



Черная металлургия



Железные аргументы

Введение

Мы пересмотрели наши модели по основным компаниям сектора черной металлургии. По нашим оценкам большинство акций сектора, несмотря на значительный рост с начала года, по-прежнему обладают потенциалом роста.

Мы выставляем рекомендацию на уровне «покупать» по акциям НЛМК, с целевой ценой \$3,74.

Мы выставляем рекомендацию на уровне «покупать» по акциям Северстали, с целевой ценой \$16,39.

Мы выставляем рекомендацию на уровне «покупать» по акциям ММК, с целевой ценой \$1,2.

Мы выставляем рекомендацию на уровне «держат» по акциям Евраз Групп, с целевой ценой \$42,78.

По нашим прогнозам, спрос на продукцию российских металлургов в среднесрочном периоде будет расти опережающими темпами по сравнению с темпами роста российской экономики в целом, в связи с тем, что они ориентированы на такие быстроразвивающиеся сектора внутреннего рынка как строительство, автопром, тяжелое машиностроение, транспорт, трубная промышленность.

Высокие цены на сталь, установившиеся на рынке в последние годы позволяют российским металлургическим холдингам генерировать высокие денежные потоки, осуществлять масштабные инвестиции в развитие собственного производства и играть заметную роль на рынке M&A.

Покупка зарубежных металлургических активов позволяет российским компаниям усиливать свое присутствие на внешних рынках, получать доступ к новым технологиям, увеличивать объем производства продукции с более высокой добавленной стоимостью и получать гарантированный источник сбыта для произведенных полуфабрикатов.

Вертикальная интеграция большинства российских металлургических холдингов защищает их от роста цен на сырье, позволяя им работать с высокой рентабельностью и делая их продукцию конкурентоспособной на внешних рынках.

По нашим прогнозам, в настоящий момент наибольшим потенциалом среди акций сектора обладают акции **НЛМК**. Осуществление масштабной инвестпрограммы и создание СП с Dufesco позволит НЛМК значительно увеличить объемы производства в среднесрочном периоде, что, по нашим оценкам, еще не до конца учтено рынком. При этом НЛМК по-прежнему будет оставаться самой рентабельной компанией сектора не только в России, но и в мире.

Северсталь, по нашим оценкам, в настоящий момент является самой дешевой компанией сектора по основным мультипликаторам, что связано с плохой историей взаимоотношений с миноритарными акционерами. Однако выход компании на IPO заставил Северсталь повысить прозрачность и уровень корпоративного управления, что существенно снизило риски миноритариев. Основные точки роста компании – активное участие в сделках M&A, запуск производства ТБД, рост объемов производства на заводах в России, США и Европе.

ММК, имеет максимальную долю среди российских компаний долю производства продукции с высокой добавленной стоимостью, также по нашим оценкам, имеет потенциал для роста своей капитализации.

Строительство стана 5000 позволит ММК выйти на быстроразвивающийся рынок труб большого диаметра. Также в ближайшее время ММК планирует осуществить масштабную зарубежную экспансию.

Единственными бумагами в секторе, где мы не видим большого потенциала роста, являются бумаги **Евраз Групп**. Весьма удачная покупка Евразом в начале года компаний Oregon и Highveld уже учтены в стоимости акций Евраза, которые с начала года выросли на 63%. Запланированные капитальные затраты Евраза из-за низкого качества производственных мощностей не позволят компании значительно нарастить объем производства в ближайшем будущем. Слабым местом компании также является и небольшая доля продаж продукции с высокой добавленной стоимостью. Впрочем, прошлогоднее изменение в составе акционеров компании позволяет надеяться на то, что Евраз сможет стать центром консолидации российских металлургических компаний, что, безусловно, может привести к пересмотру его стоимости в сторону повышения.

