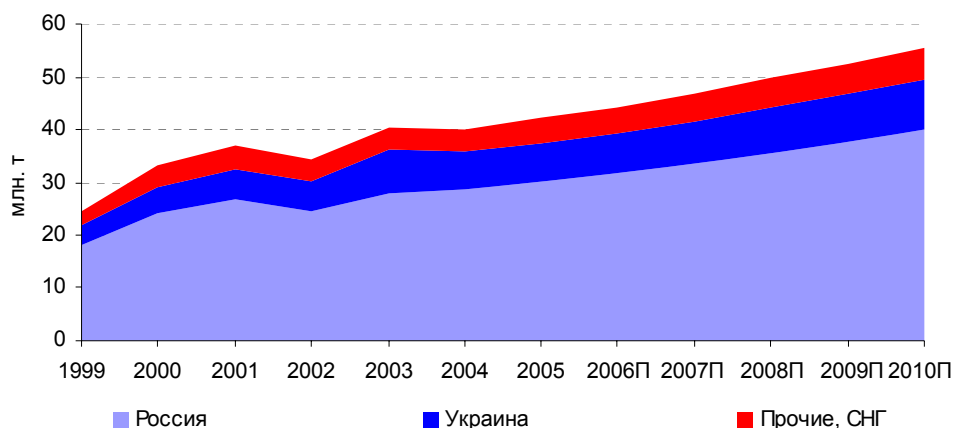
Цены на горячий прокат снизились в связи с опасностью перепроизводства


Источник: Bloomberg

Спрос на сталь на внутреннем рынке продолжает расти

Потребление стальной продукции в России и СНГ выросло за последние годы, и мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе оно будет расти не менее чем на 6% в год благодаря высокому уровню спроса в строительстве, нефтегазовой отрасли, автомобилестроении, тяжелом машиностроении и других отраслях промышленности. Наши беседы с представителями ведущих российских сталелитейных компаний указывают на то, что внутренний рынок, с характерными для него повышенными ценами и прочими преимуществами, останется приоритетным для российских сталелитейных компаний. Мы считаем, что наибольший выигрыш от роста российского рынка получают Evraz Group и "Мечел", в основном за счет реализации длиномерной продукции. Производители плоского проката (НЛМК, ММК и "Северсталь") также должны в будущем увеличить долю внутреннего рынка в структуре продаж благодаря росту спроса на их продукцию в России.

Спрос на сталь в России и СНГ должен увеличиваться на 5.6% в год в 2006-2010 годах



Источник: IISI; Metal Bulletin; оценки "Атона"

Отрасль готовится к консолидации

Мы считаем, что для успешной конкуренции на мировом рынке российские сталелитейные компании должны в конечном итоге приобрести зарубежные компании или объединиться с иностранными производителями, при этом зарубежной экспансии, по всей вероятности, будет предшествовать консолидация в России. Неудачная попытка объединения "Северстали" и Arcelor свидетельствует о том, что российские производители пока не обладают достаточным масштабом и влиятельностью для осуществления подобных сделок, и мировой экспансии отечественных компаний должна предшествовать внутренняя консолидация.

В июне 2006 года Роман Абрамович купил 41.3% акций Evraz Group через свою холдинговую компанию Millhouse Capital. Хотя мотивация Романа Абрамовича вначале была не вполне очевидной, впоследствии стало ясно, что он купил долю в капитале крупнейшей российской сталелитейной компании, чтобы использовать ее в качестве платформы для возможной консолидации. Мы считаем данный подход разумным и отмечаем потенциальный эффект синергии от любого слияния Evraz Group с "Металлоинвестом", ММК и "Мечелом", тогда как НЛМК и "Северсталь", вероятнее всего, продолжают реализацию собственных независимых стратегий, хотя мы не ожидаем, что крупные слияния произойдут ранее середины 2007 года.

Капиталовложения будут направляться на повышение эффективности и расширение мощностей

Мы ожидаем, что большинство российских сталелитейных компаний будут ежегодно тратить на капвложения не менее 30% операционного денежного потока в ближайшие пять-шесть лет. Целью этих затрат является повышение эффективности, увеличение доли более высококорентабельных видов продукции в ассортименте, рост собственного производства основных видов сырья и расширение присутствия на зарубежных рынках, главным образом путем приобретения прокатных станков.

Результаты первого полугодия 2006 года превысили уровень второй половины 2005 года

"Северсталь", НЛМК и ММК опубликовали результаты первой половины 2006 года, продемонстрировав рост операционных показателей по сравнению с предыдущим полугодием и некоторое их снижение по сравнению с соответствующим периодом 2005 года, главным образом в связи с изменением цен стали. "Северсталь" сообщила о снижении показателя EBITDA по сравнению с предыдущим полугодием из-за повышения операционных затрат. Чистая прибыль компании значительно сократилась в связи с высокими выплатами по налогу на прибыль.

Результаты первого полугодия 2006 года улучшились по сравнению с предыдущим полугодием, но снизились по сравнению с первым полугодием прошлого года

\$ млн.	1 пг. 05	2 пг. 05	1 пг. 06	1 пг. 06/1 пг. 05	1 пг. 06/2 пг. 05
Северсталь					
Выручка	4,470	4,154	4,377	-2%	5%
Валовая прибыль	1,911	1,409	1,274	-33%	-10%
EBITDA	1,579	1,110	1,104	-30%	-1%
Чистая прибыль*	890	804	423	-52%	-47%
НЛМК					
Выручка	2,377	2,092	2,602	9%	24%
Валовая прибыль	1,209	858	1,153	-5%	34%
EBITDA	1,231	864	993	-19%	15%
Чистая прибыль*	838	547	646	-23%	18%
ММК					
Выручка	2,695	2,685	2,780	3%	4%
Валовая прибыль	969	1,155	1,060	9%	-7%
EBITDA	817	694	785	-4%	13%
Чистая прибыль*	503	444	588	17%	32%

(*скорректирована с учетом одноразовых статей)

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Мы также ожидаем, что Evraz Group и "Мечел" опубликуют более высокие результаты первого полугодия 2006 года, при этом операционная прибыль Evraz Group вырастет благодаря высоким ценам на длинный прокат на внутреннем рынке и недавним приобретениям в Европе. Мы прогнозируем, что результаты "Мечела" за первое полугодие 2006 года превысят уровень второй половины прошлого года благодаря повышению цен на сталь.

Мы прогнозируем, что Evraz Group и "Мечел" продемонстрируют улучшение результатов по сравнению с предыдущим полугодием

\$ млн.	1 пг. 05	2 пг. 05	1 пг. 06П	1 пг. 06П/1 пг. 05	1 пг. 06П/2 пг. 05
Evraz Group					
Выручка	3,632	2,876	3,363	-7%	17%
Валовая прибыль	1,381	967	1,127	-18%	17%
EBITDA	1,109	718	894	-19%	25%
Чистая прибыль	612	293	500	-18%	71%
Мечел					
Выручка	2,143	1,662	1,991	-7%	20%
Валовая прибыль	800	536	728	N.A.	N.A.
EBITDA	434	249	337	-22%	35%
Чистая прибыль	244	137	199	-18%	45%

Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Повышение среднесрочного прогноза цен на сталь

Мы пересмотрели наш среднесрочный прогноз цен на сталь с учетом усиления фундаментальных характеристик рынка, а также с учетом стабильного уровня потребления в ближайшие годы. Однако мы полагаем, что в долгосрочной перспективе цены на горячий прокат снизятся до \$375/т и таким образом приблизятся к историческому среднему уровню.

Прогноз цен на сталь на 2006-2008 годы повышен на 13-19%

	2006П		2007П		Горячий прокат – экспорт Россия/СНГ fob, \$/т		2008П		2009П		2010П		2011П*		Изм.			
	Новый	Пред.	Изм.	Новый	Пред.	Изм.	Новый	Пред.	Изм.	Новый	Пред.	Изм.	Новый	Пред.				
Горячий прокат	517	440	18%	501	420	19%	453	400	13%	421	380	11%	391	380	3%	375	380	-1%

(*год снижения долгосрочных цен на металлы)

Источник: оценки "Атона"

Мы пересмотрели наши финансовые модели, чтобы отразить новые предположения о ценах на продукцию и затратах компаний, новые прогнозы макроэкономических показателей, опубликованные планы капиталовложений и недавние корпоративные события в отдельных компаниях. Повышение наших прогнозов цен на сталь на 2006-2008 годы привело к увеличению ожидаемого объема выручки всех крупнейших российских сталелитейных компаний. Наш прогноз выручки Evraz Group изменился незначительно, но мы повысили наш прогноз выручки НЛМК в связи с недавними приобретениями сталелитейных и горнодобывающих активов. Мы ожидаем, что "Мечел" увеличит объемы производства угля и достигнет стратегической цели – довести производство до 25 млн. т угля в год к 2010-2011 году по сравнению с 15.6 млн. т в 2005 году, и внесли соответствующие изменения в наш прогноз выручки компании. Мы также повысили прогноз выручки "Северстали" по результатам консолидации активов горнодобывающего сегмента компании.

Хотя наши прогнозы выручки повысились, долгосрочный прогноз EBITDA вырос далеко не у всех компаний, так как затраты должны превысить наши предыдущие прогнозы. Мы считаем, что российские сталелитейные компании будут по-прежнему выигрывать от низких цен на сырье (железную руду, коксующийся уголь), но ожидаем, что затраты на оплату труда, транспортировку, электроэнергию и сырье из внешних источников станут источником затруднений. Вертикальная интеграция должна позволить российским сталелитейным компаниям (прежде всего НЛМК и Evraz Group) сократить расходы отдельных категорий.

Мы ожидаем, что в будущем НЛМК сохранит высокую рентабельность EBITDA благодаря недавно объявленным капиталовложениям, которые должны позволить снизить расходы на энергоносители и повысить операционную эффективность. Мы ожидаем, что "Северсталь" сумеет понизить себестоимость реализации путем обеспечения большей доли своих потребностей в сырье из внутренних источников, что стало возможным благодаря недавней интеграции горнодобывающих активов. Однако мы ожидаем, что в ближайшем будущем чистая прибыль компании пострадает в связи с повышением амортизации, процентных выплат по кредитам и "прочих" расходов.

Пересмотренные оценки стоимости отражают изменения прогнозов цен на сталь и сырье, а также поправки к заложенным в нашу модель предположениям

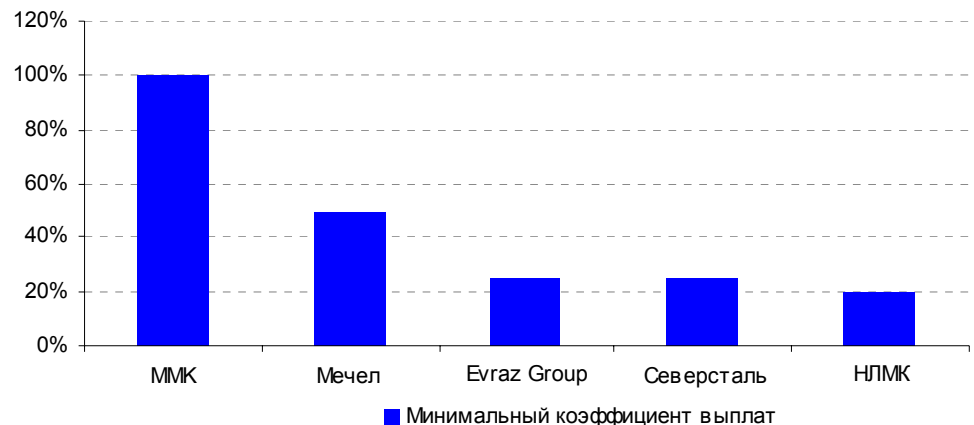
Выручка							
\$ млн.	2005	2006П	В год. сопост.	2007П	В год. сопост.	2008П	В год. сопост.
Evraz Group	6,508	7,320	12%	7,301	0%	7,082	-3%
Мечел	3,805	4,242	11%	4,340	2%	4,267	-2%
ММК	5,380	6,102	13%	6,268	3%	5,803	-7%
НЛМК	4,469	5,704	28%	5,570	-2%	5,146	-8%
Северсталь	8,624	9,174	6%	9,139	0%	8,741	-4%
EBITDA							
	2005	2006П	В год. сопост.	2007П	В год. сопост.	2008П	В год. сопост.
Evraz Group	1,827	2,069	13%	2,069	0%	1,813	-12%
Мечел	683	813	19%	744	-8%	713	-4%
ММК	1,511	1,878	24%	1,885	0%	1,564	-17%
НЛМК	2,144	2,501	17%	2,319	-7%	1,996	-14%
Северсталь	2,689	2,621	-3%	2,676	2%	2,501	-7%
Чистая прибыль							
	2005	2006П	В год. сопост.	2007П	В год. сопост.	2008П	В год. сопост.
Evraz Group	905	1,198	32%	1,156	-4%	985	-15%
Мечел	381	474	24%	419	-12%	398	-5%
ММК	947	1,248	32%	1,242	-1%	990	-20%
НЛМК	1,382	1,570	14%	1,450	-8%	1,193	-18%
Северсталь	1,694	1,220	-28%	1,304	7%	1,172	-10%

Источник: оценки "Атона"

Компании должны и в дальнейшем выплачивать щедрые дивиденды

Все анализируемые нами компании отрасли генерируют большие денежные потоки, и действующая дивидендная политика большинства компаний подразумевает большой размер дивидендов в будущем. Средняя дивидендная доходность освещаемых нами компаний составляет 7% и, по нашим прогнозам, останется на этом уровне в дальнейшем.

В настоящее время российские сталелитейные компании проводят политику щедрых дивидендных выплат



Источник: данные компаний; оценки "Атона"

Акции сталелитейных компаний, кроме "Мечела", торгуются на уровне прогнозируемой стоимости

Мы считаем акции "Мечела" наиболее привлекательными среди бумаг анализируемых нами компаний отрасли, так как котировки акций остаются заниженными в связи с переменами в руководстве и другими внутренними факторами. Однако "Мечел" предпринимает активные шаги по повышению операционной рентабельности сталелитейного сегмента и расширению горнодобывающего направления (с акцентом на производстве энергетического угля).

Мы считаем, что котировки акций Evraz Group, ММК и НЛМК полностью отражают обоснованную стоимость компаний, и рекомендуем инвесторам сохранять свои пакеты акций этих компаний или дожидаться более благоприятных условий для приобретения. Хотя мы считаем, что "Северсталь" обладает некоторым потенциалом роста котировок до уровня фундаментально обоснованной оценки, мы обеспокоены практикой корпоративного управления этой компании и считаем, что планируемый листинг акций в Лондоне создаст избыточное предложение акций.

Оценка стоимости на основе DCF: мы рекомендуем "Покупать" акции "Мечела"

	Цена, \$ 25-сен.	FV, \$ (кон.-2007)	Потенциал роста	Рекомендация	Рын. кап. \$ млн.	EV/EBITDA		P/E		P/BV	LTM div. yield, %
						2006П	2007П	2006П	2007П		
Evraz Group	23.0	24.3	5.7%	Держать	8,066	5.1	4.8	6.9	6.8	2.9	4.3
ММК	0.65	0.72	10.8%	Держать	6,910	3.4	3.4	5.5	5.6	2.2	11.5
Мечел	19.9	25.3	27.1%	Покупать	2,764	3.7	4.1	5.7	6.8	1.2	7.0
НЛМК	1.91	2.18	14.1%	Держать	11,447	4.1	4.7	6.1	8.4	1.9	6.9
Северсталь	11.5	13.7	19.1%	Держать	10,704	4.2	4.1	8.8	8.0	1.2	3.3
Среднее						4.1	4.2	6.6	7.1	1.9	6.6

Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

ОБЗОР ОТРАСЛИ

В 2006-2007 ГОДЫ ТЕМПЫ РОСТА СТАЛЕЛИТЕЙНОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ БУДУТ СКРОМНЫМИ

Мы полагаем, что в 2006-2008 годы продолжится динамичное развитие мировой сталелитейной отрасли, обусловленное повышением ВВП во всем мире. Мы не ожидаем резкого снижения цен на сталь, но считаем за несколько лет они постепенно вернуться к средним историческим уровням. Российские сталелитейные компании будут находиться в выгодном положении благодаря росту внутреннего спроса на их продукцию. Поэтому, на наш взгляд, российские компании сконцентрируют все свое внимание на внутреннем рынке и начнут расширять ассортимент дорогой продукции. Мы считаем вероятной консолидацию сталелитейной промышленности России и полагаем, что именно консолидация позволит крупнейшим российским компаниям начать мировую экспансию. Несмотря на преимущества вертикальной интеграции, которыми пользуются большинство российских сталелитейных компаний, их рентабельность будет снижаться в связи с повышением затрат на оплату труда, транспортных расходов, цен на электроэнергию и сырье.

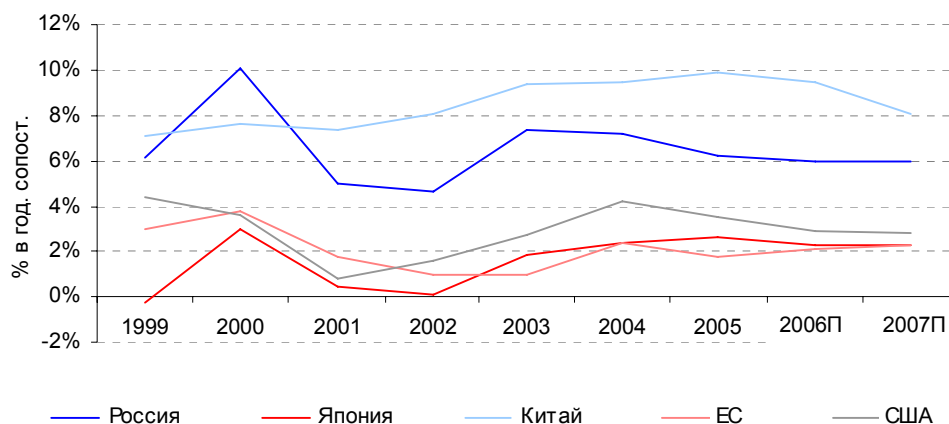
Мирового потребление стали будет расти

Хорошие перспективы. Мы полагаем, что в странах группы BRIC (Бразилия, Россия, Индия и Китай) продолжится повышение объемов потребления стали в связи с экономическим ростом и увеличением численности населения. По оценкам NIESR, в 2006 году прирост мирового потребления стали должен составить 4.6%, а в 2007 году – 4.7%.

С 1950 года среднегодовые темпы роста потребления стали составляли 9.4%



Источник: Metal Bulletin; оценки "Атона"

В 2006-2007 годах ожидается стабилизация роста ВВП в крупнейших странах


Источник: NIESR; Economist; оценки "Атона"

Северная Америка. Во II и III кварталах этого года в США и Канаде потребление стали увеличивалось высокими темпами, однако в последние недели темпы роста замедлились, и мы полагаем, что эта тенденция продолжится. Главную угрозу для североамериканских сталелитейных компаний представляют китайские производители стали. Об этом свидетельствует тот факт, что рост предложения стали на рынке обусловлен увеличением объемов импорта. Это отражается и на ценообразовании – внутренние цены там все больше приближаются к ценам импортных поставок.

Европа. Спрос на сталь должен оставаться высоким до конца этого года. Производителям удастся держать производство под контролем, и они обеспечены заказами, в то время как объем складских запасов снижается, что свидетельствует о возможности повышения цен, особенно на длинномерный прокат.

Азия. Во II и III кварталах этого года производители приняли необычно большое количество новых заказов в связи с растущим потреблением. Мы полагаем, что текущий уровень потребления сохранится, по крайней мере, до конца этого года. В Китае по-прежнему наблюдается дефицит плоского проката. В то же время, Китай продолжает постепенно наращивать экспорт длинномерного проката, в результате чего складские запасы там снижаются, а цены на внутреннем рынке растут.

Мировая сталелитейная промышленность – в 2006-2008 годах спрос будет расти быстрее предложения

млн. т	2002	% в год.	2003	% в год.	2004	% в год.	2005	% в год.	2006П	% в год.	2007П	% в год.	2008П	% в год.	CAGR* (%)
	сопост.		сопост.		сопост.		сопост.		сопост.		сопост.		сопост.		2006П-08П
Мировой спрос															
ЕС (25)	157	-1	160	2	168	5	160	-5	159	-1	156	-2	154	-1	-2
Европа, прочие	22	8	24	9	27	14	29	8	29	-1	28	-2	28	-2	-2
СНГ (6)	34	-7	41	18	40	0	42	5	44	5	47	6	50	6	6
Северная Америка	132	0	130	-2	149	14	136	-9	136	0	137	1	139	1	1
Южная Америка	28	-4	28	0	33	18	33	-1	33	1	33	1	34	1	1
Африка	19	11	19	3	21	7	22	9	24	8	26	8	28	7	7
Ближний Восток	25	10	30	19	31	1	35	13	39	12	43	10	47	9	9
Азия	393	13	450	15	496	10	547	10	596	9	644	8	689	7	7
Океания	7	14	8	4	8	7	8	-1	8	0	8	1	8	1	1
Всего	817	6	889	9	973	9	1,012	4	1,068	5	1,122	5	1,175	5	5
Мировое предложение															
ЕС (25)	178	0	184	4	193	5	186	-4	184	-1	182	-1	180	-1	-1
Европа, прочие	45	1	25	-44	28	12	29	2	29	-1	28	-1	28	-1	-1
СНГ (6)	100	2	106	6	113	6	111	-2	115	3	117	2	119	2	2
Северная Америка	123	3	124	1	133	7	127	-5	131	3	132	1	133	1	1
Южная Америка	41	9	43	5	46	7	45	-1	46	1	46	2	47	2	1
Африка	15	7	16	10	17	3	18	7	19	7	20	6	21	5	5
Ближний Восток	12	6	13	8	14	6	15	7	16	6	16	5	17	4	4
Азия	380	14	427	12	486	14	567	17	613	8	656	7	695	6	6
Океания	8	6	8	1	8	-1	9	4	9	1	9	0	9	0	0
Всего	901	7	947	5	1,039	10	1,107	7	1,160	5	1,206	4	1,249	4	4

* среднегодовые темпы роста

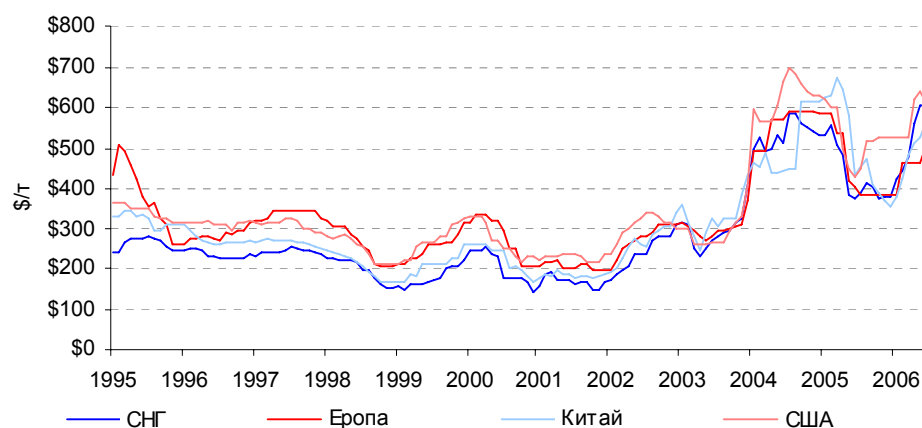
Источник: IISI, Metal Bulletin, оценки "Атона"

Цены. Цены на сталь, которые начали повышаться в первые месяцы 2005 года, достигли пика в июле этого года, после чего начали постепенно снижаться, в основном в связи с обеспокоенностью относительно возможности чрезмерного предложения стали со стороны Китая и сезонных факторов. Однако мы считаем, что в этом месяце цены немного повысятся и будут оставаться довольно высокими до конца года.

