

Повышение прогнозируемых цен в результате пересмотра моделей DCF и слияний/приобретений в секторе

20 марта 2007

Слияния и поглощения обеспечат поддержку сектору, но прогноз остается осторожным

Акции российских сталелитейных компаний выросли с начала 2007 года на 10-23% на фоне оптимистичного прогноза на первое полугодие и общей переоценки сектора, вызванной высокими премиями, фигурировавшими в последних сделках по слияниям и поглощениям. Реализация стали на внутреннем рынке по-прежнему более выгодна по сравнению с экспортными поставками, что связано с более высокими ценами в России. Мы ожидаем, что такая ситуация сохранится за счет высокого внутреннего спроса на сталь. Как мы уже говорили в нашем отчете об инфраструктурном секторе, Россия использует сверхприбыли от высоких цен на нефть для восстановления быстро приходящей в негодность инфраструктуры и обеспечения будущего экономического роста. Это должно оказать поддержку российской сталелитейной отрасли.

Мы по-прежнему осторожно оцениваем перспективы экспортных рынков (куда направляется большая часть российской стали), поскольку спрос и цены там могут быть не столь высоки, как в России. В наши прогнозы заложено снижение мировых цен на сталь со второго полугодия 2007 года, что может оказать негативное воздействие на рентабельность российских сталелитейных компаний, которым приходится решать проблемы растущей стоимости рабочей силы и повышения других операционных затрат.

Российские сталелитейные компании активно принимали участие сделках по слияниям и поглощениям на мировом рынке: покупка Evraz американской Oregon Steel и создание совместного предприятия НЛМК и Dufesco – лишь последние два примера. Вместе с новостями о возможности новых зарубежных приобретений "Северстали" эти сделки привлекают пристальное внимание инвесторов и в последнее время оказывают поддержку акциям компаний сектора.

Мы пересмотрели нашу модель оценки стоимости "Северстали", отразив в ней консолидацию итальянской Lucchini с 1 января 2007 года. Мы ожидаем, что это повысит операционные показатели "Северстали". Одновременно с этим повысился наш прогноз финансовых результатов компании – три подразделения Lucchini должны обеспечить значительный синергетический эффект и расширить присутствие компании на европейском рынке. Мы повысили прогнозируемую стоимость акций "Северстали" на конец 2007 года с \$13.90 до \$15.53 и повторяем рекомендацию "Покупать".

Мы также внесли изменения в модель оценки стоимости Evraz Group, включив в нее Oregon Steel и новые данные по "Распадской" и ванадиевым проектам компании. Хотя Oregon выглядит относительно дорого, его консолидация несет определенную выгоду. Мы ожидаем, что в долгосрочной перспективе это позволит Evraz воспользоваться эффектом синергии. В результате мы повысили прогнозируемую стоимость акций Evraz на конец 2007 года с \$25.50 до \$35.04 и сохраняем рекомендацию "Держать".

Мы повысили прогнозируемую стоимость акций НЛМК на конец 2007 года с \$2.27 до \$3.13, учитывая потенциал будущего роста. Наши оценки финансовых показателей в настоящее время не полностью отражают создание СП с Dufesco, поскольку мы ожидаем подробностей сделки от компании. Синергетический эффект, вероятно, проявится лишь в 2010 году. Тем не менее, мы считаем, что создание СП создает дополнительную стоимость для компании в долгосрочной перспективе и отражается в остаточных темпах роста.

Повышение всех прогнозируемых цен на конец 2007 года связано с новыми допущениями в моделях DCF, а также, в некоторых случаях, с определенными корпоративными событиями. При этом мы считаем, что текущие котировки уже отражают описанные выше изменения, поэтому мы советуем инвесторам проявлять осторожность перед грядущим снижением цен на сталь во втором полугодии 2007 года. Тем не менее, акции двух наших фаворитов в данном секторе выглядят недооцененными, поэтому мы сохраняем рекомендацию "Покупать" акции "Северстали" и повышаем рекомендацию по акциям НЛМК с "Держать" до "Покупать".

Новые прогнозы отражают изменения в моделях DCF и корпоративные события. Наши фавориты – "Северсталь" и НЛМК

На 17 марта 2006	Рекомендация	Цена \$	Прогнозируемая цена, \$	Потенциал роста	Рын. кап. \$ млн.	EV/EBITDA			P/E			P/OCF		
						2006П	2007П	2008П	2006П	2007П	2008П	2006П	2007П	2008П
НЛМК	Покупать	2.68	3.13	17%	16,062	5.5	5.5	6.3	8.7	8.8	10.4	9.6	6.7	7.7
Северсталь	Покупать	12.6	15.53	23%	12,799	5.0	4.3	4.7	10.6	8.5	9.9	6.5	6.4	5.7
Evraz Group	Держать	31.5	35.04	11%	11,047	5.3	4.6	6.2	9.4	8.4	12.1	5.9	6.7	8.5
ММК	Держать	0.95	0.95	0%	10,046	4.3	4.1	5.7	6.4	6.1	8.9	6.1	5.2	6.9
Мечел	Держать	29.9	32.85	10%	4,146	4.5	4.4	5.7	7.6	7.4	10.1	5.1	5.7	7.1
Средневзвешенное						5.0	4.7	5.8	8.8	8.0	10.3	7.1	6.3	7.2

Дмитрий Коломыцын, CFA

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

ОГЛАВЛЕНИЕ

ОБЗОР СЕКТОРА И ПРОГНОЗ	3
Цены на сталь в первом полугодии 2007 года останутся высокими.....	3
СИТУАЦИЯ В ОТДЕЛЬНЫХ КОМПАНИЯХ	8
"Северсталь": консолидация Lucchini ведет к повышению прогнозируемой цены акций компании.....	8
EVRAZ GROUP – повышение прогнозов вслед за новыми приобретениями	11
НЛМК: совместное предприятие с DUFERCO обеспечит эффект синергии	17
"Мечел": выгоды от высоких цен на никель и сталь.....	18
ММК: листинг в Лондоне не за горами	19
ОЦЕНКА СТОИМОСТИ.....	20
Новые оценки и допущения ведут к повышению прогнозируемой цены	20
Акции компаний полностью оценены, за исключением "Северстали" и НЛМК	21
ПРИЛОЖЕНИЕ: EVRAZ GROUP	23
ПРИЛОЖЕНИЕ: "МЕЧЕЛ"	25
ПРИЛОЖЕНИЕ: ММК	27
ПРИЛОЖЕНИЕ: НЛМК	29
ПРИЛОЖЕНИЕ: "СЕВЕРСТАЛЬ"	31

ОБЗОР СЕКТОРА И ПРОГНОЗ

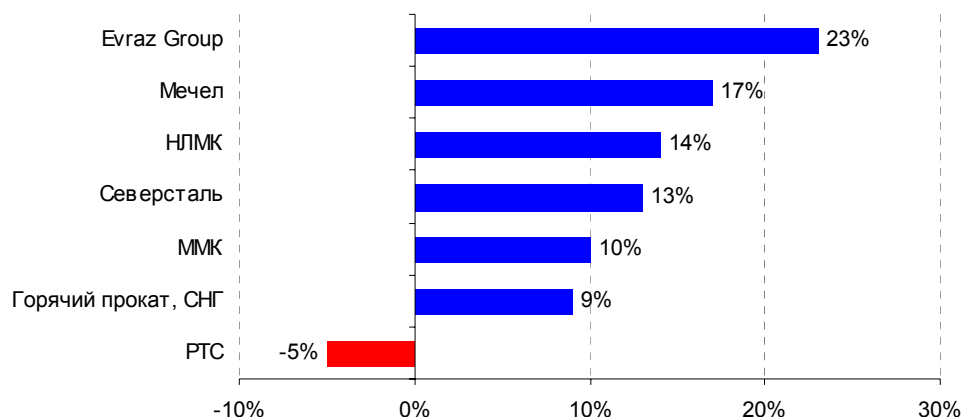
Акции российских сталелитейных компаний выросли с начала 2007 года на 10-23% на фоне оптимистичного прогноза на первое полугодие 2007 года и общей переоценки сектора, вызванной высокими премиями, фигурировавшими в последних сделках по слияниям и поглощениям. Реализация стали на внутреннем рынке по-прежнему более выгодна по сравнению с экспортными поставками, что связано с более высокими ценами в России. Мы ожидаем, что такая ситуация сохранится за счет высокого внутреннего спроса на сталь. Россия использует непредвиденные сверхприбыли от высоких цен на нефть для восстановления быстро приходящей в негодность инфраструктуры и обеспечения будущего экономического роста. Это должно оказать поддержку российской сталелитейной отрасли. Мы по-прежнему осторожно оцениваем перспективы экспортных рынков (куда направляется большая часть российской стали), поскольку спрос и цены там могут быть не столь высоки, как в России. В наши прогнозы заложено снижение мировых цен на сталь со второго полугодия 2007 года, что может оказать негативное воздействие на рентабельность российских сталелитейных компаний, которым приходится решать проблемы растущей стоимости рабочей силы и повышения других операционных затрат.

Цены на сталь в первом полугодии 2007 года останутся высокими

Акции российских сталелитейных компаний выросли с начала 2007 года на 10-23% на фоне активизации сделок по слияниям и поглощениям в секторе и оптимистичного прогноза на первое полугодие 2007 года. Борьба за Corus, начавшаяся в прошлом году, является очередным свидетельством продолжающейся консолидации в мировой сталелитейной промышленности. При этом цены, которые платят покупатели, становятся все выше и выше. Например, Tata в финальной заявке оценила Corus с коэффициентом EV/EBITDA 2006П на уровне 7.6. Для сравнения – Mittal Steel заплатила за Arcelor сумму, соответствующую коэффициенту EV/EBITDA на уровне 4.6. Недавняя сделка по покупке Oregon российской Evraz Group прошла с коэффициентом EV/EBITDA 2006П на уровне 6.5. В этом отношении акции российских сталелитейных компаний на конец 2006 года выглядели недооцененными, торгуясь с коэффициентом EV/EBITDA 2006П на уровне приблизительно 5.0. На наш взгляд, это стало одной из причин последовавшего ралли.

Акции российских сталелитейных компаний нашли дополнительную поддержку в оптимистичном прогнозе конъюнктуры рынка в I квартале 2007 года, опубликованном американской компанией Nucor. В феврале цены на сталь в США сильно упали из-за слабого спроса со стороны автомобилестроительной и строительной отраслей, а также увеличения объемов импорта. Последовавшее за этим снижение объемов производства US Steel и Arcelor Mittal и сокращение складских запасов привело к некоторому восстановлению цен. Затем в начале марта Nucor объявила о том, что ожидает высокий спрос и благоприятную ценовую конъюнктуру в I квартале 2007 года, что должно позитивно сказаться на ее финансовых результатах. Уверенность Nucor в том, что объемы импорта стали в США снижаются, а излишки складских запасов продолжают сокращаться, говорит о том, что 2007 год станет очередным удачным годом для американских производителей стали.

Акции российских сталелитейных компаний выросли на 10-23% с начала года на фоне активизации в области слияний и поглощений и благоприятной ценовой конъюнктуры



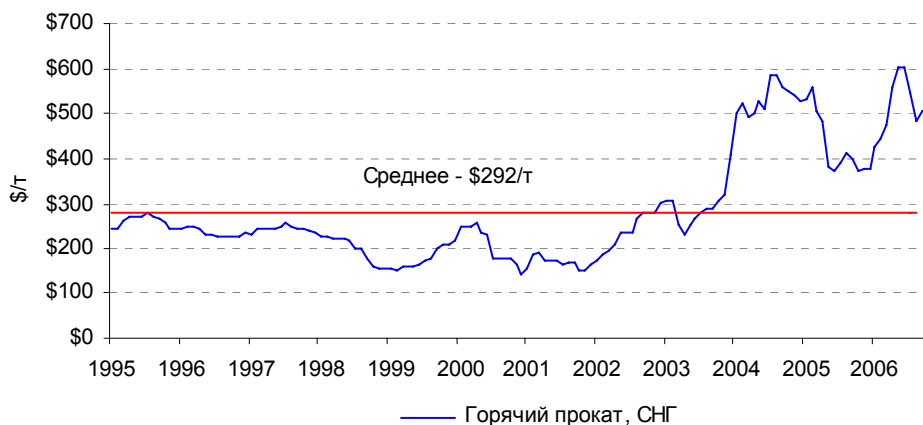
Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

Положительная реакция ценных бумаг российских сталелитейных компаний на объявление Nucor не стала для нас неожиданностью, поскольку последние сделки говорят о том, что российские компании все больше присутствуют на американском рынке. Учитывая этот факт, а также принимая во внимание строительный бум и реконструкцию инфраструктуры в России, можно сказать, что акции российских производителей стали одновременно привлекательны и относительно дешевы по сравнению с мировыми аналогами.

Конъюнктура рынка стали во II и III кварталах 2006 года был благоприятной.

Это можно было заметить по квартальным результатам компаний. В сентябре цены упали и держались на одном уровне в течение октября-декабря. Коррекция была особенно заметна в сегменте арматурной стали, цены на которую сильно выросли в III квартале 2006 года, но затем начали падать на фоне появления на российском рынке импортной продукции из Турции и Египта. В январе мы наблюдали определенное восстановление экспортных цен, которое продолжилось в феврале, и было обусловлено низким объемом поставок из Китая и высоким спросом в Европе. Мы ожидаем, что во II квартале 2007 года цены останутся на этом же уровне.