		Цена \$	МСар млн. \$	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Евраз Групп	EVR	41.84	14669	42.78	2%	держать
Северсталь	CHMF	13.85	12705	16.39	18%	покупать
НЛМК	NLMK	2.96	18130	3.74	26%	покупать
ММК	MAGN	1.04	11427	1.20	15%	покупать

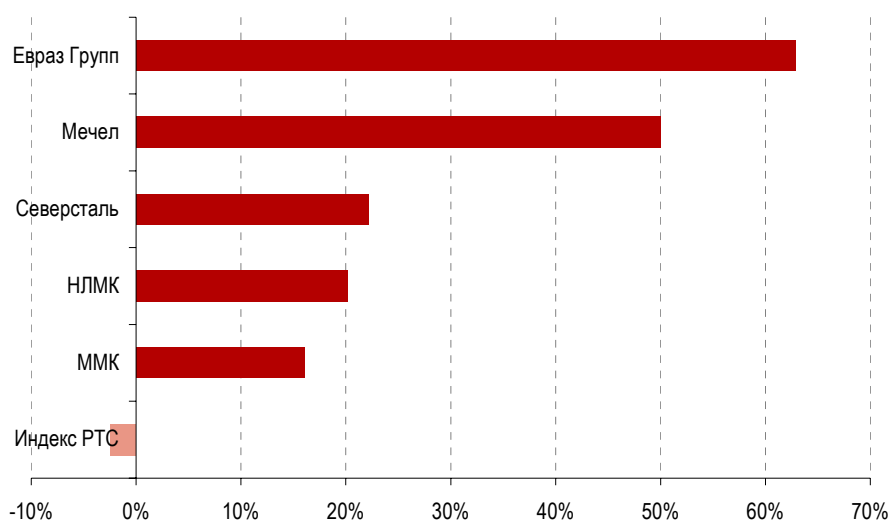
Рынок акций российских компаний сектора черной металлургии

С начала года акции российских компаний сектора черной металлургии выросли значительно сильнее российского рынка акций в целом. Если индекс РТС по итогам первого полугодия 2007 года потерял порядка 2,5%, то бумаги основных российских сталелитейных компаний выросли с начала года на 16-63%.

Такая динамика объясняется на наш взгляд несколькими причинами. Во-первых, российские металлурги провели ряд крайне выгодных сделок на рынке M&A. Во-вторых, росту котировок акций сектора способствует благоприятная конъюнктура стальных цен. С начала года цены на основную продукцию металлургических комбинатов выросли на 5-20%. При этом особенно важно отметить отличную динамику внутренних цен на сталь, которые на фоне быстрорастущего спроса по-прежнему находятся выше цен экспортных поставок.

Лидерами роста сектора с начала года являются акции Евраз, которые доросли до текущих уровней во многом благодаря недавней покупке американской Oregon Stee и контрольного пакета акций Highveld. Рост бумаг Мечела во многом объясняется благоприятной конъюнктурой цен на никель. Чуть хуже остальных бумаг пока выглядят акции ММК, что объясняется не самыми удачными результатами проведение IPO.