Стоимость сырья. Мы полагаем, что цены на коксующийся уголь будут оставаться примерно на текущем уровне, а цены на железную руду начнут повышаться с начала 2007 года. Цены на металлолом в оставшийся до конца этого года период будут оставаться волатильными, а цены на газ в 2006-2007 годы будут расти.

Слияния и поглощения. Мировая сталелитейная промышленность остается фрагментированной. Однако мы ожидаем ускорения процесса консолидации и появления новых компаний мощностью более 100 млн. т в год. Сегодня производители хорошо понимают, что большой масштаб деятельности обеспечивает им влияние, эффект синергии и экономию на масштабе. По данным PricewaterhouseCoopers, в 2005 году в мировой сталелитейной промышленности было осуществлено 165 сделок слияний и поглощений на общую сумму около \$27.4 млрд.

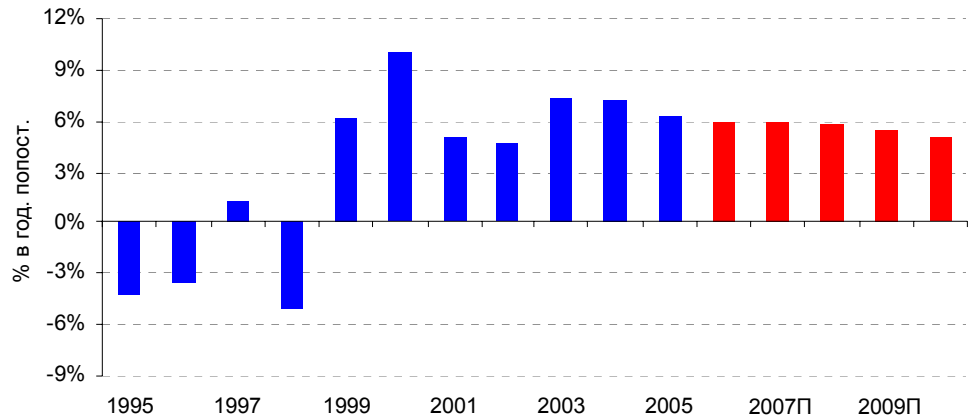
После роста в первом полугодии 2005 года цены постепенно стабилизировались (горячий прокат)



Источник: Bloomberg; Metal Bulletin, оценки "Атона"

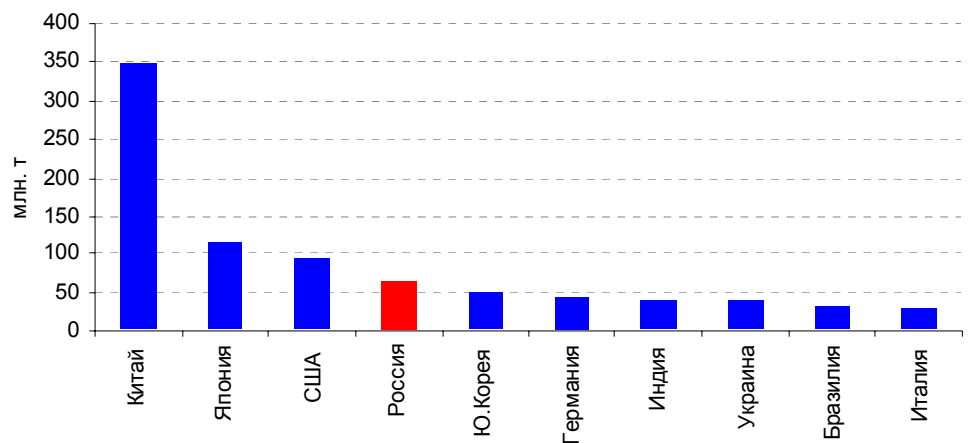
Россия сохранит ключевые позиции

Темпы роста реального ВВП в России в 2005 году составили 6.3%. Такой результат стал возможен, главным образом, благодаря высоким ценам на нефть и другие сырьевые товары. В 2006 и 2007 годы ВВП тоже должен расти примерно на 6% в год. В текущем году Россия привлекла довольно большой объем иностранных инвестиций, а в следующем году их объем может достичь \$18-20 млрд. Основным риском для экономического развития России мы считаем ее зависимость от нефти и других видов сырья. Кроме того, нельзя исключать серьезного ухудшения ситуации в России в случае неожиданного замедления темпов роста мировой экономики.

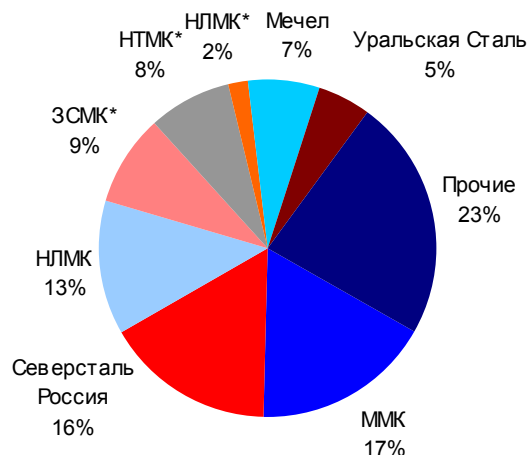
Рост ВВП в России по-прежнему связан с ценами на сырье


Источник: Economist, Bloomberg; оценки "Атона"

По данным International Iron and Steel Institute (IISI), в 2005 году Россия стояла на четвертом месте в мире по выпуску стали. Объем производства составил 66.1 млн. т (примерно 7% от общемирового показателя).

В 2005 году почти 60% мирового выпуска стали было обеспечено пятью крупнейшими производителями


Источник: IISI; Metal Bulletin; оценки "Атона"

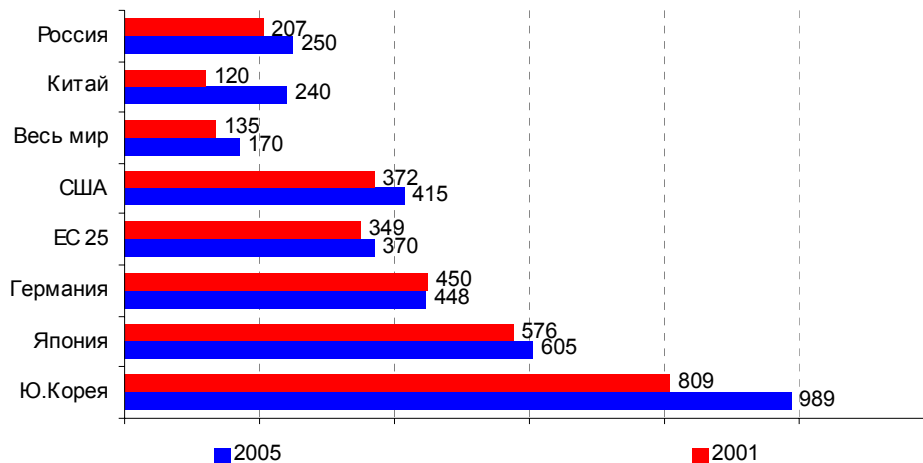
Ведущие российские производители стали в 2005 году: Evraz Group, ММК и "Северсталь"


(*) входят в Evraz Group

Источник: "Черная металлургия"; оценки "Атона"

Рост потребления стали в России в расчете на душу населения за последние четыре года составил примерно 21%. В Китае потребление за тот же период практически удвоилось. В связи с экономическим ростом мы ожидаем дальнейшего роста потребления стали в России.

Темпы роста российского потребления стали в расчете на душу населения в будущем должны повыситься

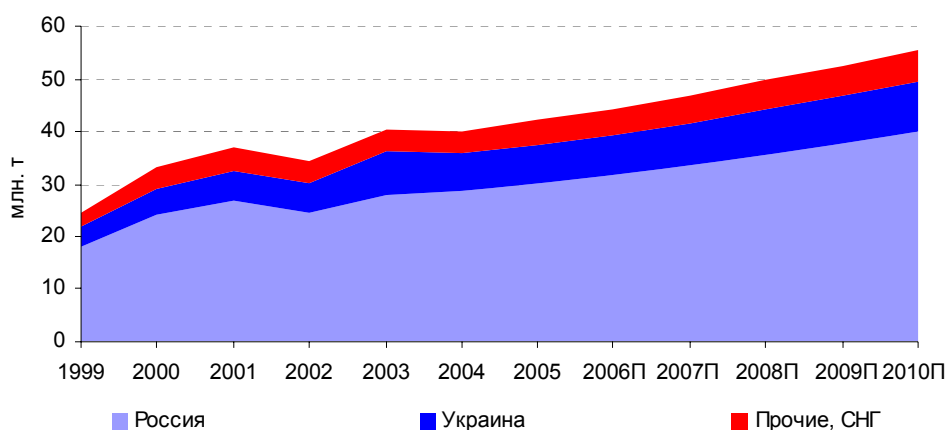


Источник: "Северсталь"; оценки "Атона"

Продолжается рост внутреннего спроса на сталь

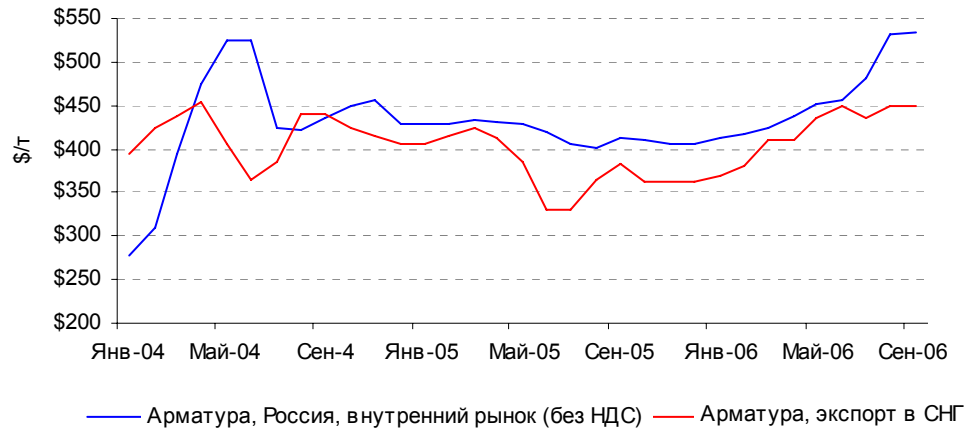
Потребление стали в России и СНГ растет уже несколько лет. Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе рост сохранится и будет составлять минимум 6% в год, что обусловлено высокими темпами строительства, развитием нефтегазовой отрасли, автомобилестроения, тяжелого машиностроения и других отраслей.

Спрос на сталь в России и СНГ в 2006-2010 годах, по прогнозам, будет расти на 5.6% в год



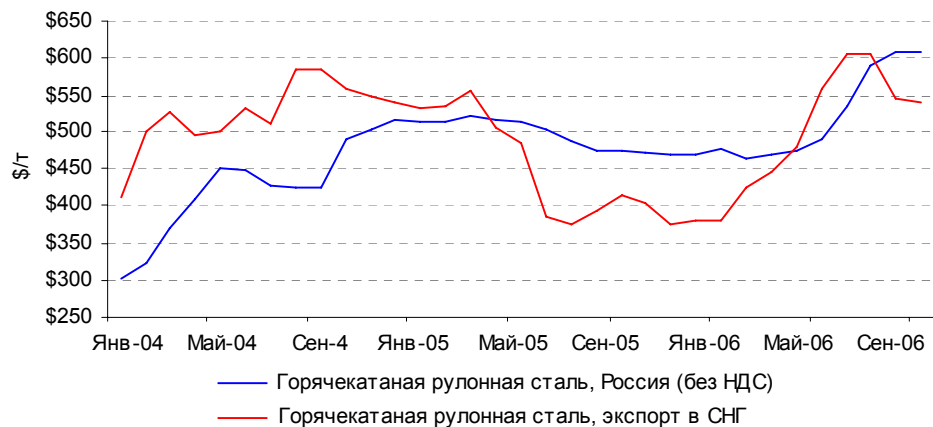
Источник: IISI; Metal Bulletin; оценки "Атона"

В связи со строительным бумом в России и СНГ резко повысился спрос на длинномерный прокат. Из-за дефицита арматуры на внутреннем рынке произошло повышение объемов импорта, в частности, из Египта и Турции (данные Metalcourier). Из наших бесед с представителями ведущих российских металлургических компаний становится ясно, что внутренний рынок в дальнейшем будет иметь для них приоритетное значение в связи с высокими ценами и другими преимуществами. Наибольшие выгоды от высокого внутреннего спроса (особенно от реализации длинномерного проката) получают Evraz Group и "Мечел".

Увеличивается разрыв между внутренними и экспортными ценами на арматуру


Источник: Metalcourier; Bloomberg; оценки "Атона"

Аналогичная ситуация отмечается в сегменте плоского проката – если экспортные цены в августе снизились, то внутренние цены остались без изменения. Учитывая повышение внутреннего спроса мы полагаем, что производители плоского проката (НЛМК, ММК, "Северсталь") в дальнейшем постараются повысить свою долю реализации на внутреннем рынке.

Цены горячего проката на внутреннем рынке остаются высокими


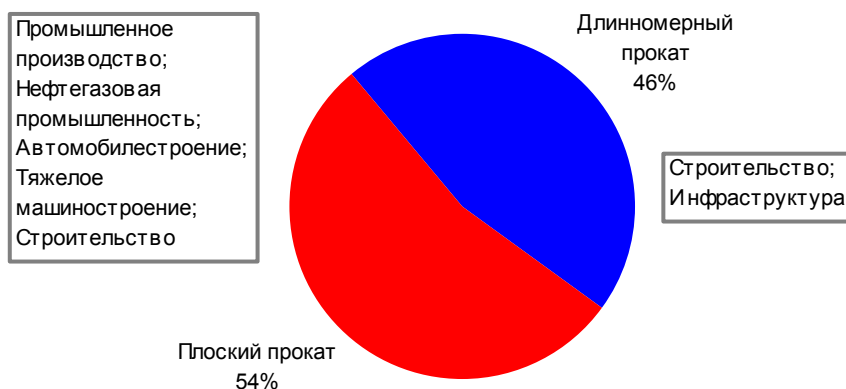
Источник: Metalcourier; Bloomberg; оценки "Атона"

В дальнейшем рост внутреннего спроса на сталь будет определяться следующими факторами:

1. Строительство жилищной и коммерческой недвижимости (длинномерный прокат)
2. Рост промышленного производства (высококачественный прокат)
3. Развитие нефтегазовой промышленности (плоский прокат)
4. Развитие деятельности иностранных автосборочных предприятий (плоский прокат)
5. Развитие тяжелого машиностроения (плоский прокат)

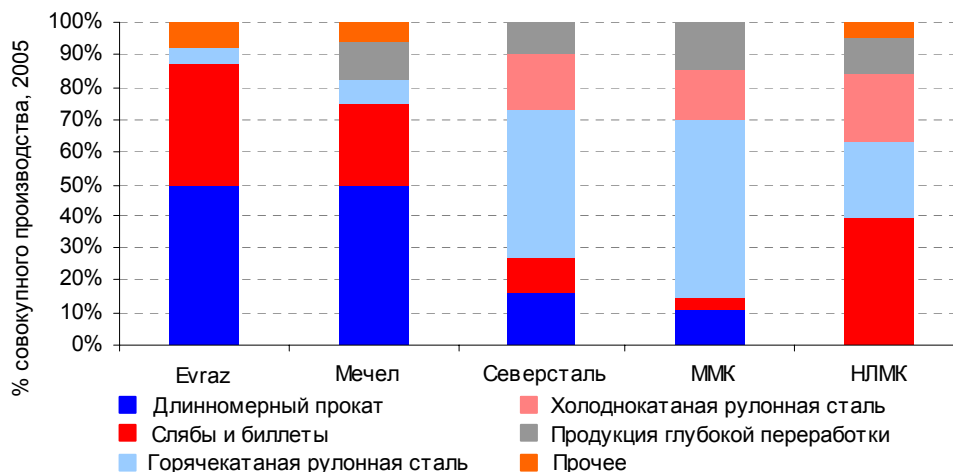
В 2005 году спрос на длинномерный прокат в России составлял примерно 13 млн. т (46% от общего объема потребления). Мы ожидаем дальнейшего повышения этого показателя. При этом спрос на плоский прокат, по нашим оценкам, будет расти еще более высокими темпами.

Доля длинномерного проката в совокупном объеме потребления (28 млн. т) в России в 2005 году составляла 46%



Источник: Metalcourier; оценки "Атона"

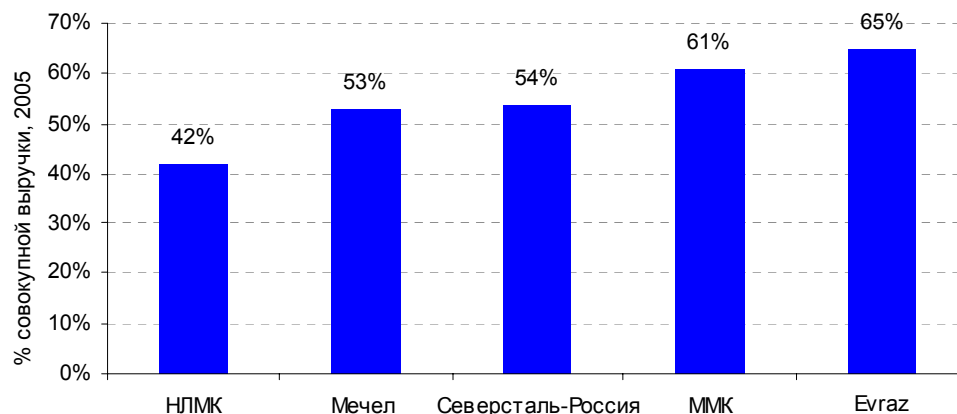
Наибольшие выгоды от строительного бума в России получают Evraz Group и "Мечел"



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Экономический рост в России и СНГ представляется вполне устойчивым, что заставляет российских производителей наращивать объем внутренних продаж. Цены внутреннего рынка выше по сравнению с экспортными ценами, что обеспечивает более высокую рентабельность. Поэтому большинство российских сталелитейных компаний осуществляют инвестиции в проекты, ориентированные на Россию и СНГ.

В 2005 году на наибольшую долю выручки от продажи стали внутри страны получил Evraz Group



Источник: данные компании; оценки "Атона"

По мере развития внутреннего рынка стали повышается спрос на более дорогую продукцию. В связи с этим российские сталелитейные предприятия все больше капложений направляют на проекты, направленные на увеличение производства продукции с высокой долей добавленной стоимости (см. раздел о финансовой ситуации).

Китай пока не представляет угрозы

В 2005 год объем производства стали в Китае составил почти 350 млн. т (32% от общемирового показателя), а за первые семь месяцев этого года – примерно 235 млн. т (34% от общемирового показателя). Доля Китая в общемировом производстве может и дальше повышаться, однако для нас более важное значение имеет вопрос о том, как будет развиваться китайский экспорт стали. В сентябре 2006 года Китай сократил ставку возврата НДС экспортерам стали с 11% до 8%, что, вероятно, свидетельствует о намерении снизить объем экспорта в долгосрочной перспективе. Подобное развитие событий благоприятно скажется на других странах-производителях стали.

Китай пока не представляет угрозы для российских сталелитейных компаний на внутреннем рынке, поскольку ввоз китайской стальной продукции в Россию ограничен, в частности, тем, что основные порты на Дальнем Востоке принадлежат российским сталелитейным предприятиям. Однако на зарубежных рынках китайские сталелитейные компании в долгосрочной перспективе могут нанести урон российским предприятиям, отвоёвывая у них рыночную долю или реализуя продукцию дорогого ассортимента по заниженным ценам.

Готовится консолидация

Мы считаем, что для эффективной конкуренции в мировом масштабе российским сталелитейным предприятиям, в конце концов, придется покупать иностранные предприятия или объединяться с ними. При этом зарубежной экспансии наверняка будет предшествовать консолидация внутри России. Неудавшаяся попытка "Северстали" осуществить объединение с Arcelor свидетельствует о том, что российские компании пока не обладают достаточным масштабом деятельности и влиянием для успешного осуществления столь крупных сделок. Поэтому в качестве подготовки к мировой экспансии они наверняка постараются осуществить консолидацию внутри России.

В июне 2006 года холдинг Романа Абрамовича Millhouse Capital купил 41.3% акций Evraz Group. В начале мотивы Абрамовича были непонятны, но со временем стало ясно, что участие в капитале крупнейшего сталелитейного предприятия России обусловлено желанием использовать его в качестве центра консолидации. Мы считаем, что это хороший выбор, и полагаем, что объединение с Evraz Group будет выгодно для "Металлоинвеста", ММК и "Мечела" (НЛМК и "Северсталь" реализуют независимые стратегии развития). Однако мы полагаем, что крупные слияния возможны не ранее середины 2007 года.

Долгосрочные факторы инвестиционной привлекательности остаются без изменения

Мы не меняем наших долгосрочных прогнозов в отношении инвестиционной привлекательности компаний отрасли, однако мы изменили краткосрочный прогноз цен на сталь с учетом неожиданно большого спроса и повышения внутреннего потребления. Мы считаем, что цены на длинномерный и плоский прокат останутся высокими до конца 2006 года, а также в первом полугодии 2007 года. В связи с

сезонными факторами возможны небольшие колебания цен, особенно в конце 2006 года. В ближайшие несколько лет цены на сталь должны постепенно снизиться и затем стабилизироваться на достигнутом уровне. Наш долгосрочный прогноз цен на горячий прокат в СНГ составляет \$375/т.