Цены на сталь держатся значительно выше среднего исторического значения

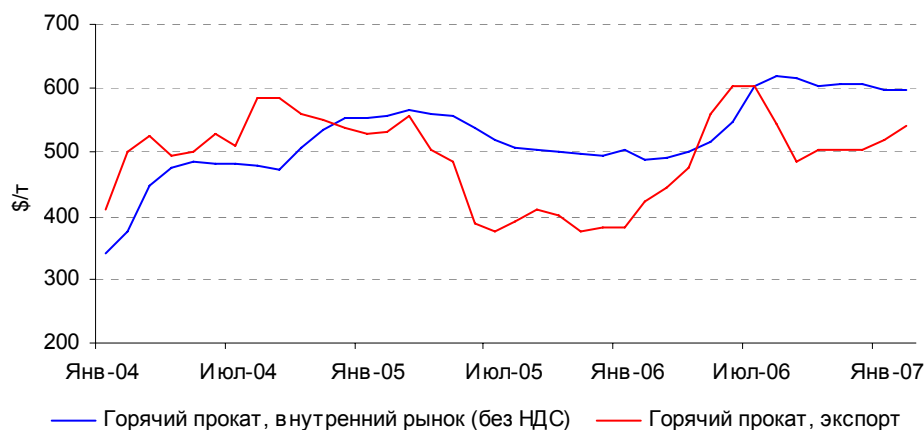


Источник: Bloomberg, оценки "Атона"

Цены на сталь на российском рынке по-прежнему выглядят привлекательно по сравнению экспортными ценами за счет меньше волатильности и большей премии. Мы полагаем, что эта премия сохранится и в будущем, чему будет

способствовать высокому уровню потребления стали на внутреннем рынке. Как мы говорили в нашем отчете от 14 марта о состоянии инфраструктурного сектора, рост экономики в России должен продолжиться, и для поддержания его темпов необходима реконструкция существующей инфраструктуры. Спрос на производимую в стране сталь должен оставаться высоким на фоне строительства новых трубопроводов, железных дорог, коммерческих и жилых объектов и мостов.

Внутренние цены на листовую сталь по-прежнему выше, чем экспортные

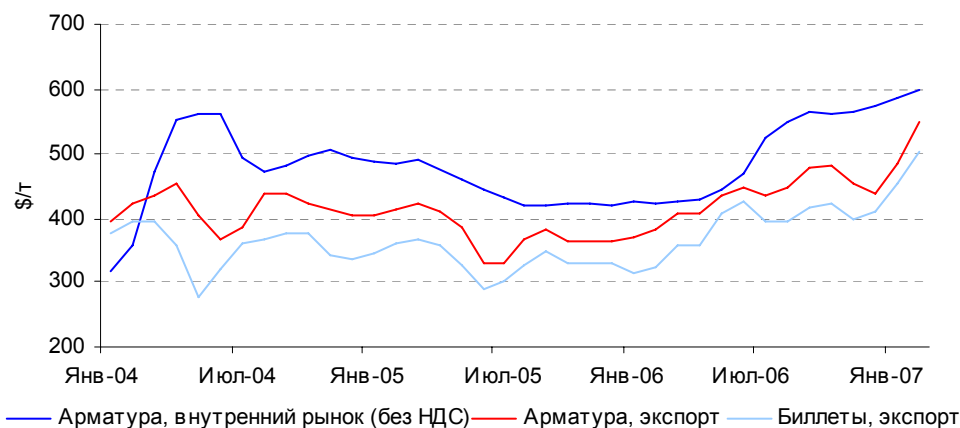


Источник: Metal Courier, Bloomberg, оценки "Атона"

В последнее время цены на плоский прокат на внутреннем рынке стабилизировались,

и мы ожидаем их повышения во II квартале 2007 года вслед за ростом экспортных цен. По данным Metal Bulletin, цены на плоский прокат на рынках стран СНГ должны постепенно расти в течение ближайшего месяца с лишним на фоне высокого спроса со стороны строительной отрасли и обрабатывающей промышленности, а также восстановления запасов на уровне конечного потребителя. Это, скорее всего, позволит извлечь выгоду таким производителям, как "Северсталь", ММК и НЛМК, и благоприятно скажется на их финансовых результатах в I-II кварталах 2007 года. Мы считаем, что спрос на плоский прокат в России должен расти в течение нескольких лет за счет инфраструктурного бума и спроса со стороны иностранных автопроизводителей, выходящих на российский рынок. С другой стороны, мы сохраняем определенные опасения по поводу перспектив экспорта, куда направляется большая часть производимой в России стали, поскольку спрос и цены за рубежом могут быть не такими высокими, как в России.

Цены на длинномерный прокат на внутреннем и внешнем рынках продолжают расти



Источник: Metal Courier, Bloomberg, оценки "Атона"

Внутренние цены на длинномерный прокат также продолжают расти в связи с инфраструктурным бумом в России. Экспортные цены на арматурную сталь и заготовки (биллеты) производства стран СНГ резко подскочили в последнее время из-за сокращения поставок из Китая, особенно цены на экспорт в Турцию, где сохраняется высокий уровень спроса. Metal Bulletin ожидает сохранения экспортных цен на длинномерный прокат из СНГ на высоком уровне вплоть до тех пор, пока Китай не восстановит прежний уровень экспорта. Evraz Group и "Мечел" – две компании, которые должны извлечь непосредственную выгоду за счет высокого спроса на длинномерный прокат, что позволяет прогнозировать сильные финансовые результаты в I и II кварталах 2007 года. С другой стороны, в более долгосрочной перспективе обе компании должны сократить производство проката и увеличить долю продукции с более высокой добавленной стоимостью (например, продукции из плоского проката). Недавнее приобретение Evraz американской компании Oregon Steel – один из примеров движения в этом направлении.

Мы ожидаем небольшого снижения цен на плоский прокат в 2007 году и роста цен на длинномерный прокат

\$/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.
Плоский прокат														
Слябы	370	-20%	413	11%	393	-5%	356	-9%	338	-5%	322	-5%	315	-2%
Горячий прокат	444	-15%	504	13%	496	-2%	453	-9%	421	-7%	391	-7%	375	-4%
Холодный прокат	539	-8%	570	6%	551	-3%	515	-7%	494	-4%	470	-5%	469	0%
Длинномерные изделия														
Биллеты	333	-6%	386	16%	398	3%	355	-11%	341	-4%	327	-4%	314	-4%
Арматура	378	-9%	433	15%	439	1%	385	-12%	373	-3%	362	-3%	351	-3%

*год введения долгосрочных цен

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Мы также изменили прогноз цен на коксующийся уголь, который мы используем в моделях DCF сталелитейных компаний, в соответствии с принципами, изложенными в отчете о состоянии угольной промышленности от 13 февраля 2007 года. Российский рынок коксующегося угля изолирован от внешних рынков, что дает местным сталелитейным и добывающим компаниям возможность добиваться относительной ценовой стабильности. Мы прогнозируем увеличение внутреннего потребления, что не позволит ценам значительно снизиться. Несмотря на заявленное увеличение добычи крупнейшими угольными компаниями, мы считаем, что текущего спроса вполне достаточно, чтобы абсорбировать дополнительное предложение. Учитывая низкую долю международных рынков в структуре продаж угольных компаний, они имеют возможность манипулировать спросом, сокращая по мере надобности объемы производства. Исходя из этого, мы считаем, что цены будут расти умеренными темпами, отчасти компенсируя негативное влияние инфляции и растущей стоимости рабочей силы.

Экспортные цены на коксующийся уголь должны снизиться, на внутреннем рынке ожидается умеренный рост

\$/т	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П*
Коксующийся уголь (ГЖ)	80	62	63	63	64	64	65
Коксующийся уголь (Ж)	96	76	77	78	79	80	80
Коксующийся уголь (КО)	80	61	61	62	62	63	64
Коксующийся уголь (КС)	80	58	59	60	60	61	61
Среднее, внутренний рынок	84	64	65	66	66	67	68

*год введения долгосрочных цен

Источник: Metal Courier, оценки "Атона"

Наш новый прогноз цен на уголь незначительно отличается от предыдущих оценок. Хотя мы по-прежнему видим тенденцию к росту цен на коксующий уголь на внутреннем рынке, темпы его будут на 1-2% ниже, чем мы ранее прогнозировали, следовательно, влияние на показатели EBITDA и чистой прибыли сталелитейных компаний не столь значительно. Эти изменения позитивно скажутся на НЛМК и ММК, поскольку они не полностью обеспечивают потребности в коксующемся угле

из собственных источников. На выручку "Мечела" это, напротив, окажет небольшое негативное влияние, поскольку у него наблюдается избыток коксующегося угля.

При более долгосрочном прогнозировании мы сохраняем определенные опасения по поводу трудоемкого характера сталелитейного бизнеса, особенно в добывающем сегменте. Четыре из пяти анализируемых нами компаний приобрели добывающие активы в России. Эти активы испытывают негативное влияние укрепления курса рубля и роста затрат на оплату труда, темпы которого в настоящее время превышают инфляцию. При этом мы не думаем, что производители стали смогут полностью компенсировать эти издержки путем сокращения штатов или повышения эффективности производства. Таким образом, рентабельность компаний снизится.

В ближайшем будущем ожидается рост цен на газ. Хотя теоретически это должно оказать негативное влияние на сталелитейные компании, все пять анализируемых нами производителей начали искать пути решения вопроса растущих цен. Некоторые из этих мер включают в себя использование доменных печей и коксового газа на электрогенерирующих объектах и строительство собственных генерирующих мощностей. Помимо этого, некоторые сталелитейные компании приобрели добывающие активы и имеют теперь доступ к энергетическому углю (пусть и в ограниченных масштабах), который является еще одной альтернативой дорожающему газу (см. наш отчет *"Повышение спроса обеспечит рост сектора"* от 13 февраля 2007 года). Например, "Мечел" и "Белон" рассматривают возможность увеличения доли энергетического угля в совокупном объеме производства, и мы считаем данную стратегию логичной на фоне ожидающегося повышения спроса на энергетический уголь.

В целом, мы считаем, что 2007 год может стать решающим, так как позволит понять, насколько успешно сталелитейные компании решают проблемы укрепления рубля, растущих цен на газ, высокой инфляции и снижающихся цен на сталь. Производители стали могут частично компенсировать эти негативные факторы повышением доли продаж на внутреннем рынке (где цены выше по сравнению с экспортом), расширения ассортимента продукции с высокой добавленной стоимостью за счет сокращения выпуска стальных полуфабрикатов и, наконец, за счет контроля над расходами путем сокращения штатов. В течение 2007 года инвесторы, на наш взгляд, должны будут определить, какие компании лучше справляются с этими задачами.

Мы ожидаем, что все анализируемые нами компании опубликуют сильные финансовые результаты по итогам первого полугодия 2007 года в августе-сентябре. Мы считаем, что в сталелитейном сегменте производители длинномерного проката – Evraz и "Мечел" – продемонстрирует более высокие показатели в квартальном и годовом сопоставлении, чем производители плоского проката (ММК, НЛМК "Северсталь"). В первую очередь, это связано с более благоприятной ценовой конъюнктурой. Как мы уже говорили выше, финансовые результаты по итогам первого полугодия 2007 года должны показать, какие из компаний лучше справляются с растущими расходами. Прогнозы компаний на второе полугодие 2007 года на российском и, особенно, мировом рынке должны стать еще одним ключевым аспектом для инвесторов. Помимо этого, во II квартале 2007 года мы ожидаем размещение акций ММК в Лондоне. Результаты размещения должны стать индикатором интереса международных инвесторов к российскому сталелитейному сектору в целом.

СИТУАЦИЯ В ОТДЕЛЬНЫХ КОМПАНИЯХ

Российские сталелитейные компании в последние месяцы принимают активное участие в сделках по слияниям и поглощениям на мировой арене. В нашу модель оценки стоимости "Северстали" мы включили консолидацию итальянской Lucchini, которая должна привести к повышению операционных показателей компании. Прогноз финансовых результатов повышен на фоне вероятного синергетического эффекта и расширения присутствия на европейском рынке. В нашей модели оценки стоимости Evgaz мы учли приобретение Oregon Steel и новые данные по "Распадской" и ванадиевым проектам компании. Хотя Oregon выглядит относительно дорого, его консолидация несет определенную выгоду. Мы ожидаем, что в долгосрочной перспективе это позволит Evgaz воспользоваться эффектом синергии. В нашем финансовом прогнозе по НЛМК в настоящее время напрямую не отражено создание совместного предприятия с Dufesco, поскольку мы ожидаем дополнительной информации от компании, но мы считаем, что создание СП создает дополнительную стоимость компании в долгосрочной перспективе и отражается в остаточных темпах роста. Мы ожидаем, что "Мечел" извлечет выгоду из высоких цен на никель и сталь, а на пользу ММК должно пойти повышение ликвидности акций после размещения в Лондоне.