Динамика котировок акций сектора с начала года



Источник: PTC, LSE

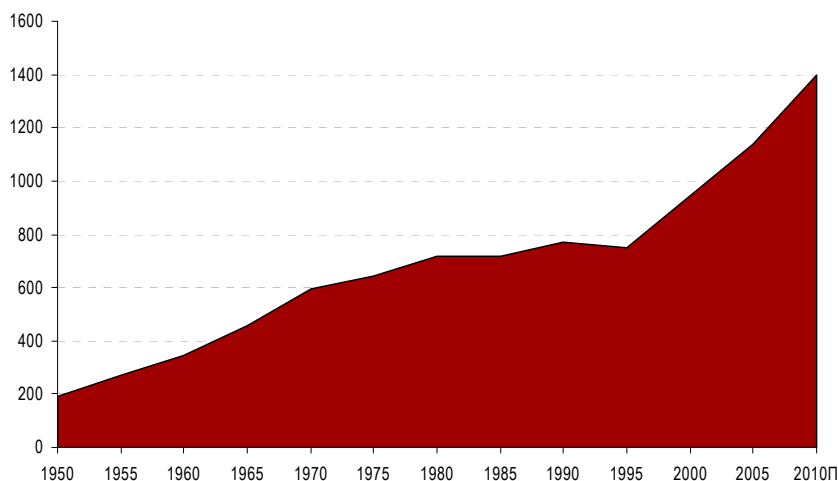
Содержание

Введение	2
Обзор рынка акций компаний сектора	4
Мировой сталелитейный сектор	6
Процессы консолидации в секторе	10
Цены на сталь	14
Развитие инфраструктуры – главный локомотив внутреннего рынка	21
Производство стали в России	26
ИРО сектора	31
НЛМК	32
Северсталь	42
ММК	54
Евраз Групп	63

Мировой сталелитейный сектор

В настоящий момент мировая сталелитейная отрасль переживает настоящий бум своего развития. После крайне неспокойных 90-х годов прошлого столетия, когда на фоне развала СССР и экономического кризиса в странах Юго-Восточной Азии, когда мировое производство и потребление стали пошло на убыль, в начале 21 века, в первую очередь благодаря Китайскому экономическому чуду, сталелитейная промышленность вновь развивается семимильными шагами.

Мировое производство стали (млн. тонн)



Источник: IISI

Стремительный экономический рост Поднебесной спровоцировал резкий внутренний рост потребления продукции черной металлургии. Поначалу, мировой рынок стали был не в состоянии переварить потребности Китая, в результате чего в 2004-2005 годах цены на сталь достигли небывалых высот – отметки в \$600 за тонну. Крайне благоприятной конъюнктурой мировых цен на сталь поспешили воспользоваться практически все крупнейшие производители металла, которые занялись активным наращиванием производства.

При этом сам Китай занимался не только покупкой стали на мировых рынках, но и активно развивал собственные сталелитейные мощности, в результате чего последние годы ежегодное производство стали в Поднебесной увеличивалось на 50 – 70 млн. тонн. Таким образом, ежегодный рост объемов производства стали в Китае, который в настоящий момент также является основным потребителем сталелитейной продукции, составлял порядка 20%-26%. В итоге, можно сказать, что китайский экономический бум привел не только к росту объемов производства в Поднебесной, но и спровоцировал рост производства стали во всем мире.

Производство стали по континентам (млн. тонн.)

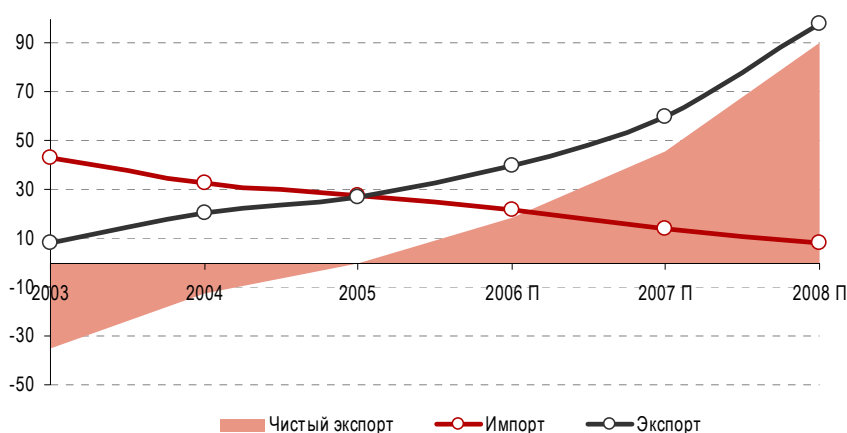
млн. тонн	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Европа	309	305	309	320	340	334	354
в том числе							
EU (25)	187	181	181	185	194	187	198
EU (15)	163	159	159	161	169	165	173
СНГ	99	100	101	107	113	113	120
Северная Америка	135	120	123	126	134	128	132
в том числе							
США	102	90	92	94	100	95	99
Южная Америка	39	37	41	43	46	45	45
Африка	14	15	16	16	17	18	19
Ближний восток	11	12	13	13	14	15	15
Азия	332	354	395	442	510	591	666
в том числе							
Китай	127	151	182	222	281	353	419
Япония	106	103	108	111	113	113	116
Австралия/Новая Зеландия	8	8	8	8	8	9	9
ИТОГО мировой объем	848	851	904	970	1069	1140	1240

Источник: IISI

В результате такого роста объемов производства в начале 2006 года произошло то, что и должно было произойти – Китай превратился из нетто экспортера в нетто импортера.