Мы повысили наш прогноз цен на сталь на 2006-2008 годы на 13-19%

	2006П		2007П		2008П		2009П		2010П		2011П*	
	Новый	Изм.	Новый	Изм.	Новый	Изм.	Новый	Изм.	Новый	Изм.	Новый	Изм.
Горячий прокат	517	18%	501	19%	453	13%	421	11%	391	3%	375	-1%

(*) год снижения долгосрочных цен на металлы

Источник: оценки "Атона"

Мы ожидаем постепенного снижения экспортных цен на сталь в СНГ до исторических средних уровней

\$/т	2005	В год. сопост.	2006П	В год. сопост.	2007П	В год. сопост.	2008П	В год. сопост.	2009П	В год. сопост.	2010П	В год. сопост.	2011П*	В год. сопост.
Экономические показатели:														
Реальный ВВП, % в год. сопост.	6.3		6.0		6.0		5.8		5.5		5.0		5.0	
Инфляция, % в год. сопост.	10.9		9.7		9.0		8.0		7.0		6.0		5.0	
Инфляция, % в год. сопост.	13.4		11.0		9.0		8.5		8.0		7.5		7.0	
Обменный курс, руб./\$	28.29	-1.8%	27.04	-4.4%	26.00	-3.8%	26.00	0.0%	26.90	3.5%	27.70	3.0%	28.40	2.5%
Сталелитейная промышленность:														
Горячий прокат	444	-15%	517	16%	501	-3%	453	-10%	421	-7%	391	-7%	375	-4%
Холодный прокат	539	-8%	573	6%	546	-5%	519	-5%	498	-4%	473	-5%	469	-1%
Строительная продукция														
Арматура	378	-9%	424	12%	393	-7%	355	-10%	344	-3%	334	-3%	324	-3%
Профилированный прокат	418	-8%	388	-7%	349	-10%	324	-7%	314	-3%	304	-3%	295	-3%
Проволока	390	-9%	421	8%	393	-7%	355	-10%	341	-4%	327	-4%	314	-4%
Среднее	395	-7%	411	4%	378	-8%	345	-9%	333	-3%	322	-3%	311	-3%
Полуфабрикаты														
Биллеты	333	-6%	377	13%	358	-5%	329	-8%	326	-1%	323	-1%	319	-1%
Слябы	370	-20%	409	10%	378	-8%	348	-8%	324	-7%	301	-7%	280	-7%
Чугун	268	-10%	287	7%	271	-6%	245	-10%	232	-5%	221	-5%	210	-5%
Среднее	324	-12%	357	10%	335	-6%	307	-9%	294	-4%	281	-4%	270	-4%
Прочее														
Толстолистовая сталь	530	-1%	472	-11%	436	-8%	398	-9%	382	-4%	367	-4%	352	-4%

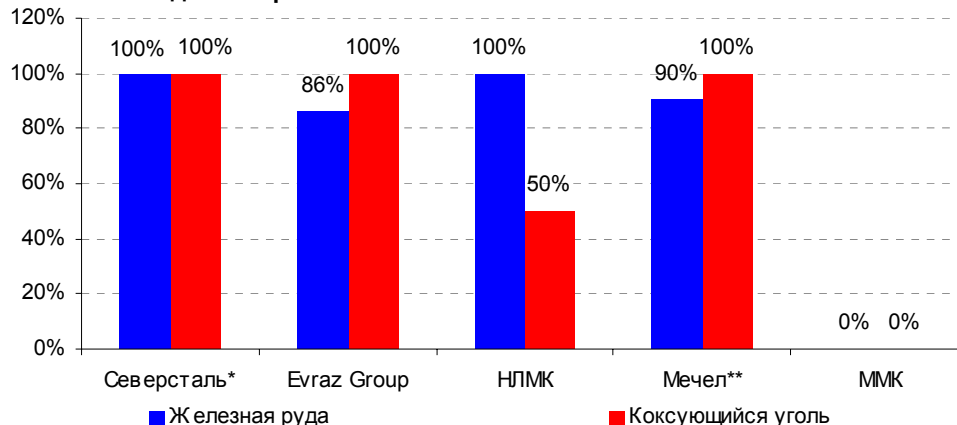
(*) год снижения долгосрочных цен на металлы

Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

Вертикальная интеграция не является панацеей

В последние годы российские сталелитейные предприятия активно покупали активы, которые позволяли им получить доступ к основным видам сырья (железная руда и коксующийся уголь). В результате все российские компании, кроме ММК, полностью обеспечены сырьем из собственных источников, а некоторые производят даже больше сырья, чем могут переработать.

Почти все российские сталелитейные предприятия полностью обеспечены основными видами сырья из собственных источников

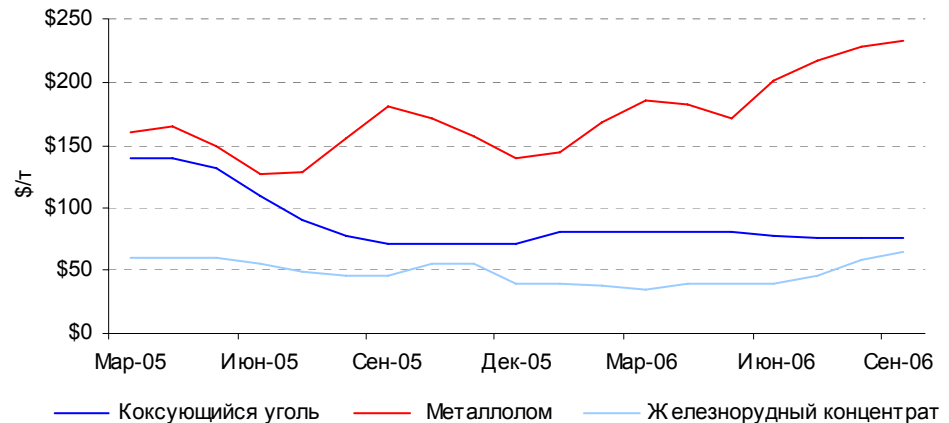


(*) российские сталелитейные предприятия; (**) сталелитейные предприятия

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Цены на коксующийся уголь и железную руду сейчас не такие высокие, как на пике в 2004 году и начале 2005 года. Цены на коксующийся уголь в последнее время стабилизировались и в дальнейшем должны постепенно снижаться. В то же время, цены на железную руду в июле опять начали расти в связи с удорожанием стали. Мы ожидаем дальнейшего роста цен железной руды в 2006-2007 годах с последующим их снижением в 2008 году. Цены на металлолом в последние два года сильно колебались, но в последнее время тоже росли из-за увеличения объемов потребления. Мы полагаем, что снижение цен на металлолом начнется в 2007 году.

Цены коксующегося угля стабилизировались, цены железной руды и металлолома повышаются



Источник: Metalcourier; оценки "Атона"

В дальнейшем мы ожидаем снижения цен на сырье

\$/т	2005	2006П	В год. сопост.	2007П	В год. сопост.	2008П	В год. сопост.	2009П	В год. сопост.	2010П	В год. сопост.	2011П	В год. сопост.
Железнодорожный концентрат	47	57	21%	60	5%	58	-3%	55	-5%	50	-9%	45	-10%
Коксующийся уголь	97	90	-7%	87	-3%	85	-2%	80	-6%	75	-6%	70	-7%
Металлический лом	160	220	38%	192	-13%	165	-14%	130	-21%	97	-26%	93	-4%

Источник: Metalcourier; оценки "Атона"

Несмотря на выгоды вертикальной интеграции, в недалеком будущем российские предприятия могут столкнуться с определенными проблемами. Мы полагаем, что компании начнут испытывать сложности в связи с ростом инфляции, удорожанием рубля, повышением расходов на оплату труда, энергоносители и другое сырье, закупаемое у третьих сторон. В настоящее время эти расходы составляет минимум 20-25% совокупных затрат российских компаний, а в отдельных случаях даже превышают 50%.

Российские компании не испытывают большого давления со стороны профсоюзов и не отягощены пенсионными обязательствами, в отличие от аналогов в развитых странах. Однако их проблемой является невозможность резкого сокращения персонала. Благодаря капвложениям и технологической модернизации численность персонала российских предприятий может сократиться, но не исключено, что полученные таким образом выгоды будут компенсированы ростом зарплат. Помимо роста зарплат мы прогнозируем повышение расходов компаний на электроэнергию, что негативно скажется на их рентабельности. Затраты на прочие виды сырья сырье должны расти в соответствии с инфляцией, что негативно отразится на операционных результатах. Совокупные затраты российских компаний вряд ли снизятся за счет полной обеспеченности сырьем из собственных источников, в то время как из-за роста "прочих" затрат некоторые недавно купленные добывающие предприятия даже могут стать нерентабельными.

ОБЗОР КОМПАНИЙ

EVRAZ GROUP: ПЛАТФОРМА ДЛЯ КОНСОЛИДАЦИИ

Evraz Group ставит перед собой четыре задачи, которые мы считаем амбициозными, но выполнимыми. Компания намерена сфокусировать усилия на производстве продукции для строительной и железнодорожной отраслей, плоского проката и ванадия при полной самообеспеченности сырьем. Мы полагаем, что благодаря строительному буму в России и СНГ Evraz Group удастся получить выгоды за счет положения ведущего производителя длинномерного проката. Осуществленные недавно покупки европейских компаний были хорошо продуманными, поэтому мы считаем, что они позволят Evraz Group стать более диверсифицированной компанией.

Амбициозные цели

Evraz Group - одно из крупнейших в мире вертикально интегрированных металлургических и добывающих предприятий, действующее в основном в России. Компания занимает первое место в России по производству длинномерного проката. Основными активами Evraz Group являются три сталелитейных предприятия в России – НТМК, ЗСМК и НКМК. Компания также владеет заводами Palini e Bertoli в Италии, Vitkovice Steel в Чехии и Strategic Minerals Corporation (Stratcor) с главным офисом в США. Добывающий бизнес группы представлен железорудными компаниями "Евразруда", Качканарский ГОК и Высокогорский ГОК, угледобывающей компанией "Нерюнгриуголь" и пакетами акций угольной шахты "Распадская" и угольного разреза "Южжубасуголь". Evraz Group также владеет и управляет Находкинским грузовым морским портом на Дальнем Востоке.

Стратегической целью Evraz Group является создание самого рентабельного в мире сталелитейного предприятия (на уровне ROCE и EBITDA). Капвложения группы в ближайшие годы могут достичь \$2.2 млрд., причем большую часть средств планируется вложить в сталелитейный сегмент с целью повышения эффективности. Компания рассчитывает достичь своих целей путем концентрации усилий в четырех ключевых областях: продукция для строительной и железнодорожной отраслей, плоский прокат, приобретение ванадиевых активов и полная самообеспеченность сырьем.

Планируется увеличивать производство продукции для строительной и железнодорожной отраслей

Пользуясь своим ведущим положением в России, Evraz Group планирует увеличить свою рыночную долю в области производства металлургической продукции для строительной и железнодорожной отраслей. Строительный бум в России и СНГ будет способствовать устойчивому росту объемов производства и цен продукции таких компаний, как Evraz Group. Поскольку Evraz Group является одним из крупнейших в России производителей длинномерного проката, компания получит особенно большие выгоды от этой тенденции. Мы полагаем, что в дальнейшем основная выручка компании в России будет поступать от реализации полуфабрикатов и металлургической продукции для железнодорожной и строительной отраслей.

Evraz Group – ведущий российский производитель длинномерного проката

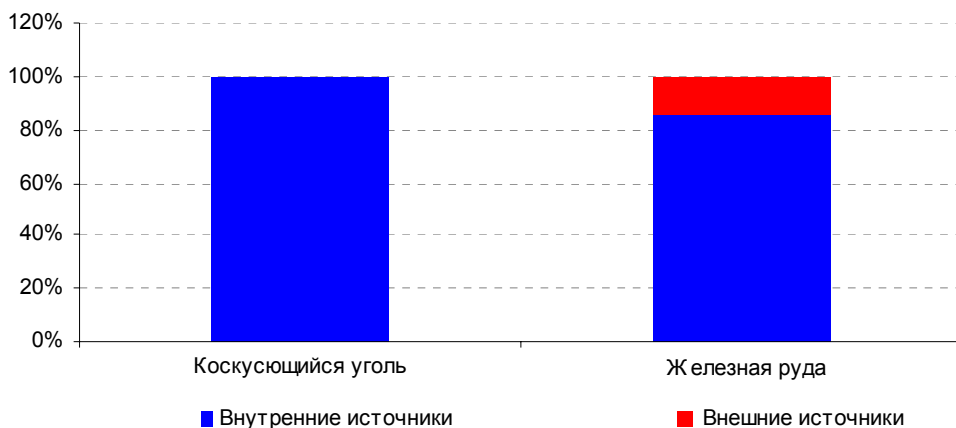

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Планируется увеличивать производство плоского проката в Европе

Покупка компаний Palini e Bertoli и Vitkovice Steel, совокупный объем производства которых в 2005 году составил более 1.2 млн. проката, стала первым шагом по выходу Evraz Group на рынок плоского проката. Стратегия Evraz Group предполагает поставку иностранным дочерним предприятиям слябов российского производства с целью их переработки в дорогой прокат. Поэтому мы полагаем, что компания купит еще несколько европейских прокатных предприятий для дальнейшего наращивания своих экспортных возможностей. Evraz Group особенно заинтересован в расширении своего присутствия на богатых рынках центра и юга Европы.

Evraz Group полностью обеспечен сырьем из собственных источников

В результате покупки 50% акций шахты "Распадская" и "Южжубассугля" Evraz Group полностью обеспечивает потребности в железной руде и коксующемся угле из собственных источников.

Компания полностью обеспечена углем и железной рудой из собственных источников


Источник: данные компании

Покупка ванадиевых активов может способствовать повышению темпов роста

В июне 2006 года Evraz Group купил 24.9% акций Highveld (с опционом на увеличение доли до 78%), а в августе – 73% акций Stratcor за \$110 млн. В результате компания получила контроль над 30% мирового рынка ванадия (в 2005 году ее доля составляла 22%). Evraz Group производит ванадиевый шлак на своем железорудном комбинате КГОК. Мы не включили показатели приобретенных компаний в нашу

модель, но считаем обе сделки выгодными, учитывая постепенный рост цен на ванадий вслед за удорожанием стали.

Недавние поглощения позволили Evraz Group получить контроль над 30% мирового рынка ванадия

Stratcor	Highveld
<ul style="list-style-type: none"> Ведущий мировой производитель ванадиевых сплавов и химических соединений для сталелитейной, химической и титановой промышленности 2005 год: выручка – \$258 млн., EBITDA – \$108 млн. Завод в Арканзасе (США) общей мощностью 12 млн. фунтов V205 (в эквиваленте) в год; основная продукция: химические соединения с содержанием ванадия и FeV Завод в Южной Африке мощностью 14 млн. фунтов V205 (в эквиваленте) в год; основная продукция: азотируемый ванадий (нитрован) 	<ul style="list-style-type: none"> Ведущий производитель ванадия; также выпускает сталь, стальные сплавы и углеродную продукцию Evraz Group купил 24.9% акций Highveld у Anglo American 2005 год: выручка – \$1124 млн., EBITDA – \$510 млн. В 2005 году Highveld реализовала 735 000 т стальной продукции, 4 407 т (V205) ванадиевого пентоксида, 1750 т (V) нитрида FeV, 1 117 т (V205) химических соединений с содержанием ванадия и 263 000 т сплавов

Источник: данные компании

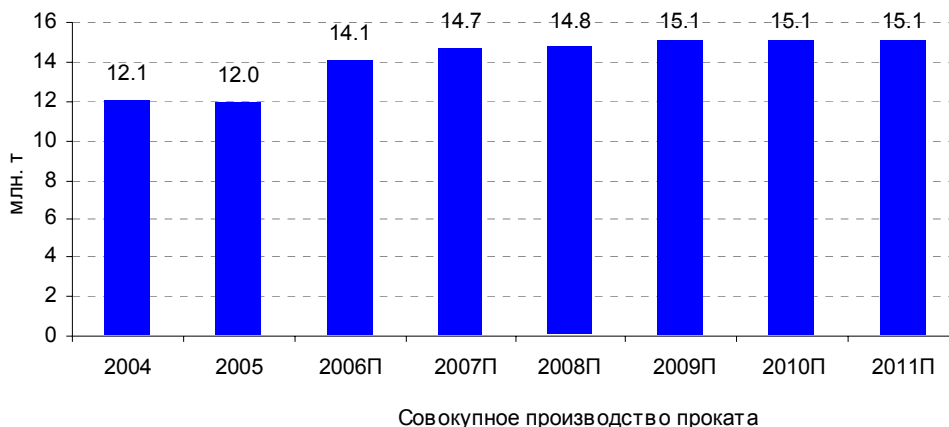
Хорошие производственные результаты первого полугодия

Производственные результаты компании за II квартал этого года были очень удачными – компания продемонстрировала квартальный прирост производства стальной продукции на 8%. Производство проката повысилось на 9%. Результаты добывающего сегмента тоже были положительными – производство железнорудного концентрата повысилось на 17.2%, а энергетического угля – на 27%.

Производство будет повышаться благодаря увеличению эффективности и новым поглощениям

Мы ожидаем повышения производства проката Evraz Group в 2006 году в связи с недавними поглощениями европейских компаний и улучшения результатов российских предприятий, в частности, ЗСМК, который должен увеличить производство примерно на 28%. Мы полагаем, что спрос на длинномерную продукцию Evraz Group в 2007 году останется высоким, и производство будет увеличиваться. По нашим прогнозам, начиная с 2008 года производство стабилизируется на уровне примерно 15.1 млн. т.

Благодаря недавним поглощениям производство проката в 2006 году увеличилось



Источник: данные компании; оценки "Атона"

НЛМК: ПО-ПРЕЖНЕМУ САМЫЙ РЕНТАБЕЛЬНЫЙ СТАЛЕЛИТЕЙНЫЙ КОМБИНАТ

2006 год оказался для НЛМК очень удачным, причем компания сумела хорошо распорядиться заработанными деньгами. Недавняя покупка добывающих активов позволит компании углубить вертикальную интеграцию, а покупка Dan Steel стала первым шагом на пути к международной экспансии за счет приобретения прокатных производств. Покупка "ВИЗ-Сталь" сделала НЛМК ведущим российским производителем электротехнической стали. Кроме того, недавно компания объявила о запуске второго этапа технической модернизации. Однако мы не можем отразить в нашей модели все текущие планы компании до тех пор, пока не увидим фактических результатов.

Покупки и продажи активов – оптимальный способ использования денежных средств

Новолипецкий металлургический комбинат является одним из крупнейших в мире. Это вертикально интегрированное предприятие, которое производит первичный чугун, слябы, горячий и холодный прокат, оцинкованную, окрашенную, текстурированную и нетекстурированную сталь. НЛМК – ведущий производитель электротехнической стали и холодного проката в России. В 2005 году компания поставляла свою продукцию в 65 стран Европы, Северной и Южной Америки, Азии, Африки и Ближнего Востока. На ее долю приходилось 13% общероссийского производства стали. Компания также владеет прокатным производством в Дании.

В 2006 году компания осуществила покупку добывающих и сталелитейных производств, которые призваны повысить самообеспеченность компании сырьем и расширить спектр выпускаемой продукции.

Новые добывающие активы призваны углубить вертикальную интеграцию

НЛМК купил 93.6% акций "Алтай-Кокс" в Алтайском крае и 100% акций угольной компании "Прокопьевскуголь" в Кемеровской области, заплатив за них в общей сложности \$650 млн. "Алтай-Кокс" в 2005 году произвел 3.9 млн. т кокса, а в 2007 году планирует выпустить 5 млн. т. "Прокопьевскуголь" производит 3 млн. т концентрата коксующегося угля в год. Этого достаточно для покрытия 50% потребностей НЛМК в коксующемся угле. После ввода в эксплуатацию принадлежащего НЛМК месторождения Жерновское-1 (по графику – в 2009 году), НЛМК станет полностью обеспечен коксующимся углем из собственных источников.

Мы считаем покупку "Алтай-Кокс" несколько сомнительной, поскольку НЛМК и сам производит достаточное количество кокса. В то же время, покупка компании по добыче коксующегося угля позволяет НЛМК углубить вертикальную интеграцию и защититься от колебаний цен на уголь.

Удачная продажа "КМА Руда"

В августе 2006 года НЛМК согласился продать свои 92.04% акций "КМА Руда" дочерним предприятиям "Металлургического холдинга" за \$300 млн. Это намного больше цены, которую НЛМК в свое время заплатил за это предприятие. НЛМК купил 43.37% акций "КМА Руда" в марте 2006 года за \$60.6 млн. Это означает, что стоимость 92.04% его акций составляла \$128.6 млн. По информации менеджмента, выручка от продажи будет направлена на развитие Стойленского ГОКа, который

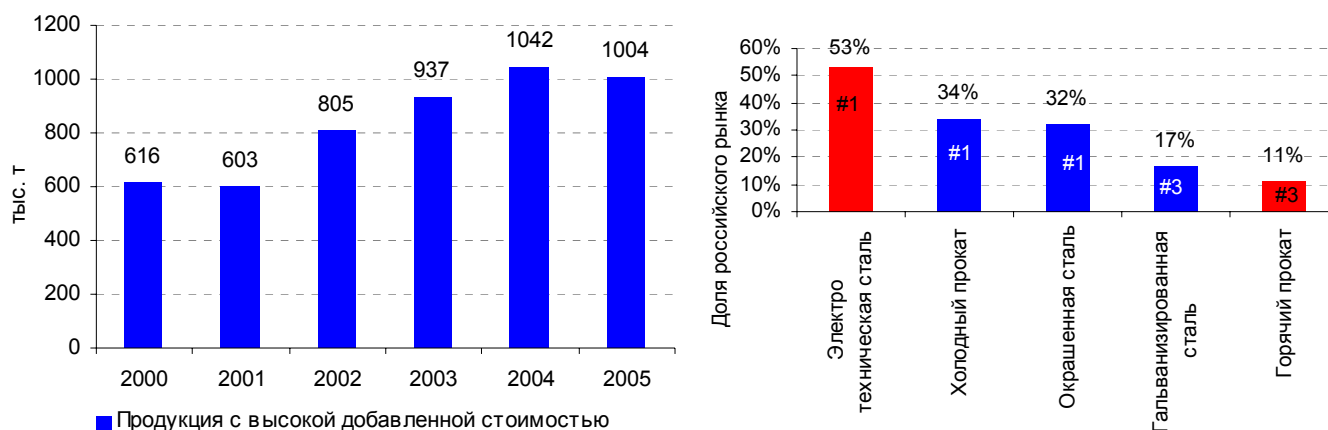
обеспечивает НЛМК железорудным концентратом. Мы полагаем, что сделка будет закрыта до конца текущего года.

Покупка "ВИЗ-Сталь" сделала НЛМК ведущим производителем электротехнической стали

В июне НЛМК объявил о намерении купить 100% акций "ВИЗ-Сталь" за \$550 млн. "ВИЗ-Сталь" производит около 200 000 т электротехнической стали (текстурированной и нетекстурированной) в год. Это единственное российское предприятие, кроме самого НЛМК, производящее электротехническую сталь. По данным НЛМК, выручка "ВИЗ-Сталь" в первом полугодии этого года составила \$250 млн., а рентабельность EBITDA – более 50%.

Мы считаем, что НЛМК покупает "ВИЗ-Сталь" по выгодной цене. Если исходить из того, что показатель EBITDA в 2006 году составит \$300 млн., а долг отсутствует, компания будет оценена с коэффициентом EV/EBITDA на уровне лишь 2.2, тогда как у крупных российских предприятий этот показатель составляет 5.1. Сделка позволит укрепить позиции НЛМК в области производства дорогой электротехнической стали. После завершения сделки НЛМК станет крупнейшим в России производителем этого вида продукции и войдет в тройку крупнейших мировых производителей (рыночная доля – 20%).

За последние пять лет НЛМК увеличил нарастил производство дорогой продукции



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Как и ожидалось, результаты II квартала 2006 года по US GAAP оказались очень удачными

Результаты НЛМК за II квартал свидетельствуют о повышении производства основных видов продукции, как по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, так и в сопоставлении с предыдущим кварталом. Компания увеличила долю дорогой холодной проката, оцинкованной, окрашенной и электротехнической стали. Теперь эта продукция составляет 42% от совокупного объема производства, тогда как в I квартале ее доля была равна 33%. Это обусловлено введением в эксплуатацию в IV квартале 2005 года нового производства по выпуску нагартованной оцинкованной стали. В результате производство горячего проката, который используется в качестве сырья для выпуска дорогой продукции, сократилось за квартал на 33.9%.