"Северсталь": консолидация Lucchini ведет к повышению прогнозируемой цены акций компании

Мы уточнили нашу модель оценки стоимости "Северстали", включив в нее активы итальянской Lucchini. В ноябре 2006 года, незадолго до размещения в Лондоне, российская компания увеличила свою долю в капитале итальянского производителя стали с 20.0% до 70.8%. Дополнительные 50.8% акций "Северсталь" приобрела у компании, подконтрольной главе "Северстали" Алексею Мордашову, за €550 млн. (\$701 млн.). Это на 10% больше, чем €500 млн., которые "Северсталь" и Мордашов заплатили за общий пакет акций и на 53% больше, чем цена, которую Мордашов заплатил конкретно за этот пакет.

В 2005 году показатель EBITDA Lucchini составил \$400 млн. Таким образом, цена, предложенная "Северсталью", предполагает EV в размере \$2.2 млн., а коэффициент EV/EBITDA 2005 составляет 5.4. Хотя в сравнении с другими сделками эта покупка не выглядит дорогой (средний коэффициент EV/EBITDA у сопоставимых европейских аналогов в то время составлял примерно 6.6), мы были несколько удивлены, что "Северсталь" заплатила почти рыночную цену заинтересованной стороне.

Один из крупнейших производителей сортового проката на европейском рынке

По данным "Северстали", активы Lucchini состоят из 20 заводов и сервисных центров, расположенных в Европе, что делает компанию вторым по величине производителем стали в Италии и одним из крупнейших производителей специального высококачественной сортовой продукции в Европе по объему производства. Совокупный объем производства нерафинированной стали составляет 4 млн. т. Основная продукция Lucchini – это автозапчасти, рельсы, подшипники, рессоры и катанка. Крупнейшие заводы компании расположены в Италии (Пьомбино, Сервола и Калеотто) и Франции. Активы Lucchini разделены на три бизнес-сегмента: Piombino, Ascometal и Sidermeccanica.

Активы Piombino включают в себя три завода по производству рельсов и высококачественной стальной катанки. Мощность сталелитейного производства компании составляет примерно 3.2 млн. т, готового проката – 2.2 млн. т.

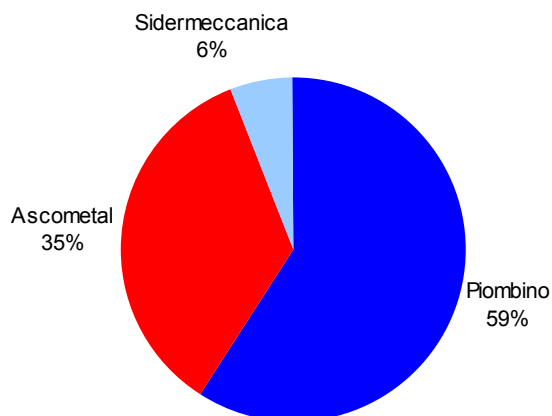
У Ascometal есть четыре фабрики, оснащенные электродуговыми печами, и два центра окончательной обработки в холодном состоянии, которые занимаются производством сортового проката – такого, как слитки, заготовки, блюмсы, чушки и катанка. Расположенные недалеко от пунктов приема металлолома фабрики Ascometal способны выпускать 1.2 млн. т готовой стальной продукции.

Sidermeccanica занимается производством подвижного состава для железнодорожной промышленности и является полностью интегрированной компанией, т.е. посредством нескольких фаз производства компания перерабатывает металлолом в подвижной состав.

Операционные результаты Lucchini должны улучшиться после приобретения "Северсталью"

В 2006 году, по нашим оценкам, Lucchini выпустит и поставит 3.4 млн. т готовой стали (коэффициент загрузки – 85%), что представляет собой лишь небольшое увеличение по сравнению с предыдущим годом. Большую часть производства (59%) обеспечит Piombino, 35% – Ascometal.

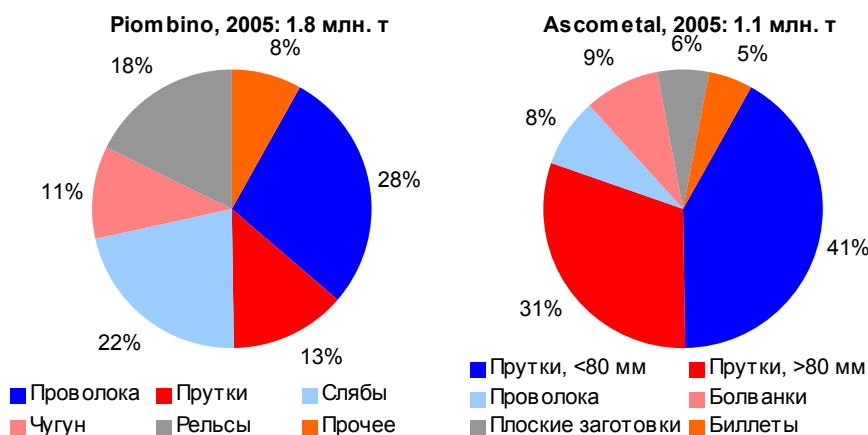
Lucchini выпустит 3.4 млн. т стали в 2006 году, из них 59% - подразделение Piombino



Источник: данные компаний, оценки Атона

По данным "Северстали", Piombino обладает диверсифицированной базой из более чем 400 клиентов. Четыре крупнейших клиента, среди них оператор железных дорог Италии RFI и крупнейший производитель стали в стране Riva, приносят подразделению примерно 20% его выручки. Основными потребителями производимых Piombino рельсов являются частные компании-строители высокоскоростных железнодорожных магистралей в Италии. Компания сообщает, что каждый год проводится замена 15% железнодорожного полотна страны, а средний срок эксплуатации рельсов составляет от 5 до 15 лет. Слябы, производимые Piombino, покупают, в первую очередь, Riva и североамериканские заводы "Северстали".

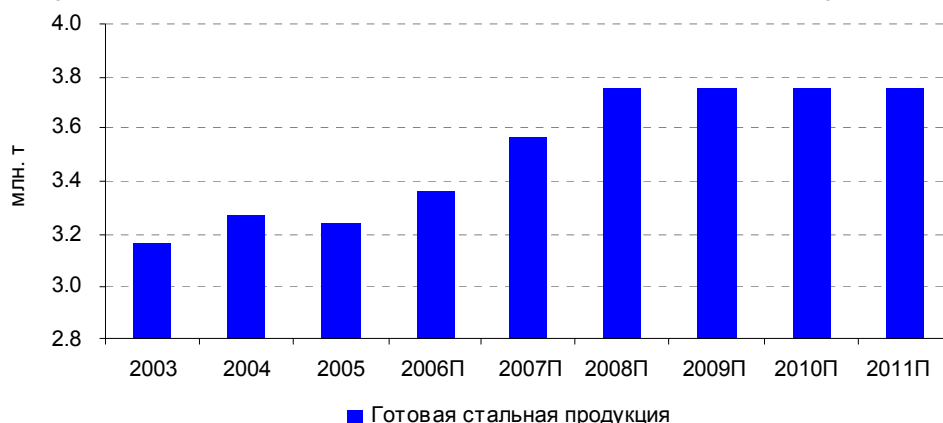
Мы ожидаем, что номенклатура основных подразделений Lucchini не претерпит существенных изменений в 2006 году



Источник: данные компаний, оценки "Атона"

У Ascometal также есть стабильная клиентская база из примерно 600 компаний, на 20 крупнейших из которых приходится примерно 55% продаж подразделения. Ascometal реализует свою продукцию в рамках долгосрочных контрактов с ведущими компаниями автомобилестроительной и инженерной отраслей.

Совокупный объем производства Lucchini должен достичь к 2008 году 3.8 млн. т



Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Несмотря на снижение цен на сталь, финансовые результаты Lucchini сильно не пострадают

Мы ожидаем, что выручка компании в 2007 году останется примерно на уровне прошлого года, а показатель EBITDA должен слегка вырасти за счет потенциального синергетического эффекта. В будущем, по нашим оценкам, расходы компании продолжают сокращаться за счет дополнительных эффектов синергии, что должно позволить компенсировать негативное влияние снижения цен на сталь.

Финансовые результаты Lucchini должны быть чуть ниже в 2007 году по сравнению с 2006 годом

\$ млн.	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П*
Выручка	2,991	3,127	3,116	3,079	2,934	2,859	2,822
Валовая прибыль	500	484	443	445	489	414	376
Валовая рентабельность, %	17%	15%	14%	14%	17%	14%	13%
ЕБИТДА	340	367	407	408	451	376	339
Рентабельность EBITDA, %	10%	11%	11%	11%	12%	10%	9%
ЕБИТ	218	240	277	272	307	224	179
Рентабельность EBIT, %	7%	8%	9%	9%	10%	8%	6%
Капвложения	90	120	240	220	190	190	90
Выручка, \$/т	923	929	874	818	780	760	750
EBITDA, \$/т	105	109	114	108	120	100	90

*год введения долгосрочных цен

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Приобретая Lucchini, "Северсталь" планировала добиться эффекта синергии за счет оптимизации потоков материальных средств. Например, соглашение между Lucchini и Severstal North America по поставке слябов из Европы должно привести к экономии на масштабе. Возможный синергетический эффект между сталелитейным и добывающим подразделениями, например, поставки окатыша и угольного концентрата из России в Европу, должны повысить финансовые результаты группы "Северсталь" в целом. Наконец, подразделение Lucchini Piombino будет поставлять специальную катанку на "Метиз" (в России и Великобритании). Мы также считаем, что различные подразделения "Северстали" могут получить выгоду от обмена опытом и знаниями в области технологий и применения разработок итальянской компании, например, в производстве продукции с добавленной стоимостью.

На основании перечисленных выше возможных синергетических эффектов мы составили прогноз консолидированных результатов, представленный в Приложении. Основные показатели представлены в таблице ниже. По нашим оценкам, выручка "Северстали" в 2007 и 2008 годах будет соответственно на 33% и 34% выше, чем мы прогнозировали ранее. В первую очередь, это связано с консолидацией Lucchini. Прогнозируемый показатель EBITDA в 2007 и 2008 году – на 17% и 20% выше ожидавшегося ранее.

Консолидация результатов Lucchini приведет к улучшению финансовых показателей "Северстали"

\$ млн.	2006П	В год. сопост.	Новый/ предыдущий	2007П	В год. сопост.	Новый/ предыдущий	2008П	В год. сопост.	Новый/ предыдущий
Выручка	9,103	6%	0%	12,236	34%	33%	11,845	-3%	34%
ЕБИТДА	2,779	3%	8%	3,211	16%	17%	2,959	-8%	20%
Чистая прибыль	1,334	-21%	15%	1,639	23%	22%	1,406	-14%	23%

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Синергия от приобретения Lucchini ведет к повышению прогнозируемой цены

Включение показателей Lucchini в модель оценки стоимости "Северстали" ведет к повышению ее операционных результатов и – как следствие – росту прогнозируемой стоимости акций на конец 2007 года (см. раздел "Оценка стоимости"). Основное повышение прогнозируемых финансовых показателей обеспечивают потенциальные синергетические эффекты от консолидации бизнеса Lucchini, а также расширение присутствия на европейском рынке.

Evraz Group – повышение прогнозов вслед за новыми приобретениями

Мы также пересмотрели наш прогноз финансовых результатов и стоимости акций Evraz Group вслед за объявлением о новых приобретениях, главным из которых стала покупка Oregon Steel за \$2.3 млрд., завершившаяся в I квартале 2007 года. Сделка прошла с коэффициентом EV/ЕБИТДА 2006П на уровне примерно 6.7, что довольно высоко по сравнению со средним для Северной Америке уровнем оценки сталелитейных компаний на тот период – 4.9. Evraz заплатил \$500 млн. денежными средствами и взял на себя обслуживание долга компании в размере \$1.8 млрд. Таким образом, эта сделка стала крупнейшей покупкой американского актива российской компаний за всю историю.

Покупка Oregon Steel обеспечивает Evraz как выход на рынок Северной Америки, так и доступ к растущему бизнесу по производству труб и высокорентабельному выпуску толстолистовой стали. В результате консолидации Evraz и Oregon Steel также будет создана крупнейшая в мире компания по производству рельсов. Покупая Oregon, Evraz также может увеличить объем поставок слябов на заводы компании в Северной Америке, застраховавшись от высокой волатильности на азиатских рынках. Хотя сейчас сложно оценить точный размер синергетического эффекта от покупки

Oregon Steel, мы считаем, что данная сделка создаст дополнительную стоимость компании в долгосрочной перспективе, в связи с чем повышаем наши оценки и прогнозы.

Oregon Steel – одна из наиболее диверсифицированных сталелитейных компаний в Северной Америке

Oregon Steel Mills (OSM) со штаб-квартирой в Портленде, штат Орегон, владеет тремя заводами: в Портленде, Пуэбло, штат Колорадо, и Камрозе, провинция Альберта (Канада). Компания является одним из наиболее диверсифицированных производителей стальной продукции в Северной Америке. В частности, компания выпускает катанный термообработанный стальной лист, стальные горячекатаные рулоны, сварные и бесшовные трубы для нефтегазовой индустрии, арматуру, рельсы и прутки. Два основных конкурентных преимущества компании – высокорентабельное производство специализированной продукции и гибкие и эффективные производственные мощности, которые позволяют Oregon поддерживать адекватный уровень расходов и качества производимой продукции.