Даже несмотря на то, что в последнее время китайское правительство всячески старается искусственно сдерживать темпы роста китайского сталелитейного сектора, из-за сильной раздробленности производственных мощностей им это пока не удастся. По нашим прогнозам, в ближайшие годы стремительный рост объемов производства стали в стране сохранится и при этом будет в значительной мере опережать внутренний спрос на сталь. По нашим оценкам, если в 2006 году объем производства стали в Китае составил порядка 419 млн. тонн, то уже в 2007-08 гг. он сможет превысить отметку в 500 млн. тонн, и это при том, что еще в 2003 году Китай производил «всего» 222 млн. тонн в год. На фоне того, что в настоящий момент общемировое производство стали едва превысило отметку в 1,2 млрд. тонн, эти цифры действительно впечатляют.

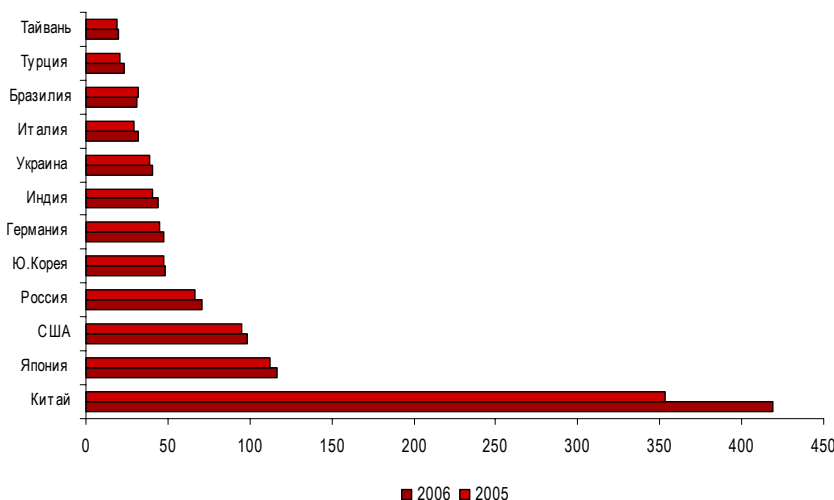
Китайский импорт/экспорт (млн. тонн)



Источник: Metal Bulletin, Оценки Банка Москвы

Именно благодаря Китаю за последние 5 лет мировое производство стали выросло более чем на треть. При этом исходя из показателей 2006 года, на долю десяти крупнейших стран-производителей стали приходится более 76% от совокупного объема производства.

Крупнейшие мировые производители стали (млн. тонн)

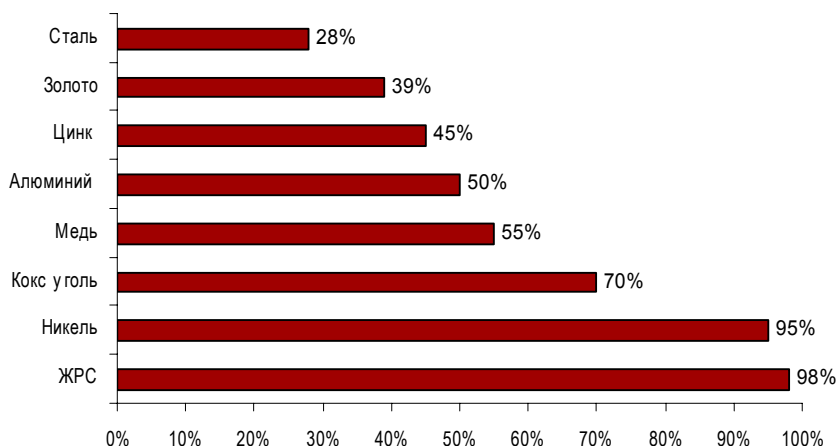


Источник: IISI

При этом стоит отметить крайне низкую степень консолидации сектора. На долю десяти крупнейших производителей стали приходится всего порядка 28% от мирового объема производства. Стало быть, и конкуренция на рынке стали значительно выше, чем у производителей цветных и драгоценных металлов, а также у производителей сырья (кокующийся уголь,

железорудное сырье).