НЛМК планирует увеличить объем производства на 40%

НЛМК объявил о том, что в 2007-2011 годах направит \$4.4 млрд. на финансирование второго этапа программы технической модернизации (программа финансируется из операционных денежных потоков и денежных средств). Это больше капвложений, запланированных на 2006-2010 годы (\$3.2 млрд.). Для сравнения, в 2000-2005 годах капвложения компании составили \$1.3 млрд.

Почти все финансирование на втором этапе модернизации будет направлено на повышение производства

\$ млрд.	
Повышение производства необработанной стали (с 9 млн. т до 12.4 млн. т в 2011 году)	2.0
Покупка железнорудных и угольных активов (самообеспечение ведущими видами сырья)	1.0
Повышение производства прокатного проката (с 5 млн. т до 9.4 млн. т в 2011 году)	0.9
Модернизация топливных и энергетических предприятий в Липецке	0.3
Прочее	0.2
Всего	4.4

Источник: данные компании

НЛМК планирует повысить производство необработанной стали за счет строительства новой доменной печи мощностью 3.4 млн. т в год, что позволит увеличить совокупную мощность производства почти на 40%. К 2010 году компания рассчитывает довести годовой объем производства до 10.5 млн. т.

Компания планирует довести обеспеченность сырьем из собственных источников до 100% за счет строительства фабрики по производству железнорудных окатышей на Стойленском ГОКе мощностью 3 млн. (2009 год) и наращивания выпуска железнорудного концентрата на Стойленском ГОКе до 15 млн. т (в настоящее время – 12.5 млн. т.). К 2009 году компания планирует полностью обеспечить свои потребности в коксующемся угле из собственных источников.

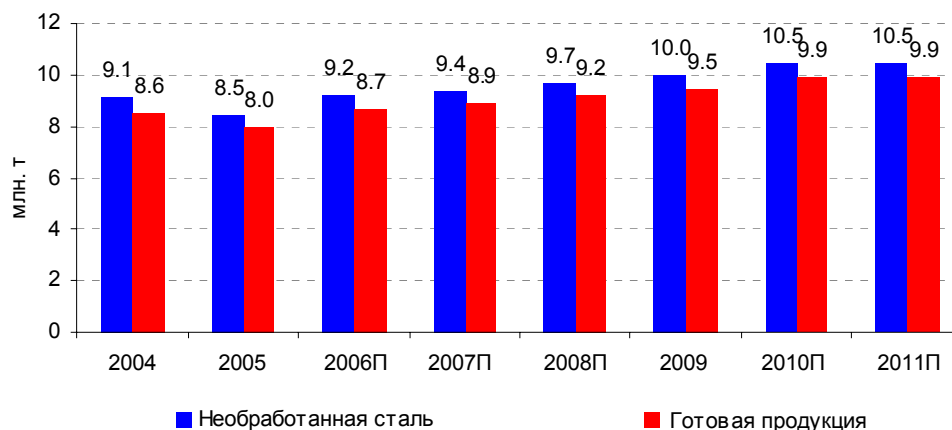
Для повышения производства готового плоского проката НЛМК планирует осуществить экспансию за рубежом и модернизацию существующих мощностей. Мы полагаем, что компания рассматривает возможность покупки европейских предприятий и прокатных мощностей в Турции, которая является одним из крупнейших потребителей продукции НЛМК. Компания надеется купить заводы мощностью минимум 3 млн. т в год. НЛМК также планирует повысить производство электроэнергии, чтобы к 2011 году довести обеспеченность электроэнергией из собственных источников с текущих 37% до 60%.

Мы считаем объявленные компанией планы развития и направления капвложений положительными. Однако мы не учли в нашей модели проекты, которые предусмотрены на втором этапе программы модернизации, поскольку считаем, что количественные выводы пока делать рано. По данным НЛМК, на строительство новой доменной печи уйдет минимум два года. Кроме того, пока неясно, нашла ли уже компания подходящие зарубежные предприятия для покупки. Учитывая большой уровень неопределенности, мы не принимаем во внимания возможность повышения производства необработанной стали на 40% к 2011 году и оставляем наш прогноз производства в 2011 году на уровне 10.5 млн. т.

Мы оставили в силе наш консервативный прогноз производства

В связи с трудностями, возникшими в 2005 году из-за остановок производства для проведения профилактических работ и снижения темпов роста спроса на сталь, мы полагаем, что объем производства останется примерно на 2004 года (около 9.2 млн. т необработанной стали). Компания объявила о своем намерении к 2011 году повысить производство необработанной стали на 40% до 12.4 млн. т, но мы пока не решаемся использовать этот прогноз в нашей модели. Мы не планируем менять наши прогнозы до тех пор, пока компания не завершит строительство новой доменной печи или не приобретет новые прокатные мощности в Европе.

Наш прогноз показателей НЛМК остается консервативным



Источник: данные компании; оценки "Атона"

"СЕВЕРСТАЛЬ": КОНСОЛИДАЦИЯ АКТИВОВ ПЕРЕД ВЫХОДОМ НА ФОНДОВЫЙ РЫНОК

После неудавшегося поглощения Arcelor "Северсталь" сфокусировалась на консолидации добывающих активов и итальянского завода, чтобы доказать инвесторам свою привлекательность и получить хорошую цену за свои бумаги во время размещения на LSE, которое должно состояться позднее этой осенью. Мы считаем методологию, которую компания использует для оценки своего бизнеса, довольно высокой. Компания вполне может успешно разместить свои акции на LSE, но лишь по справедливой цене, которая, на наш взгляд, никак не превышает \$14 за акцию.

Консолидация добывающих активов осуществлена, но по какой цене?

Активы "Северстали" находятся в России, Северной Америке и Европе. "Северсталь-Россия" (включает Череповецкий металлургический комбинат и Ижорский трубный завод) – это второй крупнейший в России производитель плоского проката. Severstal North America – пятый по размеру вертикально интегрированный производитель стали в США, выпускающий высококачественный плоский прокат из углеродистой стали. В 2006 году компания осуществила консолидацию своих добывающих активов, чтобы повысить обеспеченность сырьем из собственных источников. Недавно "Северсталь" объявила о покупке Lucchini Group – одного из крупнейших в Европе производителей специализированного длинномерного проката.

В июне 2006 года "Северсталь" выпустила 378.9 млн. новых акций (72% от уставного капитала), чтобы закончить консолидацию добывающих активов, о которой было объявлено в феврале 2006 года. Сделка включала выпуск новых акций, которые были обменены на пакеты акций 11 угледобывающих и железорудных компаний, принадлежавших Frontdeal Ltd (компания, контролируемая владельцами "Северстали"). В ходе сделки был осуществлен обмен следующих активов:

Консолидация добывающих активов была осуществлена по высокой цене

Компания	Тип продукции	Годовое производство млн. и	Приобретенный пакет	Оценка Росэкспертизы, \$ млн.
Карельский окатыш	Железная руда и окатыши	8.8	91%	1,193
Олкон	Железорудный концентрат	4.0	92%	480
Воркутауголь	Коксующийся и энергетический уголь	6.9	68.8%-87.8%*	1,652
Кузбассуголь	Коксующийся уголь и концентрат	2.3	99.3%-99.8%**	522

(*) "Северсталь" купила 87.8% акций "Воркутауголь" и 68.8% акций шахты "Воргашорская", которые входили в угольную компанию "Воркутауголь"

(**) "Северсталь" купила 99.3% акций шахты "Первомайская" и 99.8% акций шахты "Березовская", которые входили в угольную компанию "Кузбассуголь"

Источник: данные компании; оценки "Атона"

В марте 2006 года государственная финансово-консультационная компания "Росэкспертиза" обнародовала результаты независимой оценки добывающих активов, цель которой состояла в том, чтобы установить рыночную стоимость активов, использованных Frontdeal Ltd. для оплаты новых акций на сумму \$4.1 млрд. Мы считаем обнародованную оценку весьма высокой, особенно учитывая, что активы были приобретены у одного и того же акционера. Исходя из чистой прибыли "Карельского окатыша" (KARO в РТС) за 2005 год по РСБУ в размере \$275 млн., обнародованная оценка в объеме \$2.2 млрд. предполагает коэффициент P/E на уровне 8, что соответствует показателям международных аналогов, в то время как рыночная капитализация компании в день обнародования оценки "Росэкспертизы" составляла

лишь \$1 млрд. "Воркутауголь" была оценена в \$1.4 млрд., что немного выше стоимости "Южжубассуголя", 50% акций которого недавно были куплены Evgaz Group за \$675 млн., хотя "Южжубассуголь" почти в три раза больше (производство угля, в основном коксующегося, в 2005 году составило 15.7 млн. т, тогда как показатель "Воркутауголь" был равен 5.3 млн. т).

Таким образом, оценка добывающих активов представляется очень высокой, что, в свою очередь, предполагает более существенное размывание долей существующих акционеров "Северстали", чем то было необходимо.

Мы скорректировали нашу модель, учитывая приобретение добывающих активов, однако в связи с допэмиссией и разводнением долей существующих акционеров прогнозируемая цена почти не изменилась.

Lucchini переоценена

"Северсталь" недавно объявила о намерении к октябрю 2006 года повысить свою долю в капитале Lucchini до 70.8%. Компания планирует приобрести 50.8% акций у предприятия, контролируемого гендиректором "Северстали" Алексеем Мордашовым, за €550 млн. (\$701 млн.). Это на 10% больше по сравнению с €500 млн., которые "Северсталь" и компания Мордашова уплатили за эти акции при их покупке, и на 53% больше суммы, которую внес за них Мордашов.

Показатель EBITDA Lucchini в 2005 году составлял \$400 млн. Предложенная "Северсталью" цена покупки предполагает EV на уровне \$2.2 млрд., что, в свою очередь, соответствует коэффициенту EV/EBITDA 2005 на уровне 5.4. Хотя цена сделки не кажется завышенной, если судить по коэффициентам сопоставимых компаний (средний коэффициент EV/EBITDA европейских аналогов составляет примерно 6.6), мы несколько удивлены тем, что "Северсталь" платит высокую цену за покупку активов у заинтересованной стороны.

Мы считаем сделку частью мероприятий по подготовке к листингу на LSE, запланированному на IV квартал 2006 года. По сообщению "Интерфакса", "Северсталь" может разместить свои акции на LSE в конце октября или начале ноября. В результате размещения 10% акций компания планирует привлечь до \$1.5 млрд. Однако мы сомневаемся, что консолидации Lucchini будет достаточно для того, чтобы рынок был готов покупать акции по цене \$15.

Мы предвидим два варианта развития событий. Во-первых, "Северсталь" может отложить размещение до тех пор, пока не сумеет доказать, что ее акции заслуживают премии. Это означает, что инвесторам придется дождаться публикации компанией результатов III квартала или второго полугодия этого года, которые могут продемонстрировать повышение прибыли. Во-вторых, "Северсталь" может осуществить размещение, но по меньшей цене.

Предварительный обзор допэмиссии акций

"Северсталь" 14 сентября объявила о том, что планирует выпустить 85 млн. новых акций. Компания может также разместить дополнительно 15 млн. акций, принадлежащих Алексею Мордашову, владеющему 90% акций компании. Если произойдут оба этих события, то количество акций компании в свободном обращении может повыситься примерно на 10%, что примерно соответствует ожиданиям рынка. В настоящее время количество выпущенных акций составляет 930.8 млн. Мы не думаем, что рынок готов платить за акции "Северстали" больше \$14 за акцию.

В 2009-2011 годах ожидается постепенное увеличение производства

Мы полагаем, что модернизация доменных печей, ремонт коксовых печей и сталеплавильных цехов позволит "Северстали" к 2008 году повысить мощность российского производства на 1.5 млн. т до 12 млн. т в год. Поэтому мы ожидаем повышения объемов производства компании с 13.6 млн. т в 2005 году до примерно 14.9 млн. т в 2009 году с последующей их стабилизацией в 2011 году. Результаты Lucchini в нашем прогнозе пока не учитываются.

В следующие пять лет "Северсталь" будет постепенно наращивать производство



Источник: данные компании; оценки "Атона"

"МЕЧЕЛ": ПОДТВЕРЖДАЕТ ОРИЕНТАЦИЮ НА УГОЛЬНОЕ ПРОИЗВОДСТВО

"Мечел", похоже, хочет доказать всему миру, что является не сталелитейной, а угледобывающей компанией. Весной этого года компания объявила новые планы капвложений, согласно которым предполагается направить почти 70% совокупного объема затрат на расширение добывающего бизнеса. По прогнозам "Мечела", новые инвестиции позволят к 2010 году повысить объем добычи угля с текущих 16 млн. т в год до 25 млн. т. Сталелитейный бизнес обеспечивает более 70% выручки компании, однако его рентабельность не столь высока, как в угледобывающем сегменте. Мы считаем, что "Мечел" может сохранить свое сталелитейное производство в целях диверсификации, но не исключаем и того, что оно будет продано. В области сталелитейного производства "Мечел" планирует повышать долю дорогой продукции в ассортименте. Компания по-прежнему получает большие выгоды от реализации длинномерного проката на внутреннем рынке.

Стратегия компании по-прежнему включает развитие сталелитейного производства

"Мечел" работает в двух смежных отраслях – сталелитейной и угледобывающей. Предприятия компании расположены в России, Румынии и Литве. "Мечел" владеет двумя грузовыми морскими портами, компанией железнодорожных перевозок и электроэнергетическим предприятием. Добывающая деятельность "Мечела" представлена добычей и реализацией коксующегося и энергетического угля, железной руды и никеля. Компания обеспечивает сырьем свое сталелитейное производство, а также продает большие объемы сырья третьим сторонам. "Мечел" является вторым в России производителем длинномерного проката и крупнейшим производителем специальных сталей и сплавов.

Новая программа капвложений "Мечела", о которой было объявлено в марте, свидетельствует о том, что компания будет уделять большое внимание добывающим активам. Однако она не собирается игнорировать и металлургическое производство.

Компания будет по-прежнему уделять большое внимание сталелитейному производству

"Мечел" планирует сфокусироваться на развитии добывающей деятельности, но в то же время планирует уделять внимание и сталелитейному производству. Компания планирует направлять деньги, полученные от добывающей деятельности, на финансирование капвложений в области металлургии. Металлургический сегмент в 2005 году обеспечил 71% выручки предприятия, но лишь 36% EBITDA.

Компания уделяет большое внимание сокращению затрат, поскольку ее рентабельность недостаточно высокая для того, чтобы обеспечить приемлемую премию в оценке. Мы считаем, что после улучшения показателей металлургического сегмента за счет капвложений "Мечел" может его продать, однако пока операционные результаты компании ниже, чем у конкурентов, из-за высоких затрат. В частности, рентабельность EBITDA сталелитейного производства "Мечела" является одной из самых низких в группе аналогов (10% в 2005 году). "Мечел" планирует инвестировать в металлургический сегмент \$350 млн., что свидетельствует о твердом намерении добиться повышения рентабельности.

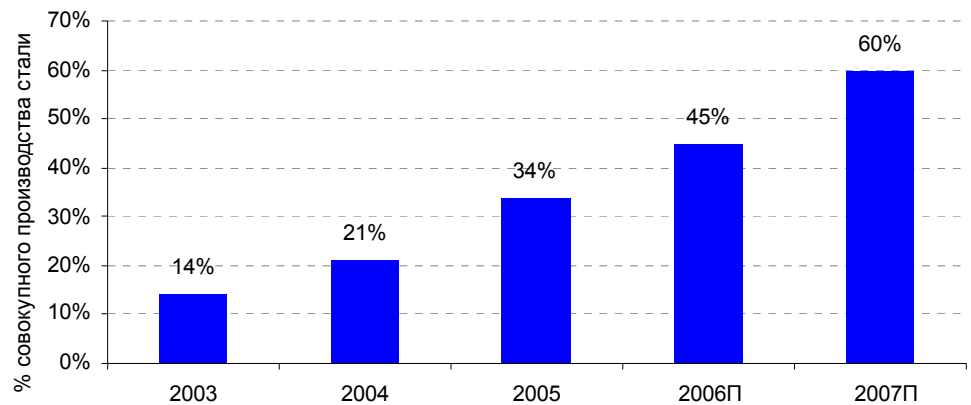
Строительство агломерационной фабрики

Компания планирует построить агломерационную фабрику для увеличения мощности с 3.0 млн. т до 7.5 млн. т и повышения обеспеченности агломератом из собственных источников до 90%. Это позволит компании экономить на затратах ежегодно примерно \$35 млн.

Непрерывное литье

Часть капвложений "Мечел" планирует направить на повышение доли производства стали методом непрерывного литья (по нашим оценкам, в 2007 году 60% стали будет производиться методом непрерывного литья). По данным компании, проект позволит снизить затраты сырья на 8-10%, уменьшить потребление электроэнергии и повысить производительность примерно на 20%. По оценкам "Мечела", себестоимость реализации продукции в металлургическом сегменте в 2007-2008 годы снизится. Компания заявляет, что производство с помощью установок Concast не может превышать 70% от общего объема производства, поскольку этот метод не подходит для выпуска некоторых дорогих видов продукции.

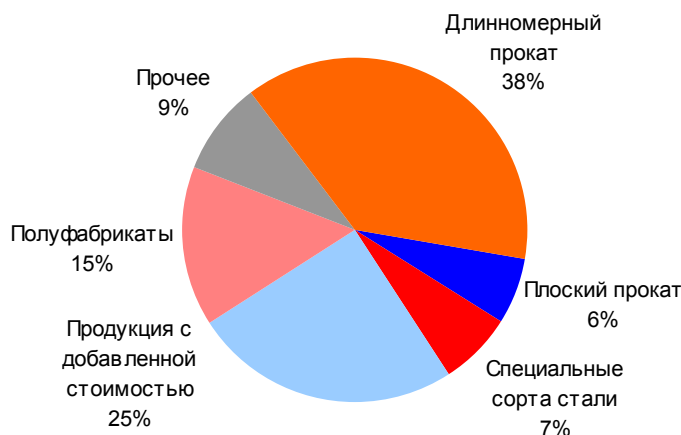
В 2007 году доля выпуска стали с помощью установок Concast повысится до 60%



Источник: данные компании

Одной из основных задач "Мечела" в области металлургии является повышение выпуска дорогой продукции и увеличение рыночной доли на внутреннем рынке. В I квартале этого года компания реализовала 60% стальной продукции в России и СНГ. В дальнейшем этот показатель планируется увеличить. Рост спроса на продукцию металлургического производства обусловлен строительным бумом, который, по прогнозам "Мечела", продлится еще минимум пять лет (возможно, и более десяти лет).

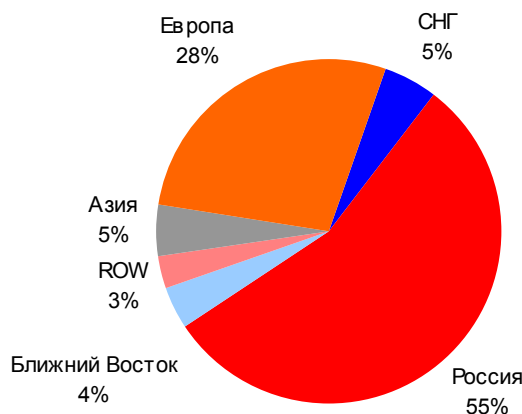
Выручка металлургического сегмента в I квартале 2006 года составила \$564 млн., 25% пришлось на дорогие виды продукции



Источник: данные компании

Одна из причин, заставляющих компанию уделять большое внимание внутреннему рынку, состоит в том, что цены на специальные сорта стали в России на 100% выше по сравнению с экспортными ценами.

Реализация на внутреннем рынке обеспечила 60% выручки сталелитейного производства в I квартале



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Румынские заводы могут быть проданы

Мы полагаем, что "Мечел" может также продать свои румынские заводы. В Румынии "Мечел" владеет двумя заводами (Mechel Targoviste и Mechel Campia Turzii), которые являются нерентабельными, в основном из-за необходимости закупать сырье у третьих сторон и высоких затрат на оплату труда. "Мечел" прогнозирует повышение затрат на энергоносители в Румынии, что приведет к еще большему ухудшению положения этих предприятий. По информации компании, цена природного газа в Румынии в 2005 году повысилась примерно на 45%.

В 2005 году завод Targoviste произвел 441 800 т необработанной стали и 334 170 т проката. Завод Campia Turzii произвел 274 920 т необработанной стали, 139180 т проката и 78 310 т металлических изделий.

Мы считаем, что решение о продаже этих заводов будет целесообразным для "Мечела", и полагаем, что компания получит выгоды от реализации румынских активов, если сумеет найти на них покупателя.

Источником роста компании является добывающий сегмент

Уголь

К 2010 году "Мечел" планирует повысить добычу угля с текущих 15.7 млн. т до 25 млн. т в год., для чего понадобится разработать новые рудники и модернизировать существующие. Компания уверена, что сможет выполнить поставленные задачи. В 2004-2005 годы "Мечел" приобрел запасы угля в размере около 1.3 млрд. т. В зависимости от рыночной ситуации компания планирует использовать эти запасы для выпуска коксующегося или энергетического угля. Мы ожидаем повышения спроса на энергетический уголь в ближайшие годы в связи с приватизацией генерирующих компаний и повышением цен на газ. Поэтому не исключено, что "Мечел" примет решение о повышении производства энергетического угля на базе этих запасов.

В июне компания продавала коксующийся уголь третьим сторонам примерно по \$80/т, энергетический уголь – по \$30-48/т (в зависимости от сорта), а кокс – по \$117/т.

Компания контролирует Посъетский грузовой порт (Приморский край), через который добываемый уголь отправляется в Азию (Япония).

"Мечел" владеет 25% плюс одна акция "Якутугля", единственного в России производителя твердого коксующегося угля (ТКУ). Смещение ТКУ с другими видами коксующегося угля позволяет компании продавать смесь по более высоким ценам. "Мечел" надеется купить еще 25% акций "Якутугля" и считает, что правительство, которому принадлежат оставшиеся 75% минус одна акция, готово к продаже и рассматривает "Мечел" в качестве наиболее вероятного покупателя. Компания заплатила за свои акции \$411 млн. (с большой премией), однако следующие 25% надеется купить по более низкой цене.

"Мечел" также интересуется разработкой месторождений энергетического угля в Индии. Эта страна является привлекательным рынком сбытом для "Мечела", и компания уже продает там свою продукцию.

Железная руда

Компания планирует осуществить модернизацию Коршуновского ГОКа для повышения выпуска с 4.5 млн. т в 2005 году до минимум 5 млн. т (по нашим консервативным оценкам, выпуск будет повышен до 4.7 млн. т в год).

Сталелитейным производством в 2005 году было потреблено 5.3 млн. т концентрата железной руды, причем 55% от этого количества было получено из собственных источников.

Никель

"Мечел" является единственным в мире производителем стали, который обладает собственными мощностями по производству никеля. Цены на никель в последние годы резко выросли и, по прогнозам, должны оставаться на достигнутых уровнях в течение следующих двух лет. По нашим прогнозам, цены никеля в 2006-2007 годах будут находиться на уровне \$23149/т.