OSM – одна из самых диверсифицированных сталелитейных компаний Северной Америки



Источник: данные компании

У OSM два основных подразделения – Oregon Steel и Rocky Mountain Steel Mills (RMSM). Подразделение Oregon включает в себя металлопрокатный завод OSM, OSM Tubular и Columbia Structural Tubing, расположенные в Портленде, а также OSM Tubular, расположенную в Канаде. Их совокупная мощность составляет примерно 1 млн. метрических т в год, а основной продукцией являются толстый стальной лист, стальные горячекатаные рулоны, сварные трубы большого диаметра и профилированные трубы. Подразделение RMSM занимается производством рельсов, прутка, арматуры, а также бесшовных труб. Его мощность составляет 1.1 млн. метрических т в год.

Металлопрокатный завод OSM в Портленде является единственным производителем толстолистовой стали на западе США. Этот завод выгодно расположен – с удобным доступом к речным портам, железной дороге и автомобильным маршрутам. Его мощность составляет примерно 1.1 млн. метрических т различной продукции, которую компания производит из собственных слябов. Конечными продуктами металлопрокатного завода OSM являются горячекатаный толстый лист из углеродистой и легированной стали, стальные горячекатаные рулоны, термообработанный стальной лист, металлопрокат дробеструйной обработки, резаный металлопрокат отпускной обработки и рулоны из толстого листа.

OSM Tubular в Портленде – производитель труб большого диаметра мощностью примерно 181 000 т в год. OSM Tubular перерабатывает стальные рулоны с металлопрокатного завода OSM в высокопрочные трубы крупного диаметра для газо- и нефтепроводов высокого давления, а также для использования в строительстве. На заводе также есть новый цех по внутреннему и внешнему покрытию труб.

Columbia Structural Tubing в Портленде выпускает стальной профиль и располагает мощностями до 136 000 т в год.

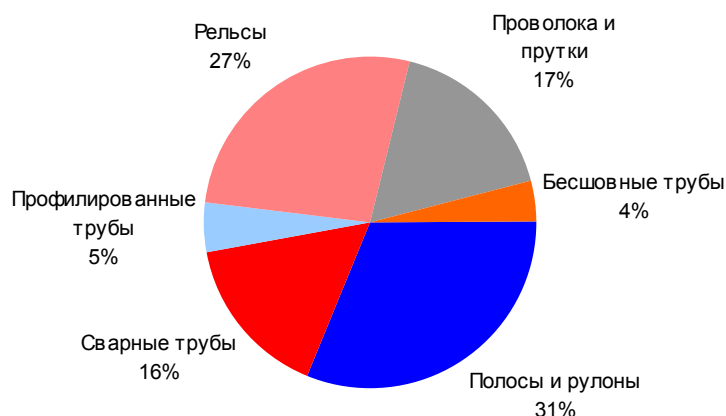
OSM Tubular в канадском Камрозе выпускает трубную продукцию для нефтяного сектора и линейные трубы нефтяного сортамента и газовых трубопроводов. OSM принадлежат два трубопрокатных завода в Камрозе. Один из них – электросварочный завод, который производит трубы и колонны диаметром до 16 дюймов. Эти трубы используются, в первую очередь, в бурении и транспортировке нефти и газа из скважины до более крупных трубопроводов. Они также используются для дистрибуции газа с места реализации. Мощность завода составляет примерно 127 000 т в год. Второй завод – стан для производства сварных труб методом UOE, который производит трубы большого диаметра, используемые в магистральных трубопроводах. Мощность завода составляет 181 000 т в год. Оба завода используют толстый лист и рулоны для производства собственной продукции.

Rocky Mountain Steel Mills (RMSM) в Пуэбло – мини-завод по выпуску специализированной продукции в виде рельс (мощность 408 000 т), бесшовных труб, прутка и спиральной арматуры. RMSM также производит стальные полуфабрикаты. Используя инновационную технологию производства упрочненных рельсов, завод выпускает наиболее прочные и износостойчивые рельсы в мире. Мы считаем, что Evraz может получить значительные выгоды от покупки этой технологии. В действительности Evraz планирует в настоящее время потратить примерно \$574 млн. на разработку новых типов рельс на основе технологии OSM, которые будут поставляться РЖД. Evraz подписал контракт на три года по поставке рельсов РЖД и должен поставить в 2007 году 701 300 т.

Объем производства OSM будет стабильно повышаться в 2006-2011 годах

Как мы уже ранее упоминали, OSM – одна из самых диверсифицированных сталелитейных компаний в Северной Америке, что позволяет ей варьировать свою номенклатуру продукции в зависимости от изменения спроса и производственных циклов. Evraz ожидает, что в 2006 году Oregon поставит примерно 1.5 млн. метрических т готовой стали, что на 12% больше, чем в 2005 году. Этот объем будет примерно поровну распределен между двумя подразделениями.

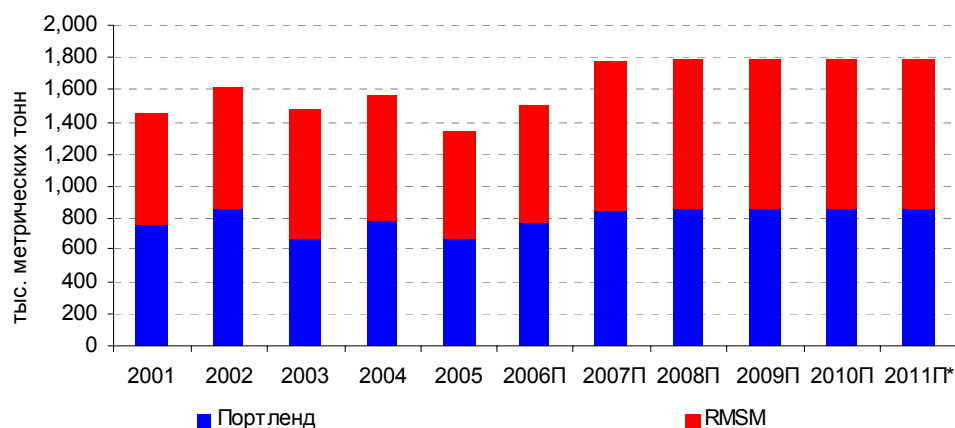
Поставки OSM могут составить до 1.5 млн. т готовой стали в 2006 году



Источник: данные компании

За последние несколько лет объем производства OSM довольно сильно колебался. В 2006 году OSM увеличила поставки листа и рулонов, сварных труб, профиля, рельсов и бесшовных труб. С другой стороны, это было отчасти нивелировано снижением объемов продаж арматуры. Помимо этого, завод по производству бесшовных труб компании, который простаивал с ноября 2003 года, возобновил производство в конце 2005 года. В 2006 году OSM планировала поставить клиентам примерно 65 000 т данной продукции. В 2007 году, по нашему мнению, OSM увеличит поставки примерно на 18% в годовом сопоставлении и может нарастить объем производства до 1.8 млн. т за счет увеличения производства труб большого диаметра и продолжающегося повышения выпуска бесшовных труб. В будущем, по нашим оценкам, компания будет поддерживать такой уровень производства, другими словами – коэффициент загрузки составит 85-87%.

Мы ожидаем постепенного увеличения объемов производства в 2006-2011 годах

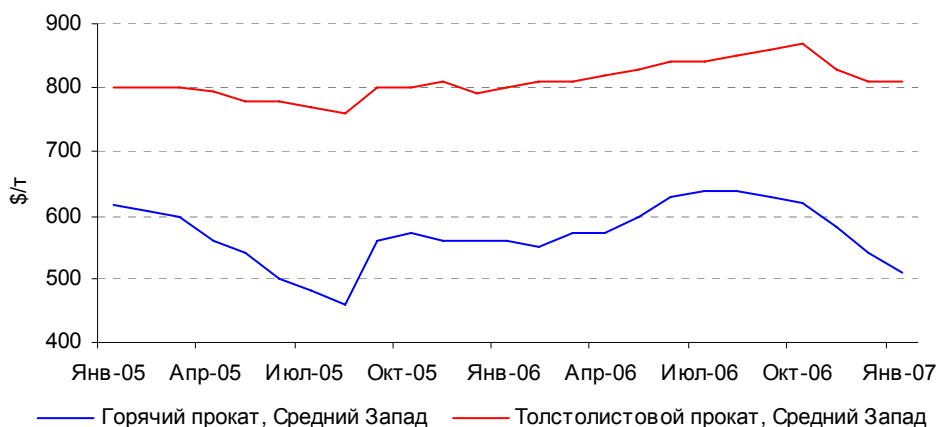


*год введения долгосрочных цен

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

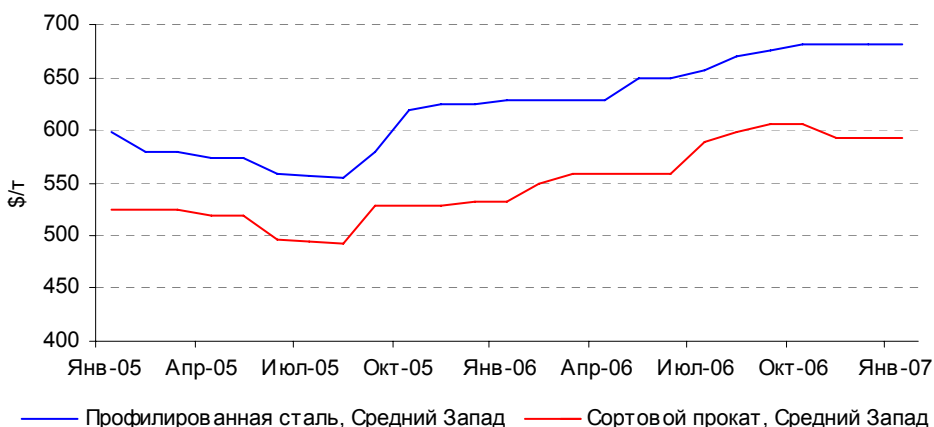
В прошлом году OSM сопутствовала благоприятная ценовая конъюнктура – в особенности это касается бесшовных труб (у этой продукция самая высокая средняя цена реализации из всей номенклатуры OSM), трубы большого диаметра, электросварные трубы, рельсы и арматуру. Цены на листовую прокат, с другой стороны, достигли пика во втором полугодии 2006 года, после чего стали снижаться.

Цены на толстолистовую и горячекатаную рулонную сталь в США начали снижаться в конце 2006



Источник: Metal Bulletin, оценки "Атона"

Цена сортового проката в США стабильно росла в 2006 году



Источник: Metal Bulletin, оценки "Атона"

Снижение цен будет компенсировано увеличением производства и сокращением затрат

Последние три года OSM стабильно демонстрировала рост выручки – в первую очередь, за счет повышения цен на сталь. В 2006 году компания планировала получить выручку в размере примерно \$1.51 млрд., что на 20% выше, чем в 2005 году. Основная причина – рост объема поставок и цены реализации (особенно – бесшовных труб). По нашим оценкам, EBITDA компании может составить в 2006 году \$341 млн., увеличившись на 41% по сравнению с 2005 годом. Рентабельность EBITDA должна составить 22%. Снижение цен на слябы в 2006 году, отчасти нивелированное повышением стоимости металлолома для подразделения RMSM, стало причиной улучшения ситуации с рентабельностью.

В будущем мы ожидаем постепенного снижения цен на сталь в период 2007-2011 годов. Это должно быть компенсировано увеличением объема поставок и стабильными либо сокращающимися расходами за счет покупки компании российской Evraz Group. Мы ожидаем, что более дешевые высококачественные слябы от Evraz позволят снизить производственные расходы OSM. Помимо этого, основное внимание, которое компания уделяет продукции с добавленной стоимостью (следовательно – высокорентабельной продукции), позволит OSM удерживать расходы под контролем.

Компания активно вкладывала средства в свои заводы последние пять лет, инвестировав порядка \$500 млн. Мы не прогнозируем значительных капложений в

ближайшие несколько лет и считаем, что ежегодный объем инвестиций не превысит \$48 млн., что лишь немного больше амортизации.

Рост объема поставок и сокращение затрат отчасти компенсируют снижение цен на сталь

\$ млн.	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П*
Выручка							
Oregon Steel division	779	910	996	973	920	865	828
RMSM	479	595	721	674	657	640	622
Совокупная выручка	1,258	1,505	1,717	1,647	1,577	1,505	1,451
Валовая прибыль	254	377	393	340	320	298	295
Валовая рентабельность	20%	25%	23%	21%	20%	20%	20%
ЕБИТДА	242	341	351	302	285	268	267
Рентабельность ЕБИТДА	19%	22%	20%	18%	18%	18%	18%
ЕБИТ	202	297	307	258	241	223	222
Рентабельность ЕБИТ	16%	20%	18%	16%	15%	15%	15%
Капвложения	80	87	48	48	48	48	48
Выручка, \$/т							
Oregon Steel division	1,163	1,165	1,174	1,121	1,060	996	954
RMSM	706	819	779	728	710	692	673
Консолидированная выручка	933	998	968	918	879	839	809
ЕБИТДА, \$/т	179	225	198	168	159	149	149
Market prices							
Горячий прокат, Средний Запад, \$/т	552	594	596	569	537	505	484
Толстолистовой прокат, Средний Запад, \$/т	790	831	834	796	752	707	678
Профиль, Средний Запад, \$/т	586	655	660	641	625	609	591
Сортовой прокат, Средний Запад, \$/т	518	576	581	563	549	535	519

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Детализированная финансовая информация, в которую, помимо прочего, включены показатели Oregon Steel и новые оценки стоимости "Распадской" (на 40% принадлежит Evraz) подробно рассмотрены в нашем отчете от 13 февраля 2007 года и представлен в Приложении. Приведенная ниже таблица вкратце представляет основные показатели: в результате описанных выше изменений выручка Evraz в 2007 и 2008 годах будет соответственно на 24% и 23% выше, чем мы прогнозировали ранее, а ЕБИТДА – на 19% и 14%.