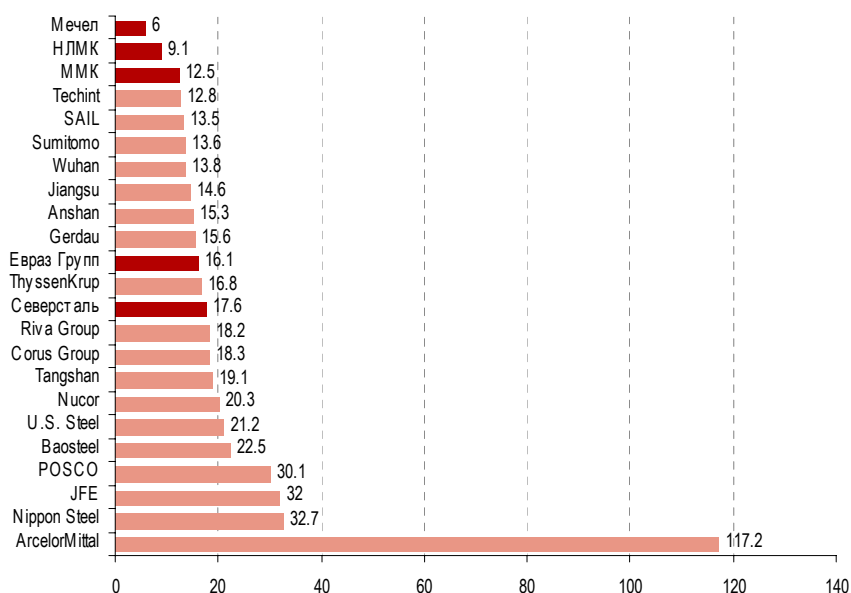
Объем производства, приходящийся на 10 лидеров отрасли %



Источник: IISI, оценки Банка Москвы

В настоящий момент, после завершившегося в конце прошлого года слияния, крупнейшими мировым производителем стали является компания Mittal-Arcelor, ежегодной объем производства стали которой превышает 115 млн. тонн. С таким огромным объемом производства на долю компании приходится менее 9% от мирового объема производства. Так что, даже имея огромный отрыв в производственных мощностях от всех своих конкурентов, Mittal-Arcelor сама по себе не в состоянии оказывать серьезное влияние на рынок стали в целом, а главное - объединенная компания не в силах влиять на ценообразование, как на рынке стали, так и на рынке сырья.

Крупнейшие мировые производители стали (2006 г. млн. тонн)



Источник: IISI

Остальные игроки рынка, особенно на фоне Mittal-Arcelor, смотрятся совсем не впечатляюще – лишь 25 компаний в состоянии ежегодно производить более 10 млн. тонн стали, еще 25 компаний ежегодно производят от 5 до 10 млн. тонн стали.

Такой раздробленностью металлургов, на фоне роста объемов производства стали со стороны Китая, в последние годы крайне удачно пользовались

производители Железородного сырья (ЖРС). Дело в том, что у китайских производителей по сути есть только один существенный минус – проблемы с сырьем. На фоне бурного развития металлургического комплекса страны, сырьевые запасы Китая практически исчерпаны. Этот факт заставляет китайских металлургов год от года стремительно наращивать импорт ЖРС. Так называемая «большая тройка» производителей железородного сырья (CVRD, BHP Billiton и Rio Tinto) контролирует порядка 70% рынка ЖРС, т.е является по сути монополистом этого рынка. Благодаря существующей раздробленности в стане металлургов, эта большая тройка на протяжении последних лет в одностороннем порядке пересматривала в сторону повышения цены на свою продукцию.