Повышение цен никеля способствовало росту стоимости компании

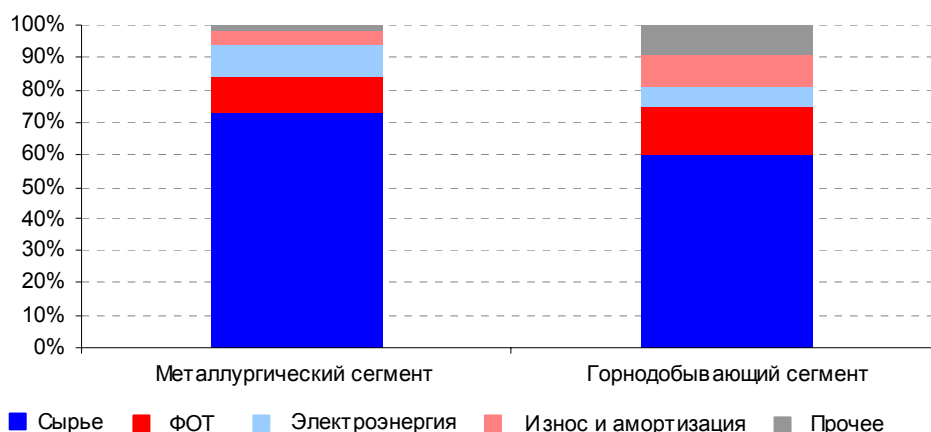
	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	Долго-срочный
Никель, LME спот, \$/т	23,149	23,149	22,046	20,944	16,535	12,125	12,125	9,921
В год. сопост.	57%	0%	-5%	-5%	-21%	-27%	0%	-18%

Источник: оценки "Атона"

"Мечел" полностью обеспечен основными видами сырья из собственных источников

Компания не предоставляет инвесторам информацию о детальной структуре потребляемого сырья, на которое в настоящее время приходится около 73% затрат металлургического сегмента и 60% затрат добывающего сегмента. В дальнейшем мы прогнозируем повышение потребления газа металлургическим производством "Мечела" в связи с увеличением выпуска стали с использованием установок Concast. В обоих сегментах возможно повышение транспортных затрат и расходов на энергоносители. Благодаря внедрению более эффективных методов производства (в основном в металлургическом сегменте) компания надеется сократить численность персонала.

В 2005 году на сырье приходилось 73% затрат металлургического сегмента и 60% затрат добывающего сегмента

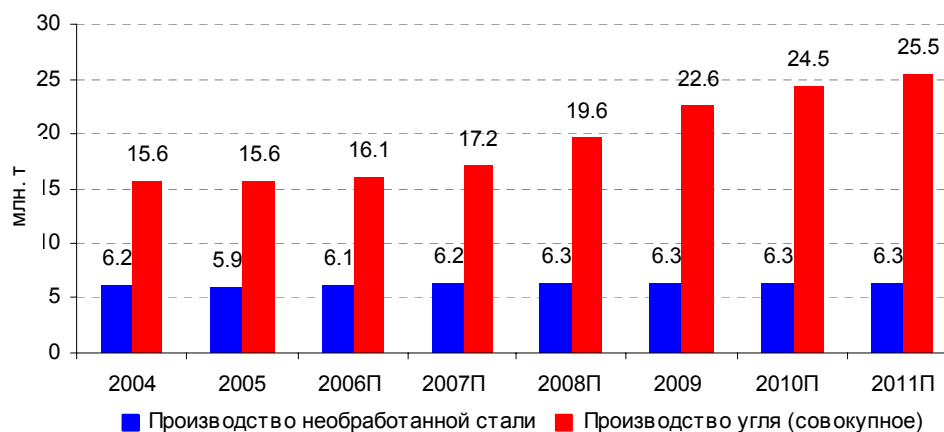


Источник: данные компании

Ожидается повышение добычи угля

Мы полагаем, что в этом и следующем году "Мечел" повысит производство сталелитейного сегмента благодаря строительному буму и высокой рыночной доле в области производства длинномерного проката. Мы также считаем, что "Мечел" выполнит свою цель повышения объемов выпуска в добывающем сегменте и увеличения производства энергетического и коксующегося угля к 2010 году в общей сложности до 25 млн. т.

Производства стали "Мечелом" должно стабилизироваться, а производство угля – вырасти



Источник: данные компании; оценки "Атона"

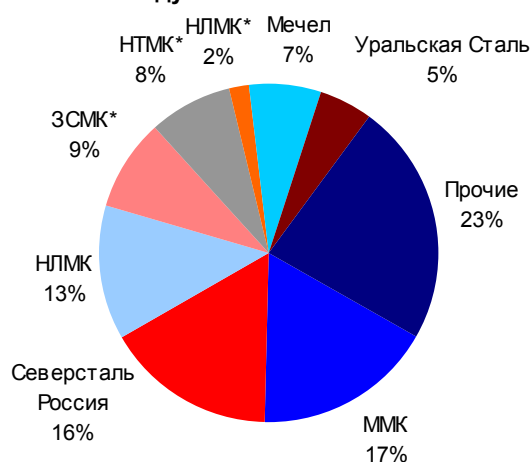
ММК: ВОЗОБНОВЛЕНИЕ АНАЛИТИЧЕСКОГО ОСВЕЩЕНИЯ

Мы возобновляем аналитическое освещение ММК, поскольку считаем, что компания вскоре может вновь привлечь интерес инвесторов благодаря запланированному на 2007 год размещению акций на LSE, которое будет способствовать повышению ликвидности. За последние 15 лет компания модернизировала свои активы и значительно повысила производственную эффективность. В следующие два года ММК планирует изменить ассортимент продукции с повышением доли производства с использованием дуговых сталеплавильных печей и дорогих изделий. Компания по-прежнему сильно зависит от колебаний цен на сырье, будучи единственной из анализируемых нами сталелитейных компаний, не обеспеченной собственным сырьем (железной рудой и коксующимся углем). В случае повышения цен на сырье зависимость компании от внешних поставщиков сырья может стать препятствием для ее развития. Однако в последнее время цены на сырье остаются стабильными.

ММК – крупнейший металлургический комбинат в России

ММК – это крупнейший в России сталелитейный комбинат полного цикла, выпускающий в основном плоский прокат. В 2005 году объем производства составил 11.4 млн. т необработанной стали (примерно 95% от мощности), а проката – 10.2 млн. т (экспорт – 48%). Основными внутренними потребителями продукции ММК являются машиностроительные заводы, производители труб, автомобилестроительные компании и производители металлических изделий. В настоящее время ММК расширяет свое присутствие на Ближнем Востоке и в Азии. Главным недостатком компании, на наш взгляд, является отсутствие собственных источников сырья, что делает ее зависимой от сторонних поставщиков.

ММК: крупнейший металлургический комбинат России; объем производства необработанной стали в 2005 году составил 11.4 млн. т



(* входит в Evraz Group)

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Привлекательные, но низколиквидные бумаги

В настоящее время в свободном обращении находится менее 2% акций ММК. Основными владельцами бумаг являются менеджеры и дочерние предприятия. Акции ММК были выведены из котировочного списка РТС в 2003 году по инициативе компании, но в декабре 2005 года были допущены к торгам в качестве внесписочных бумаг. В июле 2006 года ММК огорчила инвесторов, отказавшись

осуществить размещение 2% акций на ММВБ, объяснив свое решение неблагоприятными рыночными условиями. Однако ММК рассматривает возможность размещения акций на LSE этой осенью или в начале следующего года.

База активов существенно улучшилась

За 2001-2005 годы ММК потратил примерно \$1.6 млрд. на капвложения с целью модернизации и повышения эффективности производства путем замены мартеновских печей конвертерными печами (BOF) и электродуговыми печами (EAF), а также путем увеличения ассортимента дорогой продукции, строительства прокатного стана по выпуску длинномерного проката, модернизации агломерационной фабрики и производства по выпуску коксующегося угля. В настоящее время почти весь объем стали на ММК выпускается при помощи конвертерных печей.

В 2005 году компания направила на капвложения \$562 млн. (рекордный уровень), тогда как годом ранее капвложения составили \$395 млн. Благодаря капвложениям были введены в эксплуатацию два прокатных стана по выпуску длинномерного проката общей мощностью 1.3 млн. т в год. ММК также ввел в эксплуатацию две электродуговые печи мощностью 4 млн. т. в год (взамен мартеновских печей). В этом году ММК планирует ввести в эксплуатацию новую установку по литью слябов, печь-ковш и аффинажное производство.

По прогнозам компании, объем выпуска необработанной стали в этом году составит 11.7 млн. т, а товарной продукции – не менее 10.6 млн. т. Мы полагаем, что объем выпуска необработанной стали к 2013 году может повыситься до 13.5 млн. т (выпуск товарной продукции – 12 млн. т).

В результате технологической модернизации потребление металлолома должно повыситься до 370 кг/т и в 2006 году достичь 3.3 млн. т. Операционные затраты на тонну стали в 2006 году должны снизиться на 5-10% (по сравнению с 2005 годом), а в 2007-2008 годы – повыситься на 10%. Компания также планирует направлять примерно \$400 млн. в год на капвложения минимум до 2010 года.

Самообеспеченность сырьем – надежда умирает последней

В минувшем году в результате разногласий между ММК и основным поставщиком железной руды – казахстанской компанией Соколово-Сарбайское ГОПО (а также с российскими Михайловским и Лебединским ГОКами) – поставки железной руды были приостановлены. В марте 2006 года ММК и казахстанский поставщик урегулировали конфликт и подписали десятилетний контракт на поставку ежегодно 12 млн. т железной руды при условии ежегодного пересмотра цен. Мы считаем это позитивной новостью для компании, однако для преодоления зависимости от внешних поставщиков сырья в долгосрочной перспективе ММК планирует осуществить инвестиции в создание собственных источников железной руды в Белгородской и Орловской областях.

ММК приходится закупать основное сырье у сторонних поставщиков

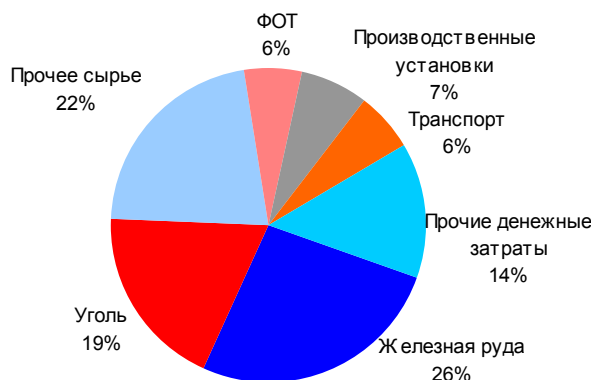
Закупки сырья (тыс. т)	2004	2005
Железная руда	14,556	14,171
Угольный концентрат	7,703	7,682
Ферросплавы и цветные металлы	221	176
Металлолом	1,943	2,401
Огнеупорные материалы	493	973

Источник: данные компании

Благодаря последним мероприятиям по модернизации мощностей ММК вскоре снизит потребление коксующегося угля для производства первичного чугуна на 15%.

Полная экономия от этого, по нашим оценкам, проявится в 2007-2008 годах. Однако из-за увеличения объемов производства стали с использование электродуговых печей ММК увеличит потребление металлолома и электроэнергии, которые она закупает у сторонних поставщиков.

Расходы на сырье в 2005 году составили более 60% совокупных затрат



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Основную выручку компания получает на внутреннем рынке

В 2005 году ММК реализовал 10.2 млн. т стальной продукции (4.9 млн. т – на экспорт). Основными иностранными рынками компании являются Ближний Восток, Китай/страны дальневосточного региона и Европа. В России основными рынками являются Урал и Поволжье. В 2005 году внутренние рынки обеспечили 61% выручки. По данному показателю ММК опережает компании-аналоги.

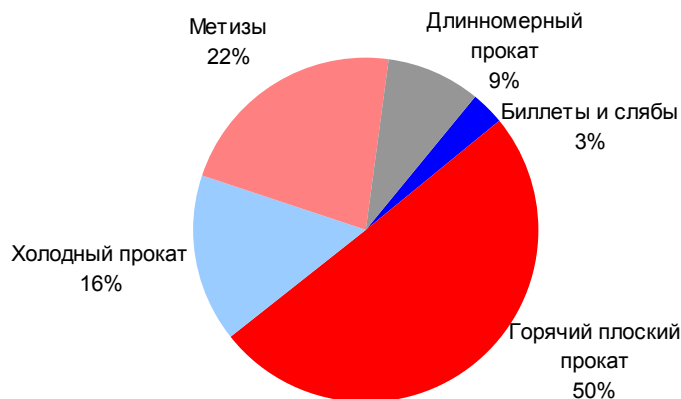
Совокупный объем реализации в 2005 году составил 10.2 млн. т: основными рынками являются Россия и СНГ



Источник: данные компании; оценки "Атона"

Большая часть выпускаемых ММК полуфабрикатов реализуется за рубежом, а большая часть длинномерного проката – в России. Внутри страны ММК продает существенные объемы длинномерного проката и металлических изделий. Хотя компания производит в основном плоский прокат, 43% ее продаж на внутреннем рынке приходится на длинномерный прокат, который необходим для инфраструктурных проектов и строительства. Компания также производит около 0.5 млн. т металлоконструкций (примерно 25% общероссийского потребления).

Основную выручку компания получает от реализации плоского проката: в 2005 году выручка составила \$4.95 млрд.

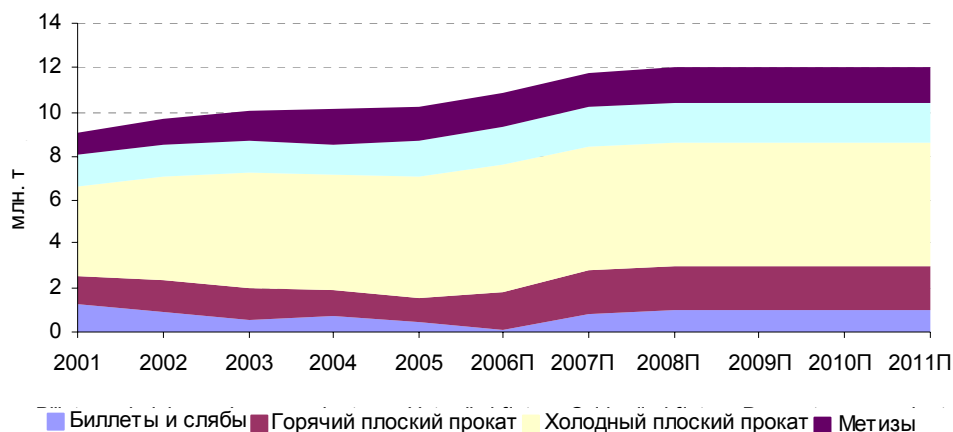


Источник: данные компании; оценки "Атона"

В 2006-2007 годах ожидается повышение объемов производства

Мы полагаем, что в ближайшие два года ММК изменит структуру производства, повысив объем выпуска стали с использованием электродуговых печей и увеличив производство дорогой товарной продукции. По нашим оценкам, в 2006 году компания произведет 10.8 млн. т готовых изделий из стали, а в 2007 году – 11.8 млн. т. В дальнейшем, согласно нашему консервативному прогнозу, производство будет составлять 12 млн. т в год.

В будущем планируется повышение объемов производства дорогой продукции



Источник: данные компании; оценки "Атона"

ФИНАНСОВЫЙ ОБЗОР И ПРОГНОЗЫ

МЫ ПОЛАГАЕМ, ЧТО ПОКАЗАТЕЛИ КОМПАНИЙ В 2006-2007 ГОДЫ БУДУТ СТАБИЛЬНЫМИ

Результаты НЛМК, "Северстали" и ММК за первое полугодие этого года оказались лучше по сравнению со вторым полугодием минувшего года (благодаря повышению цен на сталь), но хуже по сравнению с аналогичным периодом 2005 года. Мы полагаем, что результаты Evraz Group и "Мечела" продемонстрируют аналогичную динамику. В 2006-2007 году результаты ведущих сталелитейных компаний России должны оставаться стабильными или понемногу улучшаться в виду постепенного роста внутреннего и мирового рынка стали. Все компании в следующие пять лет планируют осуществлять капвложения с целью повышения эффективности, рентабельности, объемов производства дорогой и высокорентабельной продукции, а также рассчитывают на увеличение своей рыночной доли, как в России, так и за рубежом.

Результаты первого полугодия этого года свидетельствуют об улучшении ситуации

Результаты первого полугодия были опубликованы "Северсталью", НЛМК и ММК, а "Мечел" обнародовал результаты лишь за I квартал этого года. Все компании продемонстрировали улучшение полугодичных показателей, что обусловлено в основном повышением цен на сталь. Однако в годовом сопоставлении показатели снизились. Это обусловлено повышением затрат в первом полугодии этого года, которое негативно отразилось на рентабельности.

Консолидированная выручка "Северстали" выросла на 5% по сравнению с предыдущим полугодием, а показатель EBITDA снизился на 10% в результате роста цен на энергоносители, металлолом, повышения затрат на оплату труда и транспортных расходов. Чистая прибыль компании резко снизилась в результате больших выплат по налогу на прибыль. Повышение затрат было частично компенсировано снижением цен на уголь и окатыш. Российское сталелитейное производство "Северстали" столкнулось со снижением экспортных цен. При этом внутренний спрос на продукцию компании оказался высоким. Российские добывающие предприятия "Северстали" пострадали от снижения цен на уголь и окатыш и увеличения затрат. Североамериканское предприятие сумело улучшить ассортимент выпускаемой продукции, повысить объем поставок и сдержать рост затрат.

Первое полугодие этого года в целом оказалось лучше по сравнению со вторым полугодием 2005 года, но хуже по сравнению с первым полугодием 2005 года

\$ млн.	1 пг. 05	2 пг. 05	1 пг. 06	1 пг. 06/1 пг. 05	1 пг. 06/2 пг. 05
Северсталь					
Выручка	4,470	4,154	4,377	-2%	5%
Валовая прибыль	1,911	1,409	1,274	-33%	-10%
ЕБИТДА	1,579	1,110	1,104	-30%	-1%
Чистая прибыль*	890	804	423	-52%	-47%
НЛМК					
Выручка	2,377	2,092	2,602	9%	24%
Валовая прибыль	1,209	858	1,153	-5%	34%
ЕБИТДА	1,231	864	993	-19%	15%
Чистая прибыль*	838	547	646	-23%	18%
ММК					
Выручка	2,695	2,685	2,780	3%	4%
Валовая прибыль	951	1,155	969	9%	-7%
ЕБИТДА	817	694	785	-4%	13%
Чистая прибыль*	503	444	588	17%	32%

(*) после корректировки на одновременные статьи

Источник: данные компании

Выручка НЛМК в первом полугодии этого года выросла на 24% по сравнению со вторым полугодием 2005 года благодаря повышению цен на сталь и приобретению компании по производству кокса "Алтай-Кокс" во II квартале этого года. Валовая прибыль выросла на 34%. Учитывая относительно слабые результаты добывающего сегмента, рентабельность ЕБИТДА упала с 52% в первом полугодии 2005 года до 38% в первом полугодии 2006 года. Производственные результаты компании свидетельствуют о повышении выпуска дорогого холодного проката, оцинкованной, окрашенной и электротехнической стали благодаря вводу в эксплуатацию новой установки гальванизации в IV квартале 2005 года. Чистая прибыль после корректировки на продажу 12% акций Лебединского ГОКа в I квартале 2006 года повысилась за квартал на 60% до \$398 млн., а чистая рентабельность увеличилась за квартал на 4.8 п.п. до 26.9%.

Осуществленная НЛМК в марте 2006 года консолидация "КМА Руда" позволила существенно повысить производство железорудного концентрата во II квартале 2006 года, однако в III квартале его выпуск должен снизиться, поскольку "КМА Руда" больше не входит в состав НЛМК. Цена реализации железорудного концентрата во II квартале 2006 года составила \$37/т (на 11% выше по сравнению с предыдущим кварталом, но на 35% ниже по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года). Мы не думаем, что НЛМК серьезно пострадает от изменения цен на сырье, учитывая низкие объемы экспорта добывающего сегмента, а также в связи с тем, что на консолидированном уровне имеет значение только себестоимость производства железной руды.

ММК продемонстрировал повышение выручки как в сопоставлении с аналогичным периодом предыдущего года, так и в сопоставлении с предыдущим полугодием. Рост выручки сопровождался повышением производственных затрат. Показатель ЕБИТДА в первом полугодии вырос на 13% по сравнению со вторым полугодием 2005 года, что, вероятно, свидетельствует о снижении себестоимости реализации. ММК пока не обнародовал всей финансовой отчетности за 2005 год.

Мы полагаем, что Evraz Group и "Мечел" продемонстрируют улучшение показателей за первое полугодие

\$ млн.	1 пг. 05	2 пг. 05	1 пг. 06	1 пг. 06/1 пг. 05	пг. 06/2 пг. 05
Evraz Group					
Выручка	3,632	2,876	3,363	-7%	17%
Валовая прибыль	1,381	967	1,127	-18%	17%
ЕВITDA	1,109	718	894	-19%	25%
Чистая прибыль	612	293	500	-18%	71%
Мечел					
Выручка	2,143	1,662	1,991	-7%	20%
Валовая прибыль	800	536	728	N.A.	N.A.
ЕВITDA	434	249	337	-22%	35%
Чистая прибыль	244	137	199	-18%	45%

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Мы полагаем, что Evraz Group продемонстрирует улучшение финансовых показателей за первое полугодие этого года по сравнению со вторым полугодием минувшего года благодаря повышению цен на сталь, вкладу европейского бизнеса, самообеспеченности сырьем и органическому росту. Результаты компании по РСБУ, обнародованные в августе, свидетельствуют о повышении чистой прибыли за II квартал 2006 года на 66% в квартальном сопоставлении, что в основном обусловлено повышением цен на сталь. Отчет Evraz Group свидетельствует о снижении затрат НТМК примерно на 5% в годовом сопоставлении благодаря техническим новшествам и замене мартеновских печей печами новой конструкции. Это позволило повысить валовую прибыль компании. Чистая прибыль немного снизилась в годовом сопоставлении из-за снижения цен ванадиевого шлака во II квартале 2006 года.

Чистая прибыль ЗСМК по РСБУ во II квартале 2006 года выросла более чем в два раза по сравнению как с I кварталом этого года, так и со II кварталом предыдущего года, что обусловлено повышением цен на сталь и увеличением объема поставок при снижении затрат. По прогнозам ЗСМК, производство стали в 2006 году должно увеличиться примерно на 28% по сравнению с предыдущим годом. Результаты свидетельствуют о том, что объявленные в 2005 году проекты начинают положительно воздействовать на чистую прибыль.

Мы считаем, что результаты основных дочерних предприятий Evraz Group за третий квартал тоже будут хорошими, если цены на сталь и железную руду будут находиться на текущих уровнях.

Мы полагаем, что "Мечел" может продемонстрировать улучшение результатов в первом полугодии этого года благодаря росту цен на сталь и повышению производительности сталелитейного сегмента.

Новые прогнозы отражают прогресс, которого добились компании, и повышение прогноза цен на сталь

Мы полагаем, что рост Evraz Group в ближайшие годы будет обусловлен бумом в строительной отрасли России, увеличением объемов производства продукции дорогого ассортимента и повышения поставок полуфабрикатов и проката на зарубежные рынки. Мы не исключаем повышения интереса инвесторов к компании в связи с тем, что 41% акций Evraz Group теперь принадлежит Millhouse Capital. На наш взгляд, Millhouse Capital рассматривает Evraz Group в качестве платформы для консолидации сталелитейной отрасли России и предпринимает меры для обеспечения развития Evraz Group, как за счет органического роста, так и за счет поглощений. Покупка акций Evraz Group компанией Millhouse Capital подтверждает наше мнение о том, что российская сталелитейная отрасль созрела для консолидации, однако такая консолидация возможна лишь на выгодных условиях и по справедливым ценам.