Пересмотренный прогноз результатов Evraz включает в себя покупку OSM, новые показатели по "Распадской" и уточненные допущения в модели

\$ млн.	2006П	В год. сопост.	Новый/ предыдущий	2007П	В год. сопост.	Новый/ предыдущий	2008П	В год. сопост.	Новый/ предыдущий
Выручка	7,959	22%	-1%	9,393	18%	24%	8,637	-8%	23%
ЕБИТДА	2,450	34%	0%	2,809	15%	19%	2,068	-26%	14%
Чистая прибыль	1,377	52%	1%	1,528	11%	16%	1,062	-30%	12%

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Заключение: хорошая покупка, но по довольно высокой цене

Одной из основных выгод для Evraz в результате покупки Oregon Steel стал доступ к североамериканскому трубному бизнесу и высокорентабельному производству толстолистовой стали.

Компания также может увеличить поставки слябов с текущего уровня 200 тыс. т до примерно 1 млн. т (стоимость транспортировки из России в США составляет примерно \$40/т), снизив зависимость волатильных азиатских рынков. Кроме того, OSM – довольно эффективная компания. Штат Oregon Steel составляет лишь 1 700 сотрудников, а ЕБИТДА в 2006 ожидается на уровне \$341 млн. Для контраста, штат Evraz составляет свыше 100 000 человек, а ЕБИТДА в 2006 году прогнозируется на уровне \$2.5 млрд.

В плане синергетического эффекта Evraz не предоставил конкретных цифр. Однако потенциальные возможности включают в себя:

1. Evraz уходит с волатильных рынков слябов Азии на более стабильный североамериканский рынок;

2. Evgaz теперь имеет доступ к современной технологии производства рельсов. Это также может означать, что Evgaz будет производить рельсы с более высокой добавленной стоимостью в России. Цены на рельсы в США более чем на 30% выше, чем в России. Рентабельность Oregon Steel составляет примерно \$200/т рельсов, или примерно 25%.
3. Наконец, трубный бизнес Oregon Steel – очень прибыльный. Заказы компании заключены на период вплоть до окончания 2007 года. Клиенты Oregon Steel – североамериканские компании (в основном – из США). У Evgaz теперь создается излишек слэбов, что дает ей возможность построить новый завод и продавать трубы на российский Дальний Восток.

В целом, мы не считаем данную сделку впечатляющей, однако она кажется нам достаточно выгодной для компании в долгосрочной перспективе. Исходя из этого, мы повысили прогнозируемую стоимость акций компании, что более подробно освещается ниже.

НЛМК: совместное предприятие с Dufenco обеспечит эффект синергии

Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК) объявил в декабре 2006 года о подписании соглашения с Dufenco Group, в рамках которого НЛМК приобретает определенные активы Dufenco в области производства и дистрибуции стали в Европе и США. НЛМК заплатит примерно \$805 млн. за долю в СП в размере 50%, профинансировав сделку из собственных средств.

В это совместное предприятие войдут 22 компании, в настоящее время принадлежащие Dufenco, среди которых один сталелитейный завод и пять сталепрокатных предприятий общей мощностью 4.5 млн. т стали в год (заканчивающийся 30 сентября 2006 года).

Это соглашение соответствует стратегии роста, представленной НЛМК в сентябре 2006 года, которая предполагает увеличение производства слэбов к 2011 году на 40% (с 9.0 млн. т до 12.4 млн. т). Дополнительные мощности будут производить продукцию с добавленной стоимостью с последующей ее реализацией на основных рынках НЛМК после приобретения сталепрокатных мощностей. Для достижения этой цели НЛМК планирует построить новую доменную печь (#7) мощностью 3.4 млн. т в год, а также провести ремонт трех из пяти существующих доменных печей и кислородных конвертеров #1 и #2. Общий объем инвестиций предполагается на уровне \$2 млрд.

Обе компании приняли решение реализовать амбициозную программу технического переоснащения и расширения мощностей, которые вошли в состав СП, стоимостью свыше \$490 млн. Целью этой программы является увеличение производства мощностях СП с использованием растущего объема производства стальных полуфабрикатов НЛМК.

С нашей точки зрения, создание совместного предприятия идет на пользу и Dufenco: у заводов компании в настоящее время накопились избыточные прокатные мощности, при этом они испытывают дефицит полуфабрикатов. Предварительные результаты показывают, что в 2006 году заводы, которые войдут в состав СП, потребили 4.4 млн. т слэбов, из которых лишь 2.1 млн. т был поставлен с собственных предприятий Dufenco. Это говорит о том, что поставки слэбов с заводов НЛМК на заводы Dufenco увеличатся с текущего уровня 0.5 млн. т до 1.2 млн. т в 2007 году и достигнут 3.6 млн. т к 2012 году, восполняя существующий дефицит и удовлетворяя потребности новых мощностей.

Используя ориентировочный показатель EBITDA предприятий, которые войдут в СП, в размере \$346 млн. по итогам финансового года, завершившегося 30 сентября 2005 года, мы получаем предполагаемый коэффициент EV/EBITDA сделки на уровне 4.6. Таким образом, данная транзакция не кажется нам неоправданно дорогой, особенно с учетом того, что СП должно продемонстрировать более высокие операционные результаты в 2007 году и добиться эффекта синергии в последующие годы. Руководство обеих компаний оценивает потенциальную синергию в \$330 млн. или \$55 млн. в год, начиная с 2010 года. Большая часть синергии (\$262 млн.) будет достигнута путем использования дешевых и высококачественных слябов производства НЛМК для выпуска готовой стали с высокой добавленной стоимостью.

Мы считаем создание СП позитивным моментом для НЛМК. Оно говорит о том, что компания способна выполнять сделанные прогнозы и реализовывать намеченные стратегические планы. Мы считаем, что образующийся в результате создания СП синергетический эффект, гармонизация стратегий обеих компаний, дальнейшее укрепление позиций НЛМК на ключевых рынках и снижение зависимости от волатильности рынка слябов должны оказать положительное влияние на долгосрочные показатели компании. После создания СП объем реализации продукции с добавленной стоимостью НЛМК должен повыситься с текущих 42% до 58% к 2012 году, в то время как продажи полуфабрикатов снизятся с 45% до 17% за тот же период.

При этом в нашем прогнозе финансовых результатов пока не отражено создание совместного предприятия или запланированное увеличение производства слябов на 40%. Мы намерены внести подобные изменения, когда мы получим больше информации о будущей деятельности СП. Мы также хотели бы отметить, что синергетический эффект будет заметен не ранее 2010 года, поэтому немедленного влияния на оценку стоимости компании он не окажет. Однако, поскольку в более долгосрочной перспективе создание совместного предприятия создает, на наш взгляд, дополнительную стоимость для НЛМК, мы отразили это в остаточных темпах роста, которые мы используем в модели DCF.

"Мечел": выгоды от высоких цен на никель и сталь

Кривая котировок акций «Мечела» в последнее время стала совпадать с кривой цен на никель, что связано с большой долей этого металла в объеме производства компании, которой принадлежат 79% Южно-Уральского никелевого комбината ("Южуралникель"). Результаты "Южуралникеля" за III квартал 2006 года оказались особенно высокими: выручка выросла на 34% по сравнению со II кварталом и на 97% в годовом сопоставлении. Цены на никель повысились на 14% в квартальном сопоставлении в IV квартале 2006 года и на 21% в I квартале 2007 года. Помимо этого, в IV квартале 2006 года и I квартале 2007 года выросли цены на листовую прокат, и мы не ожидаем снижения цен на оба вида продукции во II квартале этого года. Поэтому мы считаем, что "Мечел покажет сильные финансовые результаты в IV квартале 2006 года и первом полугодии 2007 года. Мы уточнили ряд допущений в модели DCFи компании, в результате чего изменилась прогнозируемая цена конец 2007 года. Более подробно об этом в разделе "Оценка стоимости".

В будущем мы ожидаем, что "Мечел" продолжить вкладывать 70% из запланированных инвестиций в растущий добывающий бизнес. По прогнозам компании, новые инвестиции позволят увеличить производство угля с текущего уровня примерно 16 млн. т в год до 25 млн. т в год к 2010 году. Сталелитейный бизнес компании приносит ей 70% выручки, но не настолько рентабелен, как добывающий сегмент. Мы полагаем, что "Мечел" сохранит свои сталелитейные активы ради диверсификации бизнеса, но считаем возможным и выделение/продажу.

Компания также планирует увеличить долю продукции с добавленной стоимостью в совокупном объеме продаж сталелитейного сегмента.

ММК: листинг в Лондоне не за горами

Интерес инвесторов к ММК вернулся в IV квартале 2006 года на фоне сообщений о готовящемся в 2007 году листинге акций компании на London Stock Exchange. В декабре 2006 года компания объявила о намерении разместить 1.45 млрд. новых акций по открытой подписке, что увеличит уставный капитал на 14% с нынешнего уровня 10.63 млрд. Затем, в начале января 2007 года Федеральная служба по финансовым рынкам зарегистрировала новый выпуск акций и разрешила компании разместить до 25% акций за рубежом, сообщило агентство «Интерфакс». Самая свежая информация говорит о том, что ММК может разместить 10-14% акций в Лондоне и Москве во II квартале 2007 года. Текущий объем акций компании в свободном обращении составляет менее 1%, и листинг позволит существенно повысить их ликвидность. В связи с этим мы изменили ряд допущений в модели DCF ММК (см. раздел "Оценка стоимости"), в частности – коэффициент дисконтирования WACC, на которой сильно влияла низкая ликвидность бумаг.

За последние 15 лет компания серьезно обновила свои активы и повысила эффективность работы комбината. В ближайшие два года ММК планирует изменить структуру производства за счет увеличения выпуска стали в электродуговых печах и повышения доли продукции с высокой добавленной стоимостью в номенклатуре. Стоит заметить, что компания остается зависимой от колебаний цен на сырье и является единственным производителем стали из освещаемых нами компаний, который не полностью обеспечивает свои потребности в руде и угле. Зависимость ММК от внешних поставок может негативно повлиять на финансовые показатели компании, если цены на сырье вырастут – хотя в последнее время они держатся на том же уровне.

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

Повышение прогнозируемых цен всех анализируемых нами компаний на конец 2007 года цен связано с новыми допущениями в моделях DCF, а в некоторых случаях – с определенными корпоративными событиями. При этом мы считаем, что текущие котировки уже отражают описанные выше изменения, поэтому мы советуем инвесторам проявлять осторожность перед грядущим снижением цен на сталь во втором полугодии 2007 года. Тем не менее, акции двух наших фаворитов в данном секторе выглядят недооцененными, поэтому мы сохраняем рекомендацию "Покупать" акции "Северстали" и повышаем рекомендацию по акциям НЛМК с "Держать" до "Покупать".

Новые оценки и допущения ведут к повышению прогнозируемой цены

Мы пересмотрели наши оценки финансовых результатов всех компаний с учетом новых допущений в моделях DCF, уточнили прогнозы цен, а в некоторых случаях учли недавние приобретения и другие важные корпоративные события. Наше самое значительное допущение в моделях DCF – остаточные темпы роста на уровне 3% для всех сталелитейных компаний (ранее – 0-1%), а также применение долгосрочных прогнозируемых цен с 2011 года (ранее – с 2016 года). Мы присвоили всем компаниям (за исключением НЛМК) остаточные темпы роста на уровне 3%, поскольку они все непосредственно связаны с ростом российской экономики и инфраструктурным бумом, который, на наш взгляд, окажет положительное воздействие на показатели российских производителей стали. Мы представили детальные таблицы с финансовыми показателями в Приложении.

Консолидированные показатели "Северстали" выросли после включения результатов Lucchini с 2007 года. Мы считаем, что потенциальный синергетический эффект – либо посредством оптимизации материальных потоков, либо за счет получения новых технологий, может привести к дополнительному повышению финансовых результатов "Северстали". Поэтому мы повышаем прогнозируемую стоимость акций компании на конец 2007 года с \$13.90 до \$15.53. Мы повторяем рекомендацию "Покупать", поскольку мы считаем акции компании по-прежнему привлекательным инструментом, о чем более подробно рассказывали в отчете от 17 ноября 2006 года.