Во многом именно рост цен на ЖРС указал металлургам на их собственную уязвимость – невозможность единым фронтом вступать в диалог относительно цен на ЖРС с компаниями «большой тройки», которые сговорившись, в состоянии поднять цены хоть до небес.

Не могут металлурги оперативно реагировать на изменение конъюнктуры и на рынке самой стали. Как только начинается существенный рост цен на стальную продукцию, многие производители металлов, пытаясь максимально воспользоваться благоприятной ценовой конъюнктурой рынка и получить максимальную прибыль, начинают стремительно наращивать объемы производства. В свою очередь, этот рост объемов производства, довольно быстро приводит к перегреву рынка и действует на стальные цены понижательно. И если одни в этот моменты с целью достижения равновесия на рынке и стабилизации цен пытаются сокращать объемы производства, то другие, наоборот, в целях максимизации прибыли продолжают наращивание производственных мощностей.

Третью опасность для металлургов, исходя из текущей расстановки сил, представляет все тот же Китай. В последние годы все признанные лидеры отрасли начали все сильнее опасаться экспансии товарной продукции из Китая на мировые рынки. Став больше года назад в нетто импортером стали, Китай всерьез нацелился на все наиболее емкие, а, следовательно, самые привлекательные, мировые стальные рынки – рынки Восточной Азии, Америки и Европы. По итогам 2006 года экспорт стали из Китая в США увеличился по сравнению с 2005 почти в 2 раза, а экспорт стали из Китая в страны Евросоюза вырос более чем в 4 раза. Крупнейшие производители стали США и стран Восточной Азии уже потребовали от своих правительств ввести пошлины на ввоз китайской продукции, которая лишь немного уступая в качестве, продается по более дешевой цене. Получается, что рост объемов производства стали в Китае не только свел до минимума возможность мировых сталепроизводителей импортировать свою продукцию в Поднебесную, но и поставил под угрозу положение этих компаний на традиционных для них рынках сбыта – рынках Восточной Азии, Америки и Европы. При этом наиболее наименее эффективные компании со средним объемом производства из-за выброса китайской сталелитейной продукции на мировые рынки в ближайшем будущем, по всей видимости, будут вынуждены значительно сократить либо вообще закрыть свое производство.

Процессы консолидации в секторе

В условиях существующих реалий, как показал опыт, чуть ли не единственным способом выживания является консолидация, что позволило бы металлургам значительно усилить свои позиции. Ведь, как мы уже подчеркивали выше, до недавнего времени мировой сектор черной металлургии был так сильно раздроблен, что даже самые крупные игроки рынка не имели практически никакой возможности оказать на него сколь либо значимое влияние. Металлургам просто необходим один или несколько центров консолидации, которые бы в состоянии были хотя бы частично координировать баланс спроса и предложения на рынке металлопродукции, а также отстаивать интересы всего сектора при переговорах относительно цен на сырье. К тому же благодаря консолидации, объединившееся мировые гиганты смогут вести не только скоординированную сбытовую политику, которая позволит довольно существенно влиять на ценообразование рынка стали, но и существенно снизить свои издержки, существенно диверсифицировав свое производство и выйти на новые рынки сбыта.

Также, зачастую желание металлургических компаний укрупняться при помощи сделок M&A объясняется желанием получить собственное сырье, либо, наоборот, получить гарантированный источник сбыта собственного сырья.

Покупка металлургических активов на развивающихся рынках помогает получить металлургическим гигантам получить собственные производственные мощности первых переделов в странах с низкими издержками, что существенно помогает повысить консолидированную рентабельность холдингов.

Напротив, компании развивающихся стран – в первую очередь это относится к компаниям Бразилии, Индии и России, весьма привлекает перспектива покупки в странах ЕС и Северной Америке высокотехнологичных производственных активов последних переделов, которые смогут значительно увеличить долю выпускаемой продукции с высокой добавленной стоимостью и обойти установленные квоты на ввоз в эти страны полуфабрикатов.