Мы полагаем, что в долгосрочной перспективе наиболее рентабельным российским производителем стали останется НЛМК. На наш взгляд, расширение компанией ассортимента выпускаемой дорогой продукции (особенно электротехнической стали) вкупе с международной экспансией и большим спросом на ее продукцию со стороны строительной, автостроительной и оборонной промышленности будут способствовать высокой рентабельности. Мы полагаем, что высокой рентабельности EBITDA НЛМК в дальнейшем будут также способствовать недавно объявленные капвложения, которые позволят снизить затраты на энергоносители и повысить операционную эффективность.

Мы считаем, что "Северсталь" в дальнейшем продолжит фокусироваться на производстве дорогой стальной продукции, в том числе плоского проката из углеродистой стали и длинномерного проката (в том числе из специальной стали). Кроме того, компания начнет выпуск новых видов продукции в России и США (в частности, плоского проката). Компания также хочет выйти на новые рынки в России, в частности, на рынок труб большого диаметра, необходимых для нефтегазовой промышленности, и в Европе (дорогая продукция). Прогноз выручки "Северстали" повысился в результате консолидации добывающего сегмента. Мы полагаем, что себестоимость реализации снизится в результате повышения обеспеченности сырьем из собственных источников. Однако чистая прибыль должна пострадать от увеличения амортизации и процентных затрат.

ММК в дальнейшем планирует экспортировать примерно 50% выпускаемой продукции (в основном горячего и холодного листового проката, а также небольшого количества слябов и биллетов). Что касается ближайшей перспективы, то ММК получит выгоды от бума в строительной отрасли России и СНГ за счет повышения цен и увеличения объемов реализации длинномерного проката и металлоизделий продукции. ММК планирует повышать объемы реализации продукции в страны Юго-Восточной Азии и Ближнего Востока, в то время как продажи в Китай должны снизиться в связи с повышением производства в Китае. Компания прогнозирует четырехкратное повышение экспорта длинномерного проката, в то время как экспорт биллетов должен сократиться более чем на 50%.

"Мечел" должен повышать производство угля и к 2010-2011 годам выйти на запланированный объем добычи в 25 млн. т (в 2005 году – 15,6 млн. т). Наши прогнозы были повышены соответствующим образом.

Наши новые прогнозы основаны на новых допущениях и новом прогнозе цен на сталь. Повышение прогнозов выручки всех основных производителей стали в России обусловлено ожидаемым высоким уровнем цен на сталь в 2006-2008 годы.

В связи с ожидаемым повышением затрат наш прогноз EBITDA вырос не столь значительно по сравнению с повышением прогноза выручки.

Наши новые прогнозы отражают пересмотренные оценки будущих цен на сталь и сырье и допущения модели

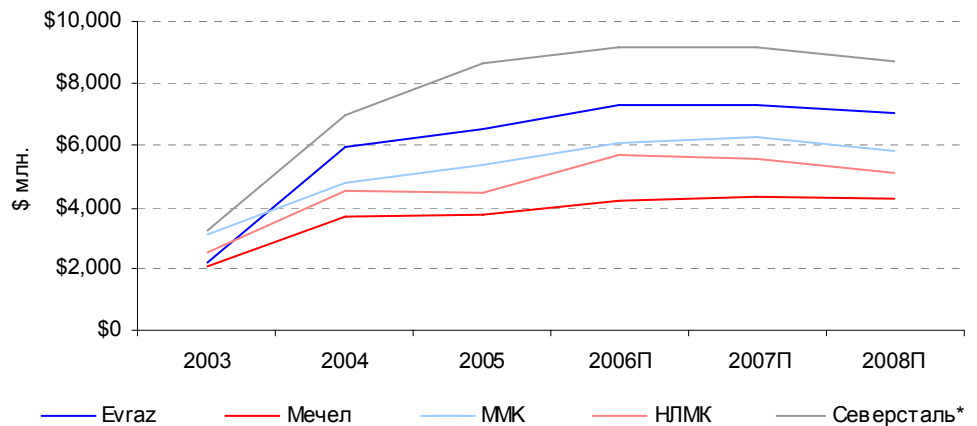
\$ млн.	2005	2006П	в год. сопост.	2007П	в год. сопост.	2008П	в год. сопост.
Выручка							
Evgaz Group	6,508	7,320	12%	7,301	0%	7,082	-3%
Мечел	3,805	4,242	11%	4,340	2%	4,267	-2%
ММК	5,380	6,102	13%	6,268	3%	5,803	-7%
НЛМК	4,469	5,704	28%	5,570	-2%	5,146	-8%
Северсталь	8,624	9,174	6%	9,139	0%	8,741	-4%
EBITDA							
Evgaz Group	1,827	2,069	13%	2,069	0%	1,813	-12%
Мечел	683	813	19%	744	-8%	713	-4%
ММК	1,511	1,878	24%	1,885	0%	1,564	-17%
НЛМК	2,144	2,501	17%	2,319	-7%	1,996	-14%
Северсталь	2,689	2,621	-3%	2,676	2%	2,501	-7%
Чистая прибыль							
Evgaz Group	905	1,198	32%	1,156	-4%	985	-15%
Мечел	381	474	24%	419	-12%	398	-5%
ММК	947	1,248	32%	1,242	-1%	990	-20%
НЛМК	1,382	1,570	14%	1,450	-8%	1,193	-18%
Северсталь	1,694	1,220	-28%	1,304	7%	1,172	-10%

Источник: оценки "Атона"

Высокий прогноз выручки в 2007 году

Производственные результаты всех освещаемых нами компаний в первом полугодии 2006 года оказались удачными, что обусловлено в основном повышением их эффективности и увеличением объемов производства благодаря высокому спросу и ценам. Мы полагаем, что в этом году российские сталелитейные предприятия получат более высокую выручку по сравнению с предыдущим годом. В 2007-2008 годы мы ожидаем небольшого снижения выручки в связи с ослаблением конъюнктуры рынка (дополнительную информацию см. в Приложении).

В 2006 году выручка должна повыситься, а в 2007-2008 стабилизироваться



(* показатели "Северстали" за 2003 год не включают результатов добывающего сегмента)

Источник: данные компании; оценки "Атона"

Мы ожидаем повышения выручки Evraz Group в 2006 году по сравнению с предыдущим годом благодаря поглощению Palini e Bertoli и Vitkovice Steel и повышению цен на длинномерный прокат. Росту выручки в 2006 году будут способствовать высокие цены внутреннего рынка на арматуру и двутавровые балки и восстановление экспортных цен на биллеты и слябы.

Выручка "Мечела" в следующие два года должна повышаться благодаря увеличению поставок коксуемого и энергетического угля и сохранения высоких цен на эти виды сырья. Росту выручки в этом году должна способствовать высокая ценовая конъюнктура рынка стали, а спрос на никель будет способствовать повышению выручки в 2006-2007 годах.

Мы прогнозируем повышение выручки ММК в 2006-2007 годах благодаря увеличению доли выпуска дорогой продукции (горячего и холодного проката). Специализация ММК на внутреннем рынке обеспечивает компании дополнительный потенциал роста выручки (благодаря высокой рентабельности). Мы прогнозируем рост цен горячего листового проката в России, хотя темпы роста будут отставать от темпов удорожания длинномерного проката.

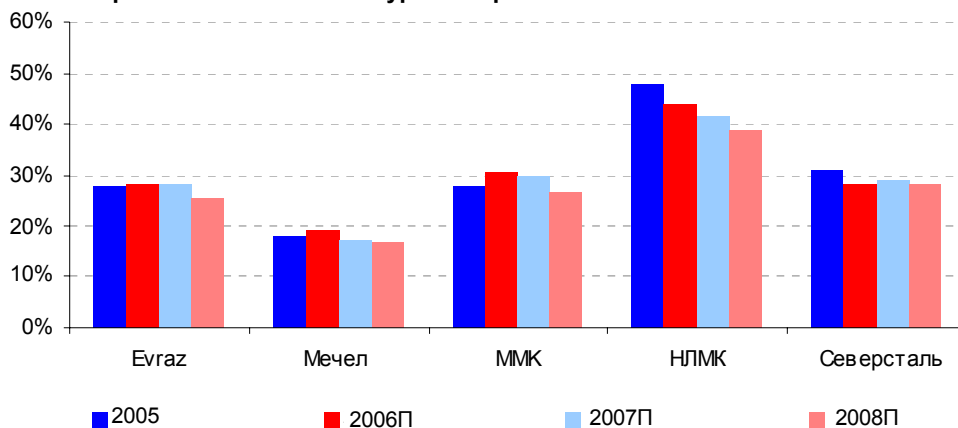
Мы ожидаем небольшого повышения объемов производства НЛМК в 2006 году по сравнению с 2005 годом и считаем, что в 2007 году выручка компании будет определяться недавно поглощенными компаниями DanSteel и "ВИЗ-Сталь" и добывающими активами ("Алтай-Кокс"). По прогнозам компании, цены должны оставаться высокими в течение всего 2006 года благодаря повышению мировой конъюнктуры рынков сырья и энергоносителей, а также дефициту плоского проката.

Выручка "Северстали" в 2006 году должна повыситься по сравнению с 2005 годом и остаться на достигнутом уровне в 2007 году. Повышению объемов производства в России будет способствовать ввод в эксплуатацию Ижорского трубного завода и "Севергала". Мы не учли в нашей модели поглощение компании Lucchini.

Затраты могут возрасти, несмотря на вертикальную интеграцию

С 2008 года мы ожидаем понижения рентабельности EBITDA основных российских сталелитейных компаний в связи с увеличением затрат и стабилизацией цен на сталь. Однако мы не ожидаем резкого падения рентабельности. Поддержанию рентабельности должно способствовать повышение капвложений, направленных на углубление вертикальной интеграции, строительство генерирующих мощностей, повышение производительности труда, технологические ноу-хау и расширение спектра дорогой продукции. Мы полагаем, что вертикально интегрированные предприятия, такие как Evraz Group, НЛМК и "Северсталь", будут характеризоваться более стабильной рентабельностью по сравнению с ММК, который по-прежнему страдает от колебаний цен на сырье.

НЛМК сохранит самый высокий уровень рентабельности EBITDA

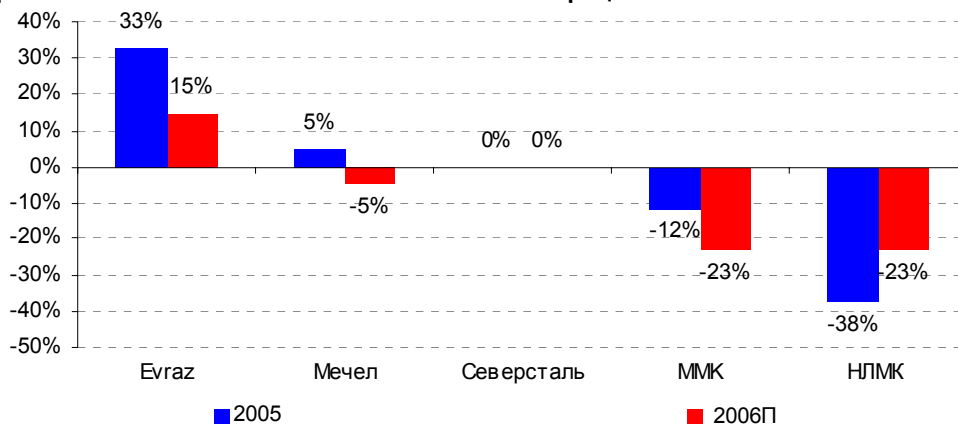


Источник: данные компании; оценки "Атона"

Ликвидность: денежные потоки будут высокими

Российские сталелитейные предприятия генерируют большие денежные потоки. Поэтому мы полагаем, что все компании, кроме Evraz Group, к концу этого года полностью погасят свою задолженность. Денежные потоки компаний будут расходоваться, в первую очередь, на капвложения и дивиденды. Поэтому мы не ожидаем выпуска компаниями долговых обязательств или акций в ближайшее время (если только это не будет обусловлено крупными поглощениями или обменом активов).

В 2006 году соотношение чистого долга к акционерному капиталу большинства российских сталелитейных компаний станет отрицательным



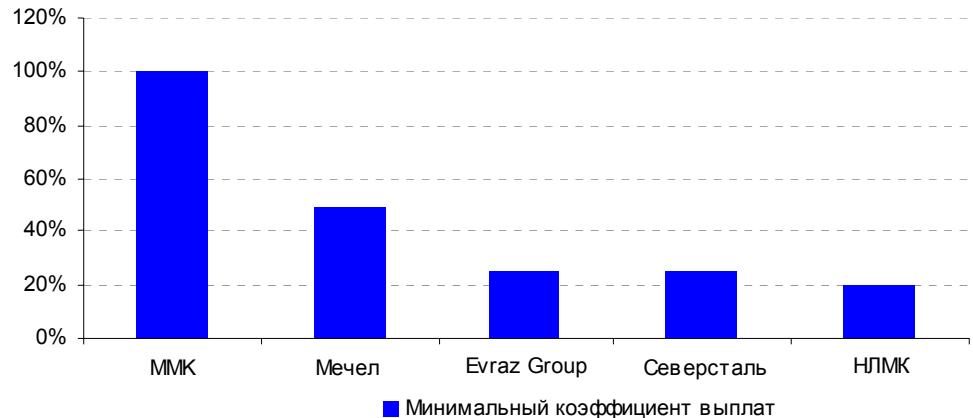
Источник: данные компании; оценки "Атона"

Компании продолжают выплачивать высокие дивиденды

Как мы уже упоминали, все освещаемые нами компании генерируют большие денежные потоки. Действующая дивидендная политика большинства компаний

предполагает выплату в дальнейшем щедрых дивидендов. Средняя текущая дивидендная доходность анализируемых нами компаний составляет около 7%.

Все российские сталелитейные компании в настоящее время выплачивают щедрые дивиденды



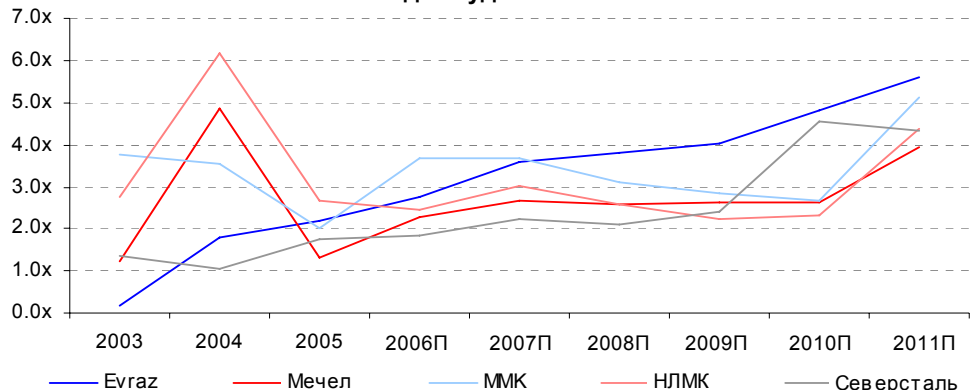
Источник: данные компании; оценки "Атона"

В 2006-2010 годы объем капвложений останется высоким

Все анализируемые нами компании обнародовали информацию о планах капвложений в ближайшие пять-шесть лет. Примерно треть от общего объема капвложений они планируют направлять на повышение эффективности. Капвложения **Evraz Group** в следующие шесть лет могут достичь \$2.2 млрд., причем наибольший объем средств планируется направить на повышение эффективности сталелитейного сегмента.

"Мечел" объявил о том, что до 2010 года планирует осуществить капвложения в объеме \$1.1 млрд. и направить \$750 млн. от этой суммы на развитие добывающего сегмента. **ММК** планирует до 2010 года направить на капвложения около \$400 млн. с целью повышения производства дорогих видов продукции и углубления вертикальной интеграции. **НЛМК** объявил о начале второго этапа технической модернизации, стоимость которого в период 2007-2011 годов составит примерно \$4.4 млрд., причем большая часть средств будет направлена на повышение производства необработанной стали на 40%, а также на развитие мощностей по добыче железной руды и коксующегося угля с целью повышения обеспеченности основными видами сырья из собственных источников до 100% и увеличения объемов производства плоского проката. Однако мы придерживаемся более консервативных прогнозов капвложений этой компании и не учитываем планируемое повышение выпуска необработанной стали на 40% в нашей модели. Мы считаем, что капвложения **"Северстали"** в 2006-2011 годах составят \$4.7 млрд. и будут направлены, главным образом, на развитие недавно купленных компаний (в том числе в Северной Америке) и добывающей деятельности, а также на повышение выпуска дорогих видов продукции.

По нашим прогнозам, среднее соотношение операционный денежный поток/капвложения в 2006-2011 годах будет составлять 3.1



Источник: данные компании; оценки "Атона"

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

СТАЛЕЛИТЕЙНЫЕ КОМПАНИИ ПОЛНОСТЬЮ ОЦЕНЕНЫ

Согласно нашей модели DCF, Evraz Group, ММК, НЛМК и "Северсталь" полностью оценены, а "Мечел" обладает потенциалом роста. Большинство российских сталелитейных предприятий представляются нам полностью оцененными на основе модели DCF и сравнительной оценки, причем наш сравнительный анализ стоимости свидетельствует о том, что стоимость российских компаний примерно равна стоимости аналогов из развитых стран.

Оценка на основе DCF: "Мечел" недооценен

Мы внесли следующие изменения в нашу модель DCF анализируемых нами российских сталелитейных компаний:

- Мы рассчитываем прогнозируемую цену на конец 2007 года, поскольку до конца текущего года осталось лишь три месяца. Поэтому инвестиционный горизонт в 15 месяцев представляется более обоснованным.
- Мы повысили базовую стоимость акционерного капитала в России с 11.5% до 11.8% в связи со снижением прогноза безрисковой ставки (ее среднее значение за последние пять лет теперь составляет 5.2%, тогда как на момент публикации нашего последнего отчета о стратегии инвестиций в акции оно было равно 5.5%) и повышением волатильности российского рынка в ходе коррекции с мая по июнь.

Базовая стоимость акционерного капитала увеличена на 30 б.п. до 11.8%

Предположение	Предыдущий	Текущий	Комментарий
Долгосрочная безрисковая ставка, %	5.5	5.2	На основе доходности долгосрочных US Treasures за 5 лет
Премия за риск инвестиций в Россию, %	1.0	1.0	На основе спреда долгосрочных российских еврооблигаций и US Treasures (на конец 2007)
Безрисковая ставка в России, %	6.5	6.2	Снижена на 30 б.п.
Стандартная премия за акции, %	4.0	4.0	Историческая разница в доходности акций и облигаций
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.25	1.40	Усиления волатильности индекса РТС в 2006 году; средняя стандартная девиация в 1001-2006 годах – 1.4%
Премия за риск инвестиций в российские акции, %	5.0	5.6	Увеличена на 60 б.п.
Стоимость акционерного капитала, %	11.5	11.8	Увеличена на 30 б.п.

Источник: оценки "Атона"

Как мы упоминали в недавно обнародованном отчете о стратегии инвестиций в акции ("*Покупаем российский экономический рост*" от 11 сентября 2006 года), волатильность РТС, измеряемая как скользящая средняя девиация индекса РТС за 30 дней, в последние пять лет составляла в среднем 1.4%, тогда как на развитых рынках этот показатель был равен примерно 1%. В связи с этим мы повысили коэффициент повышенной волатильности РТС с 1.25 до 1.4.

Помимо нашего стандартного расчета стоимости акционерного капитала мы использовали прогнозируемый коэффициент beta без учета долга на уровне 1.0 для

оценки Evraz Group, "Мечела", НЛМК и "Северстали" и на уровне 1.75 – для оценки ММК. Эти допущения основаны на ликвидности акций и нашем представлении о рискованности вложений в эти активы по сравнению с другими бумагами российского рынка. Коэффициент beta без учета долга у ММК выше, чем у других компаний, в связи с очень низкой ликвидностью акций предприятия.

Показатель стоимости акционерного капитала оказался самым низким у "Мечела". Это обусловлено тем, что акции компании торгуются на NYSE и отличаются высокой ликвидностью. В связи с этим принятый нами коэффициент beta компании тоже ниже, чем у аналогов.

Основные допущения в отношении WACC и оценки стоимости: наиболее высоким показатель WACC является у ММК

	Evraz	Мечел	ММК	НЛМК	Северсталь
Остаточные темпы роста	0%	0%	0%	0%	0%
Стоимость акционерного капитала	13.6%	12.5%	16.7%	11.8%	12.6%
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Прогнозируемый коэффициент beta	1.0	1.0	1.75	1.0	1.0
Стоимость обслуживания долга (после налогообложения)	5.3%	5.3%	6.1%	6.1%	6.1%
WACC	11.1%	11.5%	15.8%	11.8%	11.6%

Источник: оценки "Атона"

Мы оценили стоимость долга компаний после налогообложения на основе финансовой отчетности за 2005 год и стандартной ставки налога на прибыль в размере 24%. Придерживаясь консервативного подхода, мы приняли остаточные темпы роста всех компаний равными нулю.

Исходя из нашего анализа на основе DCF, единственной недооцененной компанией, по нашему мнению, является "Мечел" (полный расчет стоимости на основе DCF см. в Приложении).

Прогнозируемая стоимость на основе анализа DCF: рекомендации "Покупать" заслуживает только "Мечел"

	Цена, \$ 25 сен.	FV, \$ (кон.-2007)	Потенциал роста	Рекомендация	Рын. кап. \$ млн.	EV/EBITDA		P/E		P/BV X	LTM div. yield, %
						2006П	2007П	2006П	2007П		
Evraz	23.0	24.3	5.7%	Держать	8,066	5.1	4.8	6.9	6.8	2.9	4.3
ММК	0.65	0.72	10.8%	Держать	6,910	3.4	3.4	5.5	5.6	2.2	11.5
Мечел	19.9	25.3	27.1%	Покупать	2,764	3.7	4.1	5.7	6.8	1.2	7.0
НЛМК	1.91	2.18	14.1%	Держать	11,447	4.1	4.7	6.1	8.4	1.9	6.9
Северсталь	11.5	13.7	19.1%	Держать	10,704	4.2	4.1	8.8	8.0	1.2	3.3
Среднее						4.1	4.2	6.6	7.1	1.9	6.6

Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

Сравнительная оценка стоимости: показатели соответствуют аналогам развивающихся рынков

Российские сталелитейные компании торгуются на уровне аналогов развивающихся рынков, но немного ниже стоимости сопоставимых предприятий развитых стран, что, на наш взгляд, обусловлено дисконтированием стоимости многих российских компаний в связи с политическими, валютными, экономическими и другими рисками (которые в последние годы заметно снизились). Исходя из прогнозируемых нами коэффициентов EV/EBITDA 2007П, наиболее привлекательными нам представляются акции "Мечела". Этот вывод подтверждается и нашим анализом DCF. Акции ММК тоже представляются недорогими, если исходить из прогнозируемых финансовых коэффициентов, однако это обусловлено в основном их низкой ликвидностью. Когда инвесторы получают уверенность в том, что количество акций ММК в свободном обращении увеличится, их котировки, скорее всего, вырастут.