Консолидация Lucchini повышает прогнозируемую стоимость "Северстали"

Начальная прогнозируемая цена на конец 2007 года	\$13.90
Новые остаточные темпы роста	\$0.27
Новый год начала действия долгосрочных цен	\$0.63
Покупка Lucchini, новые прогнозы, новые приобретения	\$0.73
Окончательная прогнозируемая цена на конец 2007 года	\$15.53

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Финансовые показатели Evraz и, как следствие, прогнозируемая стоимость акций компании на конец 2007 года повышаются вслед за включением Oregon Steel в нашу модель оценки стоимости компании. Мы также уточнили данные с учетом новых допущений по "Распадской" (40% принадлежит Evraz), которые подробно изложены в отчете об угольной промышленности от 13 февраля "Повышение спроса обеспечит рост сектора". В результате всех изменений прогнозируемая цена акций Evraz на конец 2007 года повысилась с \$25.50 до \$35.04.

Прогнозируемая цена акций Evraz на конец 2007 года выросла на 36% в результате покупки OSM и пересмотра модели DCF

Начальная прогнозируемая цена на конец 2007 года	\$25.50
Новые остаточные темпы роста	\$1.51
Новый год начала действия долгосрочных цен	\$3.37
Покупка OSM, новые прогнозы, новые приобретения	\$4.66
Окончательная прогнозируемая цена на конец 2007 года	\$35.04

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Мы повысили прогнозируемую стоимость акций НЛМК на конец 2007 года с \$2.27 до \$3.13. Наши оценки финансовых показателей в настоящее время не отражают создание СП с Dufesco или прогнозируемое увеличение производства слябов на 40%. Мы ожидаем подробностей сделки от компании, после чего внесем соответствующие изменения в модель. Синергетический эффект, вероятно, проявится лишь в 2010 году и не окажет в краткосрочной перспективе влияния на результаты компании. Тем не менее, мы считаем, что СП создаст дополнительную стоимость компании в долгосрочной перспективе, поэтому оно отражается в остаточных темпах роста компании – для них мы используем коэффициент 5%, а не 3%, как для других российских компаний. Описанные выше изменения используемых в модели допущений, а также прогнозы снижения стоимости коксующегося угла, привели к повышению прогнозируемой стоимости акций НЛМК с \$2.27 до \$3.13.

Прогнозируемые нами финансовые результаты "Мечела" и стоимость акций компании на конец 2007 года повышаются, в первую очередь, в результате изменения прогноза цен на никель, а также с учетом прогноза более сильных результатов по итогам первого полугодия 2007 года и изменений в модели DCF. В результате мы повышаем прогнозируемую цену акций "Мечела" с \$25.8 до \$32.85.

Наконец, мы повысили прогнозируемую цену акций ММК с \$0.68 до \$0.95. На это оказали влияние не только изменения, внесенные в модель, но и будущее размещение акций компании в Лондоне. Мы учли в модели повышение ликвидности акций, понизив коэффициент beta с 1.75 до 1.25.

Акции компаний полностью оценены, за исключением "Северстали" и НЛМК

Несмотря на то, что в результате описанных выше изменений в мы повысили прогнозируемые цены акций всех компаний, мы считаем, что многие из обсуждавшихся выше событий уже заложены в рыночной стоимости акций. "Северсталь" остается нашим фаворитом, мы рекомендуем **"Покупать"** акции компании, прогнозируемая цена на конец 2007 года – \$15.53, что предполагает возможность роста котировок на 23%. Мы также повысили рекомендацию по акциям НЛМК с "Держать" до **"Покупать"**, новая прогнозируемая цена на конец 2007 года – \$3.13, что подразумевает потенциал роста на 17% по сравнению с текущим уровнем. Акции НЛМК выглядят еще более привлекательно в свете создания СП с Dufesco, которое, по мнению руководства компании, обеспечит эффект синергии с 2010 года.

Остаточные темпы роста повышены до 3-5% после пересмотра допущений в модели DCF

	Остаточные темпы роста	Стоимость акционерного капитала	Основные предположения			WACC
			Коэффициент beta	Валовой долг, % капитализации	Стоимость обслуживания долга (после налогообложения)	
Evraz	3%	14.6%	1.00	40%	6.1%	11.2%
Мечел	3%	13.6%	1.00	30%	6.1%	11.4%
ММК	3%	15.5%	1.25	30%	6.1%	12.7%
НЛМК	5%	12.3%	1.00	10%	5.3%	11.6%
Северсталь	3%	13.6%	1.00	30%	6.1%	11.4%

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

"Северсталь" и НЛМК – наши фавориты

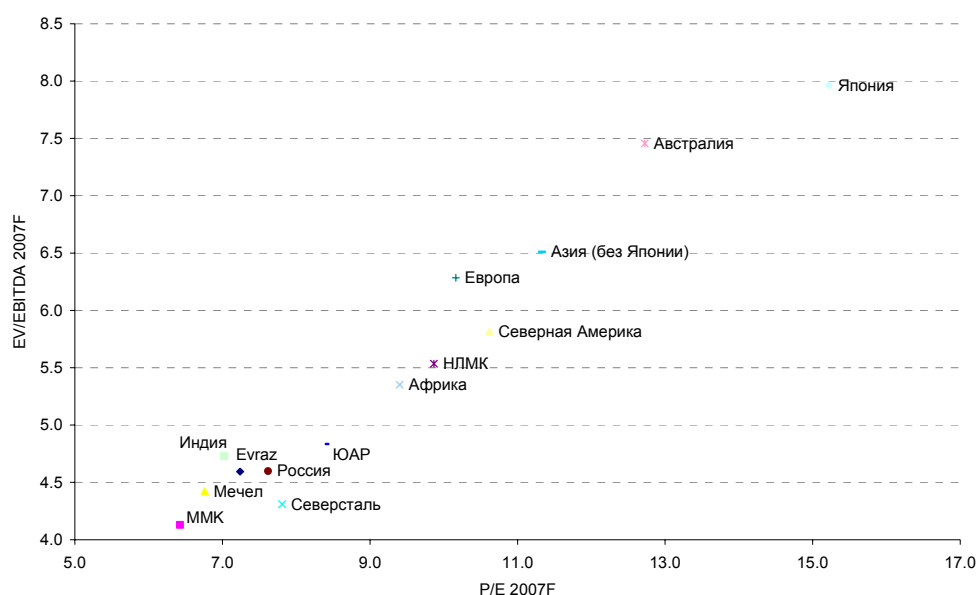
	Цена, \$	Прогнозируемая цена, \$		Изм.	Потенциал роста/снижения	Рекомендация
	16-мар-07	Новая	Предыдущая			
Evrax	31.50	25.50	35.04	37%	11%	Держать
Мечел	29.88	25.80	32.85	27%	10%	Держать
ММК	0.95	0.68	0.95	40%	0%	Держать
НЛМК	2.68	2.27	3.13	38%	17%	Покупать
Северсталь	12.60	13.90	15.53	12%	23%	Покупать

Источник: данные компаний, оценки "Атона"

Несмотря на недавний рост, российские производители стали по-прежнему выглядят недорого по сравнению с мировыми аналогами

\$ млн. на 16 марта 2007	Цена (обыкн.) \$	Рын. кап. \$ млн.	EV, \$ млн.	EV/EBITDA			P/E			P/OCF		
				2006П	2007П	2008П	2006П	2007П	2008П	2006П	2007П	2008П
Россия												
Evrax Group	31.5	11,047	12,904	5.3	4.6	6.2	9.4	8.4	12.1	5.9	6.7	8.5
Мечел	29.9	4,146	4,397	4.5	4.4	5.7	7.6	7.4	10.1	5.1	5.7	7.1
ММК	0.95	10,046	9,558	4.3	4.1	5.7	6.4	6.1	8.9	6.1	5.2	6.9
НЛМК	2.68	16,062	14,258	5.5	5.5	6.3	8.7	8.8	10.4	9.6	6.7	7.7
Северсталь	12.6	12,799	13,942	5.0	4.3	4.7	10.6	8.5	9.9	6.5	6.4	5.7
Средневзвешенное				5.0	4.7	5.8	8.8	8.0	10.3	7.1	6.3	7.2
Развивающиеся рынки												
POSCO	407	35,358	34,379	5.6	4.8	4.2	10.3	8.7	7.2	10.9	5.7	5.2
Baoshan Iron & Steel	1.13	19,875	25,303	6.3	5.5	5.2	12.6	10.7	10.1	6.4	6.0	5.3
Gerdau Metalurgica	16.4	10,442	15,755	6.5	5.9	5.6	8.8	7.2	6.7	8.2	8.3	7.2
Companhia Siderurgica Nacional	37.6	10,223	13,267	6.9	6.0	5.4	11.3	8.9	9.2	9.9	6.6	6.4
Usinas Siderurgicas de Minas	41.1	10,275	10,476	5.4	4.5	5.3	8.9	7.2	8.9	11.4	15.2	11.8
Tata Iron & Steel	9.77	5,670	6,334	4.4	4.1	4.0	6.7	6.0	6.0	6.5	5.2	5.6
Eregli	9.51	4,640	5,681	6.9	6.7	5.6	9.7	9.8	8.5	9.2	6.8	5.7
Средневзвешенное				6.0	5.2	4.9	10.3	8.7	8.1	9.3	7.2	6.3
Развитые рынки												
JFE Holdings	61.4	35,801	46,691	7.6	7.7	7.6	12.4	13.8	13.1	9.9	8.8	8.2
Mittal Steel	50.5	70,333	98,845	6.3	5.7	5.4	8.8	8.5	7.4	42.7	6.3	6.1
Nucor	61.7	18,568	18,943	5.8	6.1	6.4	10.6	11.8	12.5	8.4	9.4	9.4
Corus	11.8	11,134	13,836	8.4	8.3	9.0	14.9	14.1	15.4	10.3	8.4	0.4
USX-US Steel	89.2	10,574	10,281	4.8	5.5	5.9	7.7	10.1	11.1	6.1	6.8	7.7
IPSCO	101	4,771	5,690	5.3	5.1	5.2	7.4	8.2	8.1	11.0	6.6	6.6
Средневзвешенное				6.4	6.4	6.6	10.3	11.1	11.2	14.7	7.7	6.4

Источник: данные компании; Bloomberg, оценки "Атона"

Наиболее близко российские компании торгуются к сопоставимым аналогам из Южной Америки


Источник: данные компании; Bloomberg, оценки "Атона"

ПРИЛОЖЕНИЕ: EVRAZ GROUP

Отчет о прибылях и убытках

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Выручка от реализации товаров и услуг	6508	7959	9393	8637	8321	8046	7812
Прочая выручка	0	0	0	0	0	0	0
Совокупная выручка	6508	7959	9393	8637	8321	8046	7812
Себестоимость реализации	-3,917	-4,616	-5,669	-5,713	-5,529	-5,333	-5,200
Валовая прибыль	2,591	3,343	3,724	2,923	2,792	2,713	2,612
Коммерческие и административные затраты	-658	-782	-821	-769	-756	-700	-648
Налоги, кроме налога на прибыль							
Прочие операционные затраты	-106	-111	-94	-86	-83	-80	-78
ЕВITDA	1,827	2,450	2,809	2,068	1,953	1,933	1,886
Амортизация	243	309	398	402	400	398	393
Операционная прибыль	1,584	2,142	2,411	1,666	1,553	1,535	1,493
Чистые процентные расходы	-127	-165	-259	-211	-153	-105	-102
Прочие доходы/расходы	62	54	83	98	116	111	104
Балансовая прибыль	1,519	2,030	2,234	1,553	1,515	1,541	1,495
Налог на прибыль	-476	-571	-626	-435	-424	-432	-419
Доли миноритариев	-137	-82	-80	-56	-55	-55	-54
Скорректированная чистая прибыль	905	1,377	1,528	1,062	1,037	1,054	1,023

Отчет о движении денежных потоков

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Чистая прибыль	905	1,377	1,528	1,062	1,037	1,054	1,023
Амортизация	-243	-309	-398	-402	-400	-398	-393
Изменение рабочего капитала	163	29	-50	28	9	22	18
Прочее	671	1,072	845	837	834	851	839
Операционный денежный поток	1,496	2,169	1,925	1,526	1,479	1,529	1,487
Капвложения	-688	-557	-2,798	-400	-368	-323	-283
Приобретения	-1,127	-546	0	0	0	0	0
Прочее	50	-233	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-1,764	-1,336	-2,798	-400	-368	-323	-283
Изменение суммы долга	1,032	-163	1,683	-1,027	-1,326	-40	-40
Дивиденды	-535	-386	-344	-382	-266	-259	-264
Прочее	121	-139	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	618	-687	1,339	-1,409	-1,591	-299	-304