Российские акции торгуются на одном уровне с аналогами развивающихся рынков, но немного ниже сопоставимых компаний развивающихся стран

	Цена, \$ 25 сен.	Рын. кап. \$ млн.	EV \$ млн.	EV/EBITDA ³		P/E ^{2,3}		P/BV x	ROCE %
				2006Г	2007Г	2006Г	2007Г		
Россия¹									
Evgaz	23.00	8,066	9,922	5.1	4.8	6.9	6.8	2.9	26.4
ММК	0.65	6,910	6,422	3.4	3.4	5.5	5.6	2.2	21.3
Мечел	19.91	2,764	3,015	3.7	4.1	5.7	6.8	1.2	21.0
НЛМК	1.91	11,447	10,325	4.1	4.7	6.1	8.4	1.9	30.2
Северсталь	11.50	10,704	11,007	4.2	4.1	8.8	8.0	1.2	26.8
Среднее				4.1	4.2	6.6	7.1	1.9	25.1
Европа – среднее				4.8	4.9	8.8	9.1	1.6	17.7
Южная Америка – среднее				4.8	4.5	6.9	6.0	1.7	24.6
Ближний Восток – среднее				N.A.	N.A.	17.9	N.A.	5.8	14.5
Азия (без учета Японии) – среднее				6.6	5.9	8.2	6.8	0.9	10.5
Япония – среднее				6.2	6.2	9.5	12.0	1.5	10.2
Индия – среднее				4.6	3.6	6.0	4.5	1.8	17.9
Северная Америка – среднее				5.5	5.3	8.3	7.9	1.9	19.1
Африка – среднее				3.9	4.2	N.A.	N.A.	6.3	21.8
Австралия – среднее				6.8	6.6	10.3	9.8	1.6	10.7
Развивающиеся рынки – среднее				5.0	4.6	9.7	5.8	3.3	17.9
Развитые рынки – среднее				5.8	5.7	9.2	9.7	1.7	14.4
Мировой рынок – среднее				5.4	5.2	9.5	7.7	2.5	16.1

⁽¹⁾ прогнозируемая стоимость, рекомендации и прогноз выручки Evgaz Group, "Мечела", ММК, НЛМК и "Северстали" – по оценкам "Атона"; все остальные показатели – по данным Bloomberg и First Call.

⁽²⁾ Все данные EPS базируются на непрерывной деятельности и не включают единовременные отчисления или доходы.

⁽³⁾ Мы не принимаем во внимание коэффициенты P/E и EV/EBITDA ниже 0 и выше 70.

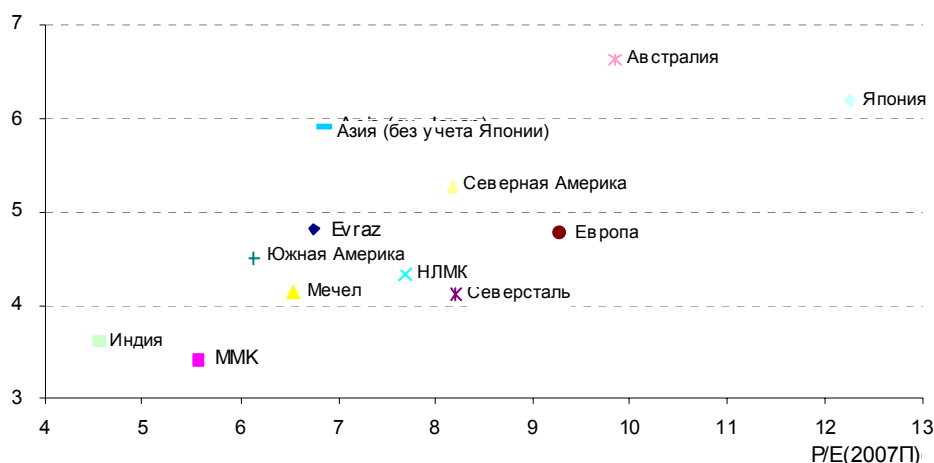
Источник: Bloomberg; данные компании; оценки "Атона"

Исходя из коэффициентов P/E и EV/EBITDA, российские компании торгуются примерно на таком же уровне, как южно-африканские предприятия. Это обусловлено тем, что южно-африканские компании меньше зависят от колебаний цен на железную руду благодаря близости к поставщикам. Однако по мере улучшения экономической и политической ситуации в России и снижения премии за страновой риск, финансовые коэффициенты российских сталелитейных предприятий будут приближаться к показателям европейских и американских компаний. Анализируемые нами российские компании (за исключением ММК) в последние годы повысили степень вертикальной интеграции, что способствовало дополнительному повышению их стоимости. Наиболее дорогими сталелитейными компаниями в мире являются японские и австралийские предприятия, а наиболее дешевыми – индийские.

Исходя из коэффициентов P/E, самой дорогой из российских сталелитейных компаний является "Северсталь", а исходя из коэффициентов EV/EBITDA – Evgaz Group. "Мечел" представляется привлекательным в связи низким уровнем прогнозируемых коэффициентов, а ММК торгуется с большим дисконтом к аналогам в связи с низкой ликвидностью акций, которые являются недооцененными, несмотря на недавнюю модернизацию производственных мощностей.

Стоимость российских компаний примерно соответствует показателям южноамериканских аналогов

EV/EBITDA (2007Г)



Источник: данные компании; Bloomberg; оценки "Атона"

ПРИЛОЖЕНИЕ

EVRAZ GROUP

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн.	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупная выручка	2,168	5,933	6,508	7,320	7,301	7,082	6,812	6,611
Себестоимость реализации	-1,490	-3,318	-3,917	-4,343	-4,411	-4,468	-4,325	-4,204
Валовая прибыль	678	2,615	2,591	2,977	2,889	2,615	2,487	2,407
Коммерческие и административные затраты	-193	-539	-658	-778	-711	-695	-684	-630
Налоги, кроме налога на прибыль								
Прочие операционные затраты	-30	-71	-106	-130	-110	-106	-102	-99
ЕВITDA	455	2,005	1,827	2,069	2,069	1,813	1,701	1,677
Амортизация	146	196	243	337	354	357	356	353
Операционная прибыль	309	1,809	1,584	1,732	1,714	1,456	1,346	1,324
Чистые процентные расходы	-46	-96	-127	-116	-102	-94	-74	-58
Прочие доходы/расходы	38	-19	62	136	78	78	78	78
Балансовая прибыль	302	1,694	1,519	1,751	1,690	1,440	1,350	1,344
Налог на прибыль	-75	-377	-476	-490	-473	-403	-378	-376
Доли миноритариев	-48	-165	-137	-63	-61	-52	-49	-48
Чистая прибыль	179	1,152	905	1,198	1,156	985	923	919
Скорректированная чистая прибыль	179	1,152	905	1,198	1,156	985	923	919

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

\$ млн.	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Чистая прибыль	179	1,152	905	1,198	1,156	985	923	919
Амортизация	-146	-196	-243	-337	-354	-357	-356	-353
Изменение рабочего капитала	0	-799	163	85	69	-37	-20	12
Прочее	10	791	671	713	746	747	741	755
Операционный денежный поток	43	946	1,496	1,659	1,617	1,337	1,289	1,333
Капвложения	-219	-530	-688	-600	-450	-352	-320	-275
Корректировки	-90	-334	-1,127	0	0	0	0	0
Прочее	-50	48	50	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-359	-817	-1,764	-600	-450	-352	-320	-275
Изменение суммы долга	0	643	1,032	-829	-117	-127	-426	-40
Дивиденды	0	-56	-535	-158	-299	-289	-246	-231
Прочее	462	-624	121	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	462	-36	618	-987	-417	-416	-672	-271

БАЛАНС

\$ млн.	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Денежные средства и эквиваленты	272	327	684	756	1,506	2,075	2,372	3,159
Товарно-материальные запасы	484	808	964	956	927	941	910	886
Дебиторская задолженность	239	383	465	548	478	470	473	459
Прочие текущие активы	192	477	531	531	531	531	531	531
Всего текущие активы	1,188	1,995	2,644	2,791	3,442	4,017	4,286	5,036
Основные фонды	1,001	2,036	3,045	3,308	3,403	3,397	3,361	3,283
Инвестиции	22	205	902	902	902	902	902	902
Прочие долгосрочные активы	21	16	61	61	61	61	61	61
Всего долгосрочные активы	1,044	2,258	4,007	4,270	4,366	4,360	4,324	4,246
Всего активы	2,232	4,253	6,651	7,061	7,808	8,377	8,610	9,281
Краткосрочный долг	228	530	835	381	309	226	145	105
Кредиторская задолженность	509	401	756	888	861	874	845	823
Прочие текущие обязательства	144	205	305	333	330	286	267	264
Всего текущие обязательства	881	1,136	1,896	1,602	1,500	1,386	1,258	1,192
Долгосрочный долг	447	788	1,515	1,140	1,095	1,051	706	706
Прочие долгосрочные обязательства	345	363	355	331	307	287	268	268
Всего долгосрочные обязательства	792	1,151	1,870	1,471	1,402	1,338	974	974
Доли миноритариев	193	358	190	253	314	366	414	463
Всего акционерный капитал	367	1,609	2,695	3,735	4,591	5,287	5,964	6,653
Всего обязательства и акционерный капитал	2,232	4,253	6,651	7,061	7,808	8,377	8,610	9,281

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Модель DCF Evraz Group

\$ млн.	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	7,320	7,301	7,082	6,812	6,611	6,432	6,303	6,146	5,995	5,849	5,706
Операционные затраты	-5,251	-5,232	-5,269	-5,110	-4,933	-4,779	-4,716	-4,695	-4,675	-4,655	-4,636
ЕВITDA	2,069	2,069	1,813	1,701	1,677	1,653	1,587	1,452	1,320	1,193	1,070
Амортизация	-337	-354	-357	-356	-353	-348	-340	-333	-327	-321	-315
Операционная прибыль (ЕВIT)	1,732	1,714	1,456	1,346	1,324	1,305	1,247	1,118	994	872	755
Минус: Налог на прибыль	-416	-411	-349	-323	-318	-313	-299	-268	-238	-209	-181
Минус: Капвложения	-600	-450	-352	-320	-275	-235	-235	-235	-235	-235	-235
Минус: Изменение рабочего капитала	85	69	-37	-20	12	11	0	-11	-10	-10	-10
Плюс: Амортизация	337	354	357	356	353	348	340	333	327	321	315
Свободный денежный поток	1,138	1,277	1,076	1,039	1,097	1,116	1,053	937	836	739	644
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.000	1.111	1.235	1.373	1.525	1.695	1.884	2.094	2.327	2.586
PV будущего свободного денежного потока	1,138	1,277	968	841	799	731	621	498	399	317	249

Совокупная PV будущего свободного денежного потока **7,838**

Расчет остаточной стоимости

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	644
Остаточные темпы роста	0%
Остаточная ставка дисконтирования	11.1%
Остаточная стоимость, \$ млн.	5,783
PV остаточной стоимости, \$ млн.	2,237

Расчет прогнозируемой цены

Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	10,075
Минус: Чистый долг, \$ млн. (конец 2005)	1,666
Минус: Доли миноритариев, \$ млн.	190
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	8,219
Кол-во обыкновенных акций, млн.	113
Кол-во обыкновенных акций на ADR	0.33

Прогнозируемая стоимость обыкновенной акции, \$ **72.9**

Прогнозируемая стоимость ADR, \$ **24.3**

Расчет стоимости акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.2%
Премия за риск инвестиций в Россию	1.0%
Безрисковая ставка в России	6.2%
Стандартная премия за акции	4.0%
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.40
Избыточная доходность рынка	5.6%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.0
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.33
Стоимость акционерного капитала	13.6%

Расчет WACC

Совокупный долг, % капитализации	30.0%
Стоимость обслуживания долга (после налогообложения)	5.3%
Акционерный капитал, % капитализации	70.0%
Стоимость акционерного капитала	13.6%
WACC	11.1%

Расчет прогнозируемого коэффициента beta

Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн. + прив.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент beta
> 100	1.0
10-100	1.25
1-10	1.5
0.1-1	2
< 0.1	3

*на основе объема торгов за 3 месяца (\$)

в РТС, на ММВБ и на рынке ADR

Источник: оценки "Атона"

"МЕЧЕЛ"

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн.	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупная выручка	1,314	2,050	3,636	3,805	4,242	4,340	4,267	4,226	4,156
Себестоимость реализации	-869	-1,338	-2,087	-2,302	-2,422	-2,584	-2,653	-2,687	-2,640
Валовая прибыль	445	712	1,549	1,503	1,820	1,756	1,614	1,538	1,515
Коммерческие и административные затраты	-236	-360	-597	-710	-855	-872	-841	-816	-784
Налоги, кроме налога на прибыль									
Прочие операционные затраты	-41	-57	-64	-110	-152	-140	-60	0	0
ЕВITDA	168	294	889	683	813	744	713	722	731
Амортизация	-79	-102	-138	-168	-169	-174	-178	-183	-188
Операционная прибыль	89	193	751	516	644	571	535	539	543
Чистые процентные расходы	-32	-46	-49	-31	-40	-37	-37	-37	-37
Прочие доходы/расходы	25	26	828	40	31	32	40	32	32
Балансовая прибыль	81	172	1,530	525	635	566	538	535	538
Налог на прибыль	-3	-48	-176	-137	-163	-147	-140	-139	-140
Доли миноритариев	10	19	-12	-7	2	0	0	0	0
Чистая прибыль	89	144	1,343	381	474	419	398	396	398
Корректировки	0	0	-800	0	0	0	0	0	0
Скорректированная чистая прибыль	89	144	543	381	474	419	398	396	398

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

\$ млн.	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Чистая прибыль	89	144	1,343	381	474	419	398	396	398
Амортизация	79	102	138	168	169	174	178	183	188
Изменение рабочего капитала	0	-29	-365	71	88	5	3	-14	31
Прочее	-87	-96	-819	-1	-18	0	0	0	0
Операционный денежный поток	81	119	296	619	713	598	579	565	617
Капвложения	-77	-199	-303	-428	-287	-224	-224	-224	-224
Корректировки	-6	-24	-91	-495	-4	0	0	0	0
Прочее	-5	13	850	-73	2	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-87	-210	456	-995	-289	-224	-224	-224	-224
Изменение суммы долга	-	113	91	-217	26	0	0	0	0
Дивиденды	0	0	-5	-192	-191	-237	-209	-199	-198
Прочее	3	-10	166	102	-15	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	3	103	252	-307	-180	-237	-209	-199	-198

БАЛАНС

\$ млн.	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Денежные средства и эквиваленты	6	19	1,025	312	603	740	886	1,028	1,224
Товарно-материальные запасы	202	362	569	497	549	574	592	597	565
Дебиторская задолженность	251	291	501	492	555	517	519	533	524
Прочие текущие активы	48	40	9	59	26	26	26	26	26
Всего текущие активы	507	712	2,104	1,359	1,733	1,857	2,023	2,184	2,339
Основные фонды	689	889	1,314	1,549	1,746	1,796	1,841	1,882	1,917
Инвестиции	99	68	76	425	454	454	454	454	454
Прочие долгосрочные активы	91	165	185	267	279	279	279	279	279
Всего долгосрочные активы	880	1,122	1,575	2,241	2,479	2,529	2,574	2,615	2,650
Всего активы	1,387	1,835	3,679	3,600	4,211	4,386	4,597	4,799	4,989
Краткосрочный долг	299	342	349	389	405	405	405	405	405
Кредиторская задолженность	271	425	497	482	696	688	711	716	706
Прочие текущие обязательства	86	94	43	98	55	55	55	55	55
Всего текущие обязательства	656	861	889	969	1,155	1,148	1,170	1,175	1,166
Долгосрочный долг	149	219	303	46	56	56	56	56	56
Прочие долгосрочные обязательства	123	122	214	247	258	258	258	258	258
Всего долгосрочные обязательства	272	341	517	292	314	314	314	314	314
Доли миноритариев	181	184	215	128	135	135	135	135	135
Всего акционерный капитал	278	448	2,058	2,210	2,608	2,789	2,978	3,175	3,375
Всего обязательства и акционерный капитал	1,387	1,835	3,679	3,600	4,211	4,386	4,597	4,799	4,989

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Модель DCF "Мечела"

\$ млн.	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	4,242	4,340	4,267	4,226	4,156	4,033	3,980	3,914	3,851	3,790	3,732
Операционные затраты	-3,429	-3,596	-3,554	-3,503	-3,425	-3,296	-3,274	-3,242	-3,215	-3,195	-3,176
ЕБИТДА	813	744	713	722	731	737	705	672	636	596	556
Амортизация	-169	-174	-178	-183	-188	-210	-219	-228	-236	-238	-240
Операционная прибыль (ЕБИТ)	644	571	535	539	543	527	486	444	400	358	316
Минус: Налог на прибыль	-155	-137	-128	-129	-130	-126	-117	-107	-96	-86	-76
Минус: Капвложения	-287	-224	-224	-224	-224	-150	-150	-150	-150	-150	-150
Минус: Изменение рабочего капитала	-375	5	3	-14	31	14	7	8	8	8	8
Плюс: Амортизация	169	174	178	183	188	210	219	228	236	238	240
Свободный денежный поток	-3	389	364	356	408	475	446	424	398	368	338
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.000	1.115	1.243	1.386	1.545	1.722	1.920	2.141	2.387	2.661
PV будущего свободного денежного потока	-3	389	326	286	295	307	259	221	186	154	127

Совокупная PV будущего свободного денежного потока **2,547**

Расчет остаточной стоимости

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	338
Остаточные темпы роста	0%
Остаточная ставка дисконтирования	11.5%
Остаточная стоимость, \$ млн.	2,942
PV остаточной стоимости, \$ млн.	1,106

Расчет прогнозируемой цены

Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	3,653
Минус: Чистый долг, \$ млн. (конец 2005)	123
Минус: Доли миноритариев, \$ млн.	128
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	3,401
Кол-во обыкновенных акций, млн.	403
Кол-во обыкновенных акций на ADR	3.0

Прогнозируемая стоимость обыкновенной акции, \$ **8.44**

Прогнозируемая стоимость ADR, \$ **25.3**

Расчет стоимости акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.2%
Премия за риск инвестиций в Россию	1.0%
Безрисковая ставка в России	6.2%
Стандартная премия за акции	4.0%
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.40
Избыточная доходность рынка	5.6%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.00
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.12
Стоимость акционерного капитала	12.5%

Расчет WACC

Совокупный долг, % капитализации	14.0%
Стоимость обслуживания долга (после налогообложения)	5.3%
Акционерный капитал, % капитализации	86.0%
Стоимость акционерного капитала	12.5%
WACC	11.5%

Расчет прогнозируемого коэффициента beta

Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн. + прив.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент beta
> 100	1.0
10-100	1.25
1-10	1.5
0.1-1	2
< 0.1	3

*на основе объема торгов за 3 месяца (\$)

в РТС, на ММББ и на рынке ADR

Источник: оценки «Атона»

ММК
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн.	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупная выручка	2,065	3,047	4,829	5,380	6,102	6,268	5,803	5,461	5,133
Себестоимость реализации	-1,076	-1,533	-2,543	-3,101	-3,540	-3,671	-3,546	-3,362	-3,150
Валовая прибыль	989	1,514	2,286	2,279	2,561	2,597	2,256	2,099	1,984
Коммерческие и административные затраты	-322	-302	-341	-499	-458	-470	-435	-410	-385
Налоги, кроме налога на прибыль	18	-61	-41	-96	0	0	0	0	0
Прочие операционные затраты									
ЕВITDA	465	1,003	1,735	1,511	1,878	1,885	1,564	1,420	1,317
Амортизация	-220	-148	-169	-173	-226	-242	-257	-270	-282
Операционная прибыль	245	817	1,538	1,323	1,652	1,643	1,308	1,150	1,035
Чистые процентные расходы	-43	-35	4	33	13	13	13	13	13
Прочие доходы/расходы	0	24	79	-39	0	0	0	0	0
Балансовая прибыль	202	806	1,621	1,317	1,664	1,655	1,320	1,162	1,047
Налог на прибыль	-86	-204	-389	-372	-416	-414	-330	-291	-262
Доли миноритариев	-1	6	0	2	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	115	608	1,232	947	1,248	1,242	990	872	786
Корректировки									
Скорректированная чистая прибыль	115	608	1,232	947	1,248	1,242	990	872	786

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

\$ млн.	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Чистая прибыль	115	608	1,232	947	1,248	1,242	990	872	786
Амортизация	220	148	169	173	226	242	257	270	282
Изменение рабочего капитала	0	-245	-428	193	-190	51	63	5	44
Прочее	-123	74	37	-58	0	0	0	0	0
Операционный денежный поток	212	585	1,010	1,255	1,284	1,535	1,310	1,147	1,112
Капвложения	-204	-200	-395	-562	-400	-400	-400	-400	-400
Корректировки	-8	-62	-6	30	0	0	0	0	0
Прочее	69	14	-312	120	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-143	-248	-713	-412	-400	-400	-400	-400	-400
Изменение суммы долга	-	244	636	-596	0	0	0	0	0
Дивиденды	-2	-5	-14	-947	-142	-187	-186	-149	-131
Прочее	72	10	121	-44	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	70	249	743	-1,587	-142	-187	-186	-149	-131

БАЛАНС

\$ млн.	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Денежные средства и эквиваленты	222	824	2,093	1,138	1,880	2,828	3,552	4,150	4,731
Товарно-материальные запасы	231	308	455	568	681	684	665	635	601
Дебиторская задолженность	266	362	757	572	797	746	684	683	642
Прочие текущие активы	11	92	92	51	51	51	51	51	51
Всего текущие активы	730	1,586	3,397	2,329	3,410	4,309	4,952	5,519	6,024
Основные фонды	2,125	1,635	1,883	2,288	2,462	2,620	2,763	2,893	3,011
Инвестиции	1	11	7	90	90	90	90	90	90
Прочие долгосрочные активы	2	35	129	147	147	147	147	147	147
Всего долгосрочные активы	2,128	1,681	2,019	2,525	2,699	2,857	3,000	3,130	3,248
Всего активы	2,858	3,267	5,416	4,854	6,109	7,166	7,952	8,649	9,272
Краткосрочный долг	137	134	847	171	171	171	171	171	171
Кредиторская задолженность	292	301	404	469	618	620	603	576	544
Прочие текущие обязательства	0	0	11	26	26	26	26	26	26
Всего текущие обязательства	429	435	1,262	666	815	817	800	773	741
Долгосрочный долг	218	465	388	468	468	468	468	468	468
Прочие долгосрочные обязательства	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Всего долгосрочные обязательства	250	497	420	500	500	500	500	500	500
Доли миноритариев	50	11	11	11	11	11	11	11	11
Всего акционерный капитал	2,129	2,324	3,723	3,677	4,783	5,838	6,642	7,365	8,020
Всего обязательства и акционерный капитал	2,858	3,267	5,416	4,854	6,109	7,166	7,952	8,649	9,272