Баланс

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Денежные средства и ликвидные активы	684	1,107	1,573	1,290	810	1,717	2,618
Товарно-материальные запасы	964	940	1,180	1,192	1,153	1,114	1,087
Дебиторская задолженность	465	580	613	584	578	559	542
Прочие текущие активы	531	471	471	471	471	471	471
Всего текущие активы	2,644	3,098	3,837	3,537	3,012	3,861	4,719
Основные фонды	3,045	3,406	4,594	4,592	4,560	4,485	4,375
Инвестиции	902	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179
Прочие долгосрочные активы	61	178	1,390	1,390	1,390	1,390	1,390
Всего долгосрочные активы	4,007	4,763	7,163	7,161	7,129	7,054	6,944
Всего активы	6,651	7,861	11,000	10,698	10,141	10,915	11,663
Краткосрочный долг	835	633	2,361	1,378	397	357	317
Кредиторская задолженность	756	873	1,096	1,107	1,071	1,035	1,010
Прочие краткосрочные обязательства	305	247	247	247	247	247	247
Всего краткосрочные обязательства	1,896	1,753	3,703	2,732	1,714	1,639	1,574
Долгосрочный долг	1,515	1,555	1,510	1,465	1,120	1,120	1,120
Прочие долгосрочные обязательства	355	344	312	290	269	269	269
Всего долгосрочные обязательства	1,870	1,898	1,822	1,756	1,390	1,390	1,390
Доли миноритариев	190	259	340	396	450	506	560
Всего акционерный капитал	2,695	3,951	5,135	5,815	6,586	7,381	8,140
Всего обязательства и акционерный капитал	6,651	7,861	11,000	10,698	10,141	10,915	11,663

Источник: данные компании, оценки "Атона"

ПРИЛОЖЕНИЕ: "МЕЧЕЛ"

Отчет о прибылях и убытках

\$ млн., US GAAP	2005	2006F	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F
Совокупная выручка	3,805	4,314	4,655	4,396	4,295	4,253	4,185
Себестоимость реализации	-2,302	-2,575	-2,590	-2,673	-2,757	-2,771	-2,746
Валовая прибыль	1,503	1,740	2,065	1,723	1,539	1,482	1,439
Коммерческие и административные затраты	-710	-674	-931	-865	-830	-804	-774
Налоги, кроме налога на прибыль	-110	-97	-140	-80	-60	-60	-60
Прочие операционные затраты	-110	-97	-140	-80	-60	-60	-60
ЕБИТДА	683	969	994	777	648	618	605
Амортизация	-168	-195	-173	-178	-183	-188	-210
Операционная прибыль	516	774	821	599	465	431	395
Чистые процентные расходы	-31	-36	-50	-50	-50	-50	-50
Прочие доходы/расходы	40	45	32	40	32	32	32
Балансовая прибыль	525	782	803	589	447	413	377
Налог на прибыль	-137	-195	-209	-153	-116	-107	-98
Доли миноритариев	-7	-9	0	0	0	0	0
Скорректированная чистая прибыль	381	577	594	436	331	305	279

Отчет о движении денежных потоков

\$ млн., US GAAP	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Чистая прибыль	381	577	594	436	331	305	279
Амортизация	168	195	173	178	183	188	210
Изменение рабочего капитала	71	70	5	2	5	31	11
Прочее	-1	19	0	0	0	0	0
Операционный денежный поток	619	862	772	616	519	524	500
Капвложения	-428	-391	-224	-224	-224	-224	-150
Приобретения	-495	-17	0	0	0	0	0
Прочее	-73	-180	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-995	-588	-224	-224	-224	-224	-150
Изменение суммы долга	-217	191	0	0	0	0	0
Дивиденды	-192	-190	-349	-219	-170	-156	-143
Прочее	102	-39	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	-307	-37	-349	-219	-170	-156	-143

Баланс

\$ млн., US GAAP	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Денежные средства и ликвидные активы	312	563	763	936	1,061	1,205	1,412
Товарно-материальные запасы	497	583	576	599	612	592	588
Дебиторская задолженность	492	586	541	544	542	536	524
Прочие текущие активы	59	25	25	25	25	25	25
Всего текущие активы	1,359	1,758	1,905	2,104	2,240	2,359	2,550
Основные фонды	1,549	1,849	1,899	1,945	1,986	2,022	1,961
Инвестиции	425	433	433	433	433	433	433
Прочие долгосрочные активы	267	650	650	650	650	650	650
Всего долгосрочные активы	2,241	2,932	2,982	3,028	3,068	3,104	3,044
Всего активы	3,600	4,690	4,887	5,132	5,309	5,463	5,594
Краткосрочный долг	389	277	277	277	277	277	277
Кредиторская задолженность	482	739	692	718	734	740	734
Прочие краткосрочные обязательства	98	58	58	58	58	58	58
Всего краткосрочные обязательства	969	1,074	1,027	1,053	1,069	1,075	1,069
Долгосрочный долг	46	350	350	350	350	350	350
Прочие долгосрочные обязательства	247	319	319	319	319	319	319
Всего долгосрочные обязательства	292	669	669	669	669	669	669
Доли миноритариев	128	136	136	136	136	136	136
Всего акционерный капитал	2,210	2,810	3,055	3,273	3,434	3,583	3,719
Всего обязательства и акционерный капитал	3,600	4,690	4,887	5,132	5,309	5,463	5,594

Источник: данные компании, оценки "Атона"

"Мечел": модель DCF

\$ млн.	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Выручка	4,655	4,396	4,295	4,253	4,185
Операционные затраты	-3,661	-3,618	-3,647	-3,635	-3,580
ЕВИТДА	994	777	648	618	605
Амортизация	-173	-178	-183	-188	-210
Операционная прибыль (ЕВИТ)	821	599	465	431	395
Минус: Налог на прибыль	-197	-144	-112	-103	-95
Минус: Капвложения	-224	-224	-224	-224	-150
Минус: Изменения рабочего капитала	5	2	5	31	11
Плюс: Амортизация	173	178	183	188	210
Свободный денежный поток	579	412	318	322	371
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.114	1.240	1.381	1.538
PV будущего FCF	579	370	256	233	241

Совокупная PV будущего FCF 1,679

Расчет остаточной стоимости		Расчет стоимости акционерного капитала		Расчет прогнозируемого коэффициента beta	
Остаточный FCF, \$ млн.	371	Долгосрочная безрисковая ставка	5.2%	Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн.+прив.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент beta
Остаточные темпы роста	3%	Премия за риск инвестиций в Россию/	1.0%	> 100	1.0
Остаточная ставка дисконтирования	11.4%	Безрисковая ставка в России	6.2%	10-100	1.25
Остаточная стоимость, \$ млн.	4,570	Стандартная премия за акции	4.0%	1-10	1.5
PV остаточной стоимости, \$ млн.	2,972	Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.40	0.1-1	2
		Предполагаемая доходность рынка	5.6%	< 0.1	3
		Прогнозируемый коэффициент beta	1.0	*на основе объема торгов за 3 месяца (\$)	
		Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.33		
		Стоимость акционерного капитала	13.6%		
Расчет прогнозируемой цены		Расчет WACC			
Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	4,651	Совокупный долг, % от капитализации	30.0%		
Минус: чистый долг (конец 2006П), \$ млн.	64	Стоимость обслуживания долга (до налогов)	6.1%		
Минус: доли миноритариев (2006П), \$ млн.	136	Акционерный капитал, % от капитализации	70.0%		
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	4,452	Стоимость акционерного капитала	13.6%		
Кол-во обыкновенных акций, млн.	407	WACC	11.4%		
Кол-во обыкновенных акций на ADR	3.00				
Эквивалент обыкновенных акций в обращении, млн.	136				
Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	10.95				
Прогнозируемая цена ADR, \$	32.85				

Источник: данные компании, оценки "Атона"

ПРИЛОЖЕНИЕ: ММК

Отчет о прибылях и убытках

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Выручка от реализации товаров и услуг	5,380	6,136	6,261	5,822	5,469	5,132	4,855
Прочая выручка							
Совокупная выручка	5,380	6,136	6,261	5,822	5,469	5,132	4,855
Себестоимость реализации	-3,101	-3,248	-3,235	-3,456	-3,305	-3,133	-3,005
Валовая прибыль	2,279	2,887	3,026	2,366	2,164	1,998	1,849
Коммерческие и административные затраты	-499	-460	-470	-437	-410	-385	-340
Налоги, кроме налога на прибыль							
Прочие операционные затраты	-96	0	0	0	0	0	0
ЕБИТДА	1,511	2,201	2,314	1,672	1,484	1,331	1,224
Амортизация	-173	-226	-242	-257	-270	-282	-286
Операционная прибыль	1,323	1,975	2,072	1,416	1,214	1,049	938
Чистые процентные расходы	33	13	13	13	13	13	13
Прочие доходы/расходы	-39	0	0	0	0	0	0
Балансовая прибыль	1,317	1,988	2,085	1,428	1,227	1,062	950
Налог на прибыль	-372	-497	-521	-357	-307	-266	-238
Доли миноритариев	2	0	0	0	0	0	0
Скорректированная чистая прибыль	947	1,491	1,564	1,071	920	797	713

Отчет о движении денежных потоков

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Чистая прибыль	947	1,491	1,564	1,071	920	797	713
Амортизация	173	226	242	257	270	282	286
Изменение рабочего капитала	193	-161	17	59	14	45	37
Прочее	-58	0	0	0	0	0	0
Операционный денежный поток	1,255	1,556	1,822	1,387	1,205	1,124	1,035
Капвложения	-562	-400	-400	-400	-400	-400	-200
Приобретения	30	0	0	0	0	0	0
Прочее	120	0	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-412	-400	-400	-400	-400	-400	-200
Изменение суммы долга	-596	0	0	0	0	0	0
Дивиденды	-947	-1,057	-224	-235	-161	-138	-119
Прочее	-44	0	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	-1,587	-1,057	-224	-235	-161	-138	-119

Баланс

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Денежные средства и ликвидные активы	1,138	1,237	2,435	3,188	3,832	4,417	5,133
Товарно-материальные запасы	568	618	608	649	625	598	576
Дебиторская задолженность	572	774	759	696	684	641	607
Прочие текущие активы	51	51	51	51	51	51	51
Всего текущие активы	2,329	2,680	3,853	4,584	5,192	5,708	6,367
Основные фонды	2,288	2,462	2,620	2,763	2,893	3,011	2,925
Инвестиции	90	90	90	90	90	90	90
Прочие долгосрочные активы	147	147	147	147	147	147	147
Всего долгосрочные активы	2,525	2,699	2,857	3,000	3,130	3,248	3,162
Всего активы	4,854	5,379	6,710	7,584	8,322	8,956	9,529
Краткосрочный долг	171	171	171	171	171	171	171
Кредиторская задолженность	469	560	551	588	567	542	522
Прочие краткосрочные обязательства	26	26	26	26	26	26	26
Всего краткосрочные обязательства	666	757	748	785	764	739	719
Долгосрочный долг	468	468	468	468	468	468	468
Прочие долгосрочные обязательства	32	32	32	32	32	32	32
Всего долгосрочные обязательства	500	500	500	500	500	500	500
Доли миноритариев	11	11	11	11	11	11	11
Всего акционерный капитал	3,677	4,111	5,451	6,288	7,047	7,706	8,299
Всего обязательства и акционерный капитал	4,854	5,379	6,710	7,584	8,322	8,956	9,529

Источник: данные компании, оценки "Атона"

ММК: модель DCF

\$ млн.	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Выручка	6,261	5,822	5,469	5,132	4,855
Операционные затраты	-3,947	-4,149	-3,985	-3,800	-3,631
ЕВITDA	2,314	1,672	1,484	1,331	1,224
Амортизация	-242	-257	-270	-282	-286
Операционная прибыль (ЕВIT)	2,072	1,416	1,214	1,049	938
Минус: Налог на прибыль	-497	-340	-291	-252	-225
Минус: Капвложения	-400	-400	-400	-400	-200
Минус: Изменения рабочего капитала	17	59	14	45	37
Плюс: Амортизация	242	257	270	282	286
Свободный денежный поток	1,434	992	807	724	835
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.127	1.269	1.430	1.611
PV будущего FCF	1,434	880	636	507	518

Совокупная PV будущего FCF 3,975

Расчет остаточной стоимости		Расчет стоимости акционерного капитала		Расчет прогнозируемого коэффициента beta	
Остаточный FCF, \$ млн.	835	Долгосрочная безрисковая ставка	5.2%	Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн.+прив.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент beta
Остаточные темпы роста	3%	Премия за риск инвестиций в Россию/	1.0%	> 100	1.0
Остаточная ставка дисконтирования	12.7%	Безрисковая ставка в России	6.2%	10-100	1.25
Остаточная стоимость, \$ млн.	8,905	Стандартная премия за акции	4.0%	1-10	1.5
PV остаточной стоимости, \$ млн.	5,528	Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.40	0.1-1	2
		Предполагаемая доходность рынка	5.6%	< 0.1	3
		Прогнозируемый коэффициент beta	1.25	*на основе объема торгов за 3 месяца (\$)	
		Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.66	в РТС, на ММВБ и рынке АДР	
		Стоимость акционерного капитала	15.5%		
Расчет прогнозируемой цены		Расчет WACC			
Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	9,503	Совокупный долг, % от капитализации	30.0%		
Минус: чистый долг (конец 2006П), \$ млн.	-598	Стоимость обслуживания долга (до налогов)	6.1%		
Минус: доли миноритариев (2006П), \$ млн.	11	Акционерный капитал, % от капитализации	70.0%		
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	10,089	Стоимость акционерного капитала	15.5%		
Кол-во обыкновенных акций, млн.	10,630	WACC	12.7%		
Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	0.95				

Источник: данные компании, оценки "Атона"

ПРИЛОЖЕНИЕ: НЛМК

Отчет о прибылях и убытках

\$ млн., US GAAP	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Выручка от реализации товаров и услуг	4,469	5,914	5,813	5,345	5,167	5,027	4,782
Прочая выручка							
Совокупная выручка	4,469	5,914	5,813	5,345	5,167	5,027	4,782
Себестоимость реализации	-2,118	-2,831	-2,802	-2,692	-2,732	-2,633	-2,583
Валовая прибыль	2,351	3,083	3,012	2,654	2,436	2,394	2,199
Коммерческие и административные затраты	-170	-457	-436	-401	-388	-377	-359
Налоги, кроме налога на прибыль							
Прочие операционные затраты	-36	-34	0	0	0	0	0
ЕБИТДА	2,144	2,592	2,576	2,253	2,048	2,017	1,841
Амортизация	-284	-341	-372	-386	-399	-411	-440
Операционная прибыль	1,860	2,251	2,204	1,867	1,649	1,605	1,401
Чистые процентные расходы	-15	-26	-25	-24	-24	-24	-24
Прочие доходы/расходы	61	390	0	0	0	0	0
Балансовая прибыль	1,906	2,614	2,179	1,843	1,625	1,581	1,377
Налог на прибыль	-496	-659	-523	-442	-390	-379	-331
Доли миноритариев	-25	-22	-28	-28	-28	-28	-28
Чистая прибыль	1,385	1,933	1,628	1,373	1,207	1,174	1,019
Корректировки		-298					
Скорректированная чистая прибыль	1,385	1,635	1,628	1,373	1,207	1,174	1,019

Отчет о движении денежных потоков

\$ млн., US GAAP	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Чистая прибыль	1,385	1,933	1,628	1,373	1,207	1,174	1,019
Амортизация	284	341	372	386	399	411	440
Изменение рабочего капитала	-146	-285	101	65	-7	21	37
Прочее	-8	-508	28	28	28	28	28
Операционный денежный поток	1,515	1,482	2,129	1,852	1,627	1,635	1,523
Капвложения	-573	-550	-640	-640	-640	-640	-320
Приобретения	-43	-44	0	0	0	0	0
Прочее	80	-615	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-536	-1,209	-640	-640	-640	-640	-320
Изменение суммы долга	0	132	0	0	0	0	0
Дивиденды	-385	-622	-423	-358	-302	-295	-264
Прочее	13	-351	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	-372	-841	-423	-358	-302	-295	-264

Баланс

\$ млн., US GAAP	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Денежные средства и ликвидные активы	1,924	1,523	2,589	3,443	4,128	4,827	5,766
Товарно-материальные запасы	502	749	678	651	661	637	624
Дебиторская задолженность	660	933	834	768	775	754	717
Прочие текущие активы	217	309	309	309	309	309	309
Всего текущие активы	3,302	3,515	4,410	5,172	5,873	6,527	7,417
Основные фонды	2,394	3,814	4,082	4,337	4,578	4,806	4,686
Инвестиции	31	5	5	5	5	5	5
Прочие долгосрочные активы	324	959	959	959	959	959	959
Всего долгосрочные активы	2,749	4,778	5,047	5,301	5,542	5,771	5,651
Всего активы	6,051	8,293	9,456	10,473	11,415	12,298	13,068
Краткосрочный долг	0	119	119	119	119	119	119
Кредиторская задолженность	508	741	670	644	653	630	617
Прочие краткосрочные обязательства	41	136	136	136	136	136	136
Всего краткосрочные обязательства	548	995	925	899	908	884	871
Долгосрочный долг	0	14	14	14	14	14	14
Прочие долгосрочные обязательства	356	592	592	592	592	592	592
Всего долгосрочные обязательства	356	605	605	605	605	605	605
Доли миноритариев	93	136	164	192	220	248	276
Всего акционерный капитал	5,054	6,557	7,762	8,777	9,682	10,560	11,315
Всего обязательства и акционерный капитал	6,051	8,293	9,456	10,473	11,415	12,298	13,068

Источник: данные компании, оценки "Атона"

НЛМК: модель DCF

\$ млн.	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Выручка	5,813	5,345	5,167	5,027	4,782
Операционные затраты	-3,238	-3,092	-3,119	-3,010	-2,941
ЕВИТДА	2,576	2,253	2,048	2,017	1,841
Амортизация	-372	-386	-399	-411	-440
Операционная прибыль (ЕВИТ)	2,204	1,867	1,649	1,605	1,401
Минус: Налог на прибыль	-529	-448	-396	-385	-336
Минус: Капвложения	-640	-640	-640	-640	-320
Минус: Изменения рабочего капитала	101	65	-7	21	37
Плюс: Амортизация	372	386	399	411	440
Свободный денежный поток	1,507	1,230	1,005	1,013	1,221
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.116	1.245	1.389	1.550
PV будущего FCF	1,507	1,103	808	729	788
Совокупная PV будущего FCF	4,935				

Расчет остаточной стоимости

Остаточный FCF, \$ млн.	1,221
Остаточные темпы роста	5%
Остаточная ставка дисконтирования	11.6%
Остаточная стоимость, \$ млн.	19,495
PV остаточной стоимости, \$ млн.	12,578

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
Предполагаемая доходность рынка	5.6%
Прогнозируемый коэффициент beta	1.00
Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.08
Стоимость акционерного капитала	12.3%

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 рынке АДР

Расчет прогнозируемой цены

Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	17,513
Минус: чистый долг (конец 2006П), \$ млн.	-1,404
Минус: доли миноритариев (2006П), \$ млн.	136
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	18,781
Кол-во обыкновенных акций, млн.	5,993
Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	3.13

Расчет WACC

Совокупный долг, % от капитализации	10.0%
Стоимость обслуживания долга (до налогов)	5.3%
Акционерный капитал, % от капитализации	90.0%
Стоимость акционерного капитала	12.3%
WACC	11.6%

Источник: данные компании, оценки "Атона"

ПРИЛОЖЕНИЕ: "СЕВЕРСТАЛЬ"

Отчет о прибылях и убытках

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Выручка от реализации товаров и услуг	8,624	9,103	12,236	11,845	11,308	10,804	10,538
Прочая выручка							
Совокупная выручка	8,624	9,103	12,236	11,845	11,308	10,804	10,538
Себестоимость реализации	-4,888	-5,163	-7,519	-7,443	-7,234	-7,177	-7,165
Валовая прибыль	3,736	3,940	4,717	4,402	4,074	3,627	3,372
Коммерческие и административные затраты	-948	-1,006	-1,346	-1,303	-1,244	-1,188	-1,159
Налоги, кроме налога на прибыль							
Прочие операционные затраты	-99	-155	-160	-140	-140	-140	-140
ЕВБТДА	2,689	2,779	3,211	2,959	2,690	2,299	2,073
Амортизация	-416	-834	-953	-1,023	-1,052	-1,039	-1,000
Операционная прибыль	2,272	1,945	2,259	1,935	1,639	1,260	1,073
Чистые процентные расходы	-171	-75	-62	-46	-30	-22	-22
Прочие доходы/расходы	203	-38	-40	-40	-40	-40	-40
Балансовая прибыль	2,305	1,833	2,157	1,850	1,569	1,198	1,012
Налог на прибыль	-551	-510	-518	-444	-377	-288	-243
Доли миноритариев	-60	-7	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	1,694	1,316	1,639	1,406	1,192	911	769
Корректировки		18					
Скорректированная чистая прибыль	1,694	1,334	1,639	1,406	1,192	911	769

Отчет о движении денежных потоков

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Чистая прибыль	1,694	1,316	1,639	1,406	1,192	911	769
Амортизация	416	834	953	1,023	1,052	1,039	1,000
Изменение рабочего капитала	1,019	3	-407	38	18	45	25
Прочее	-1,103	-16	0	0	0	0	0
Операционный денежный поток	2,026	2,137	2,185	2,467	2,263	1,995	1,793
Капвложения	-1,168	-1,735	-1,760	-1,500	-1,000	-800	-400
Приобретения	-886	-609	0	0	0	0	0
Прочее	31	11	0	0	0	0	0
Инвестиционный денежный поток	-2,023	-2,333	-1,760	-1,500	-1,000	-800	-400
Изменение суммы долга	331	-146	-400	-400	-400	0	0
Дивиденды	-278	-268	-428	-370	-292	-245	-201
Прочее	-174	12	0	0	0	0	0
Денежный поток от финансовой деятельности	-120	-403	-828	-770	-692	-245	-201

Баланс

\$ млн., МСФО	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Денежные средства и ликвидные активы	1,879	1,737	1,333	1,531	2,101	3,050	4,243
Товарно-материальные запасы	1,090	1,119	1,644	1,642	1,609	1,595	1,585
Дебиторская задолженность	674	718	922	885	879	840	820
Прочие текущие активы	565	616	616	616	616	616	616
Всего текущие активы	4,207	4,190	4,516	4,675	5,206	6,102	7,263
Основные фонды	7,465	8,849	9,657	10,133	10,082	9,843	9,243
Инвестиции	653	993	993	993	993	993	993
Прочие долгосрочные активы	268	382	382	382	382	382	382
Всего долгосрочные активы	8,385	10,224	11,031	11,508	11,456	11,217	10,617
Всего активы	12,593	14,414	15,547	16,183	16,662	17,319	17,881
Краткосрочный долг	443	429	429	429	429	429	429
Кредиторская задолженность	635	687	1,010	1,009	989	980	973
Прочие краткосрочные обязательства	449	524	524	524	524	524	524
Всего краткосрочные обязательства	1,527	1,640	1,963	1,962	1,941	1,933	1,926
Долгосрочный долг	1,441	1,309	909	509	109	109	109
Прочие долгосрочные обязательства	1,475	1,596	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	1,705
Доли миноритариев	200	211	211	211	211	211	211
Всего акционерный капитал	7,949	9,657	10,869	11,905	12,805	13,470	14,038
Всего обязательства и акционерный капитал	12,593	14,414	15,547	16,183	16,662	17,319	17,881

Источник: данные компании, оценки «Атона»

"Северсталь": модель DCF

\$ млн.	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
Выручка	12,236	11,845	11,308	10,804	10,538
Операционные затраты	-9,025	-8,886	-8,617	-8,505	-8,465
ЕВITDA	3,211	2,959	2,690	2,299	2,073
Амортизация	-953	-1,023	-1,052	-1,039	-1,000
Операционная прибыль (ЕВIT)	2,259	1,935	1,639	1,260	1,073
Минус: Налог на прибыль	-542	-464	-393	-302	-258
Минус: Капвложения	-1,760	-1,500	-1,000	-800	-400
Минус: Изменения рабочего капитала	-407	38	18	45	25
Плюс: Амортизация	953	1,023	1,052	1,039	1,000
Свободный денежный поток	502	1,032	1,315	1,241	1,440
Коэффициент дисконтирования (WACC)	1.000	1.114	1.240	1.381	1.538
PV будущего FCF	502	927	1,061	899	936

Совокупная PV будущего FCF 4,325

Расчет остаточной стоимости		Расчет стоимости акционерного капитала		Расчет прогнозируемого коэффициента beta	
Остаточный FCF, \$ млн.	1,440	Долгосрочная безрисковая ставка	5.2%	Ср. ежемесячный объем торгов* (обыкн.+прив.), \$ млн.	Прогнозируемый коэффициент beta
Остаточные темпы роста	3%	Премия за риск инвестиций в Россию/	1.0%	> 100	1.0
Остаточная ставка дисконтирования	11.4%	Безрисковая ставка в России	6.2%	10-100	1.25
Остаточная стоимость, \$ млн.	17,742	Стандартная премия за акции	4.0%	1-10	1.5
PV остаточной стоимости, \$ млн.	11,537	Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.40	0.1-1	2
		Предполагаемая доходность рынка	5.6%	< 0.1	3
		Прогнозируемый коэффициент beta	1.00	*на основе объема торгов за 3 месяца (\$)	
		Прогнозируемый коэффициент beta с учетом долга	1.33	в РТС, на ММВБ и рынке АДР	
		Стоимость акционерного капитала	13.6%		
Расчет прогнозируемой цены		Расчет WACC			
Совокупная NPV будущего FCF, \$ млн.	15,861	Совокупный долг, % от капитализации	30.0%		
Минус: чистый долг (конец 2006П), \$ млн.	1	Стоимость обслуживания долга (до налогов)	6.1%		
Минус: доли миноритариев (2006П), \$ млн.	211	Акционерный капитал, % от капитализации	70.0%		
Совокупная стоимость акционерного капитала, \$ млн.	15,649	Стоимость акционерного капитала	13.6%		
Кол-во обыкновенных акций, млн.	1,008	WACC	11.4%		
Прогнозируемая цена обыкновенной акции, \$	15.53				

Источник: данные компании, 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:
Мария Родионова
rodionova@aton.ru

Долговые обязательства
Контакты:
Сергей Сидоров
ssidorov@aton.ru

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, выставяемых 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 акций 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 связываться 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%.

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@atonscurities.com
Кортни Феллоуз
courtney_fellowes@atonscurities.com

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

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

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

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

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

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

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

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

Стратегия
Юлия Бушueva
bushueva@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x 3124

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

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

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

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

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

Инфраструктура/Машиностроение
Елена Мязина
myazina@aton.ru
+7 (495) 777-8877, x. 3136

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

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

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 инвестиций), 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.