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Модель DCF ММК

\$ млн.	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	6,102	6,268	5,803	5,461	5,133	4,860	4,857	4,854	4,851	4,848	4,844
Операционные затраты	-4,224	-4,383	-4,238	-4,041	-3,817	-3,605	-3,644	-3,676	-3,707	-3,739	-3,771
ЕВITDA	1,878	1,885	1,564	1,420	1,317	1,255	1,213	1,177	1,143	1,109	1,074
Амортизация	-226	-242	-257	-270	-282	-286	-274	-258	-244	-230	-218
Операционная прибыль (ЕВIT)	1,652	1,643	1,308	1,150	1,035	969	938	919	900	879	856
Минус: Налог на прибыль	-396	-394	-314	-276	-248	-233	-225	-221	-216	-211	-205
Минус: Капвложения	-400	-400	-400	-400	-400	-200	-100	-100	-100	-100	-100
Минус: Изменение рабочего капитала	-190	51	63	5	44	37	0	0	0	0	0
Плюс: Амортизация	226	242	257	270	282	286	274	258	244	230	218
Свободный денежный поток	891	1,142	914	748	713	860	887	857	827	798	768
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.000	1.158	1.340	1.552	1.797	2.080	2.408	2.788	3.228	3.738
PV будущего свободного денежного потока	891	1,142	789	558	459	478	427	356	297	247	206

Совокупная PV будущего свободного денежного потока **5,850**

Расчет остаточной стоимости

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	768
Остаточные темпы роста	0%
Остаточная ставка дисконтирования	15.8%
Остаточная стоимость, \$ млн.	4,870
PV остаточной стоимости, \$ млн.	1,303

Расчет прогнозируемой цены

Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	7,152
Минус: Чистый долг, \$ млн. (конец 2005)	-499
Минус: Доли миноритариев, \$ млн.	11
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	7,640
Кол-во обыкновенных акций, млн.	10,630

Прогнозируемая стоимость обыкновенной акции, \$ **0.72**

Расчет стоимости акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.2%
Премия за риск инвестиций в Россию	1.0%
Безрисковая ставка в России	6.2%
Стандартная премия за акции	4.0%
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.40
Избыточная доходность рынка	5.6%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.75
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.88
Стоимость акционерного капитала	16.7%
Расчет WACC	
Совокупный долг, % капитализации	9.0%
Стоимость обслуживания долга (после налогообложения)	6.1%
Акционерный капитал, % капитализации	91.0%
Стоимость акционерного капитала	16.7%
WACC	15.8%

Расчет прогнозируемого коэффициента beta

Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн. + прив.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент beta
> 100	1.0
10-100	1.25
1-10	1.5
0.1-1	2
< 0.1	3

*на основе объема торгов за 3 месяца (\$)

в РТС, на ММВБ и на рынке ADR

Источник: оценки "Атона"

НЛМК

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн.	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупная выручка	1,712	2,468	4,539	4,469	5,704	5,570	5,146	4,966	4,823
Себестоимость реализации	-950	-1,293	-1,889	-2,118	-2,743	-2,805	-2,738	-2,763	-2,647
Валовая прибыль	762	1,175	2,650	2,351	2,961	2,764	2,408	2,203	2,176
Коммерческие и административные затраты	-70	-110	-150	-170	-438	-446	-412	-397	-386
Налоги, кроме налога на прибыль	-34	-24	-33	-36	-22	0	0	0	0
Прочие операционные затраты	-34	-24	-33	-36	-22	0	0	0	0
ЕВITDA	658	1,040	2,467	2,144	2,501	2,319	1,996	1,806	1,790
Амортизация	-146	-158	-244	-284	-329	-353	-368	-382	-395
Операционная прибыль	512	882	2,223	1,860	2,172	1,966	1,629	1,424	1,395
Чистые процентные расходы	-3	-7	-12	-15	-22	-22	-22	-22	-22
Прочие доходы/расходы	-42	7	153	61	367	0	0	0	0
Балансовая прибыль	467	882	2,364	1,906	2,517	1,944	1,607	1,402	1,373
Налог на прибыль	-130	-223	-572	-496	-623	-467	-386	-336	-330
Доли миноритариев	1	-2	-19	-29	-26	-28	-28	-28	-28
Чистая прибыль	338	656	1,773	1,382	1,868	1,450	1,193	1,037	1,016
Корректировки	0	0	0	0	-298	0	0	0	0
Скорректированная чистая прибыль	338	656	1,773	1,382	1,570	1,450	1,193	1,037	1,016

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

\$ млн.	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Чистая прибыль	338	656	1,773	1,382	1,868	1,450	1,193	1,037	1,016
Амортизация	146	158	244	284	329	353	368	382	395
Изменение рабочего капитала	0	-141	-199	-146	-305	121	64	-16	22
Прочее	13	-5	-148	-4	-260	28	28	28	28
Операционный денежный поток	497	668	1,669	1,515	1,632	1,951	1,653	1,431	1,461
Капвложения	-154	-239	-269	-573	-667	-640	-640	-640	-640
Корректировки	-7	-188	-186	-43	-12	0	0	0	0
Прочее	-61	18	357	80	-387	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-222	-409	-98	-536	-1,067	-640	-640	-640	-640
Изменение суммы долга	-	0	0	0	159	0	0	0	0
Дивиденды	0	-62	-333	-385	-716	-760	-760	-760	-760
Прочее	-81	103	-693	13	-347	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	-81	41	-1,026	-372	-905	-760	-760	-760	-760

БАЛАНС

\$ млн.	2002	2003	2004	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Денежные средства и эквиваленты	427	910	1,370	1,924	1,704	2,255	2,508	2,539	2,600
Товарно-материальные запасы	211	301	475	502	700	679	662	668	640
Дебиторская задолженность	266	378	589	660	913	793	729	745	723
Прочие текущие активы	40	86	154	217	272	272	272	272	272
Всего текущие активы	944	1,676	2,587	3,302	3,589	3,998	4,171	4,224	4,236
Основные фонды	1,168	1,333	2,258	2,394	3,597	3,885	4,157	4,415	4,660
Инвестиции	71	40	51	31	7	7	7	7	7
Прочие долгосрочные активы	16	37	269	324	739	739	739	739	739
Всего долгосрочные активы	1,255	1,409	2,578	2,749	4,343	4,631	4,903	5,161	5,406
Всего активы	2,199	3,085	5,166	6,051	7,932	8,629	9,074	9,385	9,641
Краткосрочный долг	0	0	0	0	142	142	142	142	142
Кредиторская задолженность	154	252	455	508	692	671	655	661	633
Прочие текущие обязательства	19	29	79	41	58	58	58	58	58
Всего текущие обязательства	173	281	534	548	892	871	855	861	833
Долгосрочный долг	0	0	0	0	17	17	17	17	17
Прочие долгосрочные обязательства	22	178	326	356	491	491	491	491	491
Всего долгосрочные обязательства	22	178	326	356	508	508	508	508	508
Доли миноритариев	13	17	86	93	140	168	196	224	252
Всего акционерный капитал	1,991	2,610	4,220	5,054	6,392	7,082	7,515	7,793	8,048
Всего обязательства и акционерный капитал	2,199	3,085	5,166	6,051	7,932	8,629	9,074	9,385	9,641

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Модель DCF НЛМК

\$ млн.	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	5,704	5,570	5,146	4,966	4,823	4,524	4,430	4,351	4,277	4,209	4,145
Операционные затраты	-3,203	-3,251	-3,149	-3,160	-3,033	-2,850	-2,778	-2,753	-2,728	-2,703	-2,661
ЕБИТДА	2,501	2,319	1,996	1,806	1,790	1,674	1,653	1,598	1,549	1,505	1,484
Амортизация	-329	-353	-368	-382	-395	-422	-412	-397	-384	-371	-359
Операционная прибыль (ЕБИТ)	2,172	1,966	1,629	1,424	1,395	1,252	1,241	1,201	1,165	1,135	1,125
Минус: Налог на прибыль	-521	-472	-391	-342	-335	-300	-298	-288	-280	-272	-270
Минус: Капвложения	-667	-640	-640	-640	-640	-320	-150	-150	-150	-150	-150
Минус: Изменение рабочего капитала	-217	121	64	-16	22	45	14	12	11	10	10
Плюс: Амортизация	329	353	368	382	395	422	412	397	384	371	359
Свободный денежный поток	1,096	1,328	1,029	808	837	1,099	1,219	1,172	1,131	1,094	1,074
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.000	1.118	1.250	1.397	1.562	1.747	1.953	2.183	2.441	2.729
PV будущего свободного денежного потока	1,096	1,328	921	646	599	703	698	600	518	448	393

Совокупная PV будущего свободного денежного потока **7,950**

Расчет остаточной стоимости

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	1,074
Остаточные темпы роста	0%
Остаточная ставка дисконтирования	11.8%
Остаточная стоимость, \$ млн.	9,098
PV остаточной стоимости, \$ млн.	3,334

Расчет прогнозируемой цены

Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	11,284
Минус: Чистый долг, \$ млн. (конец 2005)	-1,897
Минус: Доли миноритариев, \$ млн.	93
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	13,088
Кол-во обыкновенных акций, млн.	5,993

Прогнозируемая стоимость обыкновенной акции, \$ **2.18**

Расчет стоимости акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.2%
Премия за риск инвестиций в Россию	1.0%
Безрисковая ставка в России	6.2%
Стандартная премия за акции	4.0%
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.40
Избыточная доходность рынка	5.6%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.0
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.0
Стоимость акционерного капитала	11.8%

Расчет WACC

Совокупный долг, % капитализации	0.0%
Стоимость обслуживания долга (после налогообложения)	6.1%
Акционерный капитал, % капитализации	100.0%
Стоимость акционерного капитала	11.8%
WACC	11.8%

Расчет прогнозируемого коэффициента beta

Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн. + прив.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент beta
> 100	1.0
10-100	1.25
1-10	1.5
0.1-1	2
< 0.1	3

*на основе объема торгов за 3 месяца (\$)

в РТС, на ММББ и на рынке ADR

Источник: оценки "Атона"

"СЕВЕРСТАЛЬ"

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

\$ млн.	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Совокупная выручка	8,624	9,174	9,139	8,741	8,335	7,895
Себестоимость реализации	-4,888	-5,384	-5,298	-5,278	-5,118	-4,907
Валовая прибыль	3,736	3,790	3,841	3,463	3,217	2,988
Коммерческие и административные затраты	-948	-1,014	-1,005	-962	-917	-868
Налоги, кроме налога на прибыль						
Прочие операционные затраты	-99	-155	-160	0	0	0
ЕБИТДА	2,689	2,621	2,676	2,501	2,300	2,120
Амортизация	-416	-825	-859	-873	-878	-855
Операционная прибыль	2,272	1,796	1,817	1,628	1,422	1,265
Чистые процентные расходы	-171	-75	-62	-46	-30	-22
Прочие доходы/расходы	203	-38	-40	-40	-40	-40
Балансовая прибыль	2,305	1,683	1,715	1,542	1,352	1,203
Налог на прибыль	-551	-474	-412	-370	-325	-289
Доли миноритариев	-60	-7	0	0	0	0
Чистая прибыль	1,694	1,202	1,304	1,172	1,028	914
Корректировки	0	18	0	0	0	0
Скорректированная чистая прибыль	1,694	1,220	1,304	1,172	1,028	914

ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

\$ млн.	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Чистая прибыль	1,694	1,202	1,304	1,172	1,028	914
Амортизация	416	825	859	873	878	855
Изменение рабочего капитала	1,019	-45	49	49	2	52
Прочее	-1,103	-16	0	0	0	0
Операционный денежный поток	2,026	1,967	2,212	2,095	1,908	1,822
Капвложения	-1,168	-1,085	-1,000	-1,000	-800	-400
Корректировки	-886	-609	0	0	0	0
Прочее	31	11	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-2,023	-1,683	-1,000	-1,000	-800	-400
Изменение суммы долга	331	-146	-400	-400	-400	0
Дивиденды	-278	-238	-320	-320	-320	-320
Прочее	-174	12	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	-120	-373	-720	-720	-720	-320

БАЛАНС

\$ млн.	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Денежные средства и эквиваленты	1,879	2,247	2,739	3,113	3,501	4,603
Товарно-материальные запасы	1,090	1,202	1,195	1,190	1,164	1,118
Дебиторская задолженность	674	734	687	640	648	614
Прочие текущие активы	565	616	616	616	616	616
Всего текущие активы	4,207	4,799	5,237	5,560	5,930	6,951
Основные фонды	7,465	8,208	8,349	8,475	8,397	7,942
Инвестиции	653	993	993	993	993	993
Прочие долгосрочные активы	268	382	382	382	382	382
Всего долгосрочные активы	8,385	9,582	9,723	9,850	9,771	9,316
Всего активы	12,593	14,381	14,960	15,409	15,702	16,267
Краткосрочный долг	443	429	429	429	429	429
Кредиторская задолженность	635	738	734	731	715	687
Прочие текущие обязательства	449	524	524	524	524	524
Всего текущие обязательства	1,527	1,691	1,687	1,684	1,668	1,639
Долгосрочный долг	1,441	1,309	909	509	109	109
Прочие долгосрочные обязательства	1,475	1,596	1,596	1,596	1,596	1,596
Всего долгосрочные обязательства	2,916	2,905	2,505	2,105	1,705	1,705
Доли миноритариев	200	211	211	211	211	211
Всего акционерный капитал	7,949	9,574	10,558	11,410	12,118	12,712
Всего обязательства и акционерный капитал	12,593	14,381	14,960	15,409	15,702	16,267

Источник: данные компании, оценки "Атона"

Модель DCF "Северстали"

\$ млн.	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П
Выручка	9,174	9,139	8,741	8,335	7,895	7,628	7,604	7,582	7,562	7,544	7,527
Операционные затраты	-6,553	-6,463	-6,240	-6,035	-5,776	-5,581	-5,558	-5,624	-5,684	-5,740	-5,791
ЕБИТДА	2,621	2,676	2,501	2,300	2,120	2,047	2,045	1,958	1,878	1,803	1,736
Амортизация	-825	-859	-873	-878	-855	-810	-759	-698	-643	-594	-551
Операционная прибыль (ЕБИТ)	1,796	1,817	1,628	1,422	1,265	1,238	1,286	1,260	1,234	1,209	1,185
Минус: Налог на прибыль	-431	-436	-391	-341	-303	-297	-309	-302	-296	-290	-284
Минус: Капвложения	-1,085	-1,000	-1,000	-800	-400	-400	-150	-150	-150	-150	-150
Минус: Изменение рабочего капитала	-36	49	49	2	52	37	1	1	1	1	1
Плюс: Амортизация	825	859	873	878	855	810	759	698	643	594	551
Свободный денежный поток	1,069	1,289	1,160	1,160	1,468	1,387	1,588	1,507	1,432	1,364	1,302
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.000	1.116	1.245	1.389	1.550	1.729	1.929	2.152	2.401	2.679
PV будущего свободного денежного потока	1,069	1,289	1,039	932	1,057	895	919	781	666	568	486

Совокупная PV будущего

свободного денежного потока **9,701**

Расчет остаточной стоимости

Остаточный свободный денежный поток, \$ млн.	1,302
Остаточные темпы роста	0%
Остаточная ставка дисконтирования	11.6%
Остаточная стоимость, \$ млн.	11,252
PV остаточной стоимости, \$ млн.	4,200

Расчет прогнозируемой цены

Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	13,901
Минус: Чистый долг, \$ млн. (конец 2005)	943
Минус: Доли миноритариев, \$ млн.	200
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	12,758
Кол-во обыкновенных акций, млн.	931

Прогнозируемая стоимость обыкновенной акции, \$ 13.7

Расчет стоимости акционерного капитала

Долгосрочная безрисковая ставка	5.2%
Премия за риск инвестиций в Россию	1.0%
Безрисковая ставка в России	6.2%
Стандартная премия за акции	4.0%
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.40
Избыточная доходность рынка	5.6%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.0
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.14
Стоимость акционерного капитала	12.6%

Расчет WACC

Совокупный долг, % капитализации	15.6%
Стоимость обслуживания долга (после налогообложения)	6.1%
Акционерный капитал, % капитализации	84.4%
Стоимость акционерного капитала	12.6%
WACC	11.6%

Расчет прогнозируемого коэффициента beta

Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн. + прив.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент beta
> 100	1.0
10-100	1.25
1-10	1.5
0.1-1	2
< 0.1	3

*на основе объема торгов за 3 месяца (\$)

в РТС, на ММВБ и на рынке ADR

Источник: оценки "Атона"

ЗАО "АТОН Брокер"

101000, Россия,
Москва, Чистопрудный бульвар, 17/1
ATON <GO> (Bloomberg)
+7 (495) 777-8877
+7 (495) 777-8876, факс
www.aton.ru
www.aton-line.ru
RTS, MICEX, NAUFOR member

Трейдинг
Контакты:
Алексей Примак
primak@aton.ru

Долговые обязательства
Контакты:
Сергей Сидоров
sidorov@aton.ru

Aton International Ltd.

Офис в Никосии
Office 201, Egli Building, 2nd Floor,
2 Vasileos Pavlou Street,
CY-1096 Nicosia, Cyprus
+357 22 661 114
+357 22 661 138, факс
atonint@atonint.com
www.atonint.com
LSE/FSE member

Офис в Лондоне
60 Lombard Street, London,
EC3V 9EA, UK
+44 20 7464 8891
+44 20 7464 8899, факс

Офис во Франкфурте
Steinweg 3
60313 Frankfurt, Germany
+49 (0) 69 24757 59-0
+49 (0) 69 24757 59-29, факс

Контакты:
Мария Петридис
petridis@aton.ru

Контакты:
Мэтью Арнольд
arnold@atonint.com

Контакты:
Саша Штоер
stoehr@atonint.com

Aton Securities, Inc.

60 East 42nd Street
Suite 2530
New York, NY 10165
NASD/SIPC member
+1 212 697-6099
+1 212 697-6093, факс
sales@AtonSecurities.com

Контакты:
Майкл Йордан
michael_jordan@atonsecurities.com
Кортни Феллоуз
courtney_fellowes@atonsecurities.com

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор
Бен Кэри, заместитель Директора
департамента
+7 (495) 777-8832
+44 20 7464 8847

Нефть / газ

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru
+7 (495) 777-8832

Телекоммуникации
Надежда Голубева, CFA
golubeva@aton.ru
+7 (495) 777-8834

Металлургия
Крис Пирсон
pearson@atonint.com
+44 20 7464-8848

Дмитрий Лукашов, CFA
loukashov@aton.ru
+7 (495) 777-8837

Анна Курбатова
kurbatova@aton.ru
+7 (495) 777-8829

Владимир Катунин
katunin@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3118

Артем Кончин
konchin@aton.ru
+7 (495) 777-8838

Энергетика
Сергей Аринин
arinin@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3117

Дмитрий Коломыцын, CFA
kolomytsyn@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3112

Долговой рынок
Алексей Булгаков
boulgakov@aton.ru
+7 (495) 777-8836

Дмитрий Скрыбин
skryabin@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3114

Потребительский сектор
Одиль Ланж-Брусси
odile@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3123

Дмитрий Зеленкин
zelenkin@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3128

Русскоязычная аналитика
Юлия Бушуева
bushueva@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3124

Медиа / Промышленность
Татьяна Капустина
kapoustina@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3119

Финансы / Недвижимость
Рустам Боташев, CFA
botashev@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3129

Заявление аналитика

Ответственность за содержание настоящего материала лежит, главным образом, на аналитике (аналитиках), имя которого указано на первой странице отчета. Аналитик заявляет, что его мнение о ценных бумагах или эмитентах, анализируемых в отчете, выражено верно. Аналитики, стратеги и помощники аналитиков, отвечающие за подготовку настоящего отчета, могут получать вознаграждение в зависимости от различных факторов, в том числе качества отчета, откликов инвесторов, правильности выбора акций, конкурентных факторов и общей выручки компании.

Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставляемых ЗАО "АТОН Брокер" по акциям

Рекомендация Критерий

"Покупать" Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев > 15%
"Держать" Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев от 0% до 15%
"Продавать" Потенциал роста < 0%

Потенциал роста рассчитывается как разница между текущей рыночной ценой акции и установленной нами справедливой стоимостью в следующие 12-18 месяцев. Справедливая целевая стоимость большинства российских акций рассчитывается, главным образом, на основе метода оценки дисконтированных денежных потоков (DCF), для получения подробной информации об этом методе оценки просим связаться с аналитическим отделом ЗАО "АТОН Брокер" или сейлз-менеджером. В отдельных случаях отклонения от указанных выше диапазонов оценки, на основе которых аналитики выставляют свои рекомендации, может составлять до 10%.

Заявление об ограничении ответственности

Данный отчет не является предложением о покупке или продаже какой-либо ценной бумаги или об участии в какой-либо торговой стратегии. Информация и мнения, содержащиеся в аналитических отчетах, основаны на данных, которые являлись общедоступными во время подготовки и публикации отчета. Стоимость и доход от ваших инвестиций могут варьироваться в зависимости от изменения процентных ставок, ставок налогообложения или изменения курсовых разниц, котировок ценных бумаг, рыночных индексов, производственных и финансовых показателей компаний и других факторов. Прошлые результаты не обязательно указывают на то, какими будут будущие показатели. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться. Стоимость любых инвестиций или дохода может понижаться и повышаться, в результате чего вы можете не получить обратно всей инвестированной суммы. В случае инвестиций, для которых не существует общепризнанного рынка, инвесторы могут испытывать трудности с их продажей или получением надежной информации об их стоимости или связанных с ними рисках.

Данный отчет не представляет собой индивидуально разработанных инвестиционных консультаций. Он подготовлен без учета индивидуальных финансовых особенностей и целей тех лиц, которые его получают. Ценные бумаги, обсуждаемые в настоящем отчете, могут быть непригодными для всех инвесторов. ЗАО "АТОН Брокер" рекомендует инвесторам независимо оценивать целесообразность тех или иных инвестиций и стратегий и призывает инвесторов пользоваться услугами финансовых консультантов. Пригодность тех или иных инвестиций и стратегий зависит от индивидуальных обстоятельств и целей инвестора.

Отчеты, подготовленные ЗАО "АТОН Брокер", основаны на информации, которая является общедоступной во время подготовки и публикации отчета. Факты и мнения, представленные в этом отчете, не рассматривались профессионалами из других подразделений ЗАО "АТОН Брокер" (в том числе персоналом инвестиционно-банковского подразделения) и могут не отражать известную им информацию. ЗАО "АТОН Брокер" прилагает все усилия к тому, чтобы использовать надежную, исчерпывающую информацию, но не претендует на ее абсолютную точность и полноту. Мы не обязаны сообщать вам об изменениях мнений или информации, отраженных в этом отчете. Поставщики данных из числа третьих лиц не гарантируют и не претендуют на точность, полноту или своевременность предоставляемых ими данных и не несут ответственности за любой ущерб, связанный с такими данными.

ЗАО "АТОН Брокер" и его дочерние предприятия и (или) должностные лица, руководители и сотрудники могут владеть позициями по любым ценным бумагам, упоминаемым в этом документе (или по любым связанным с ними инвестициям) и могут время от времени увеличивать или уменьшать позиции по таким ценным бумагам (или инвестициям).

ЗАО "АТОН Брокер" и (или) его дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, обсуждаемых в настоящем документе (или связанных с ними инвестициях), могут продавать или покупать их для клиентов в качестве основной стороны сделки. Компания Aton Capital Group и (или) ее дочерние предприятия могут также искать возможности предоставления этим компаниям инвестиционно-банковских или андеррайтинговых услуг.

Ни весь отчет, ни какую-либо его часть не разрешается перепечатывать, продавать или распространять без письменного согласия ЗАО "АТОН Брокер".

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.