Именно основываясь на подобных размышлениях, фондовый рынок как правило весьма позитивно реагирует на сделки в секторе – акции объединяющихся компаний показывают неплохой рост. При этом зачастую крупные слияния в секторе (например слияние Mittal и Arcelor) приводит к переоценке всего сектора.

Все чаще на рынке M&A в секторе черной металлургии действует новое правило, согласно которому 2+2 равняется не четырем, а пяти или даже шести.

По нашим оценкам, в 2007-08 годах целая волна слияний и поглощений может накрыть мировой сектор черной металлургии, что по нашим оценкам может существенно подогреть интерес инвесторов к акциям крупнейших мировых сталелитейных компаний. Как правило, в схватке за какой-нибудь качественный металлургический актив участвуют сразу несколько сторон, которые, словно на аукционе, поочередно повышая предлагаемую цену за этот актив, пытаются склонить акционеров приобретаемой компании в свою сторону, что последним только на руку – стоимость их акций растет не по дням, а по часам.

В качестве типичного примера проведения такого аукциона можно привести как борьбу Mittal и Северстали за Arcelor, в ходе которой акции Arcelor выросли более чем на 50%, так и начавшуюся в конце 2006 года схватку между бразильской Companhia Siderurgica Nacional и индийской Tata Steel борьбу за британско-голландскую Corus.

При этом этот центр консолидации не обязательно должен появляться по обоюдному согласию всех участвующих в нем сторон. Мировой производитель стали №1 Mittal-Arcelor, имея поистине огромные финансовые возможности уже сейчас в состоянии приобрести любой, даже

достаточно крупный металлургический актив. Эта же компания, по всей видимости, станет и главным покупателем металлургических компаний, находящихся на грани банкротства. Так что однозначно можно говорить о том, что первый центр консолидации мирового сектора черной металлургии уже существует.

Вторым центром консолидации, скорее всего станет Китай. В настоящий момент из 800 китайских производителей стали лишь 8 обладают производственными мощностями по ежегодному выпуску более 10 млн. тонн, а на долю десяти крупнейших китайских производителей приходится менее 33% от совокупного объема производства стали в стране. Однако в ближайшее время ситуация должна поменяться в корне. По планам китайского руководства, в ближайшее время все мелкие сталелитейные производства в стране будут закрыты, а доля крупнейших игроков рынка, которые в среднесрочном периоде должны, как за счет слияний и поглощений, так и за счет увеличения производственных мощностей, увеличить свой ежегодный объем производства до 30-50 млн. тонн., увеличится до 70%. Основными претендентами на право быть центром консолидации китайских металлургов, по всей видимости, будут являться нынешние лидеры китайского рынка – Baosteel, Anben (образована в 2005 году в результате слияния Anshan и Bengang), Wuhan и Shougang.

Для защиты от недружественного поглощения, в первую очередь со стороны Mittal-Arcelor, а также в целях защиты от китайской товарной экспансии и усиления своих позиций на рынке в целом, об организации союзов, а в некоторых случаях и о слиянии, задумались и большинство остальных металлургов.

Прежде всего это относится к Японии, которая является вторым после Китая производителем стали. Четыре крупнейших производителя сталелитейной продукции страны «восходящего солнца» - Nippon Steel, JFE, Sumitomo Metal и Kobe Steel уже всерьез задумались о слиянии, что может привести к созданию второго по величине мирового производителя стали. Пока же Nippon, Sumitomo и Kobe в рамках заключенного соглашения о создании совместной защиты от недружественных поглощений перешли к схеме перекрестного владения акциями. Аналогичное соглашение заключили Nippon, POSCO (Южная Корея), и Baosteel.

Ключевыми игроками на рынке слияний и поглощений вполне могут стать и российские металлургические компании. Напомним, что сделки по слиянию Arcelor и Mittal могло и не быть. Arcelor, которого по началу не устраивала стратегия ведения бизнеса применяемая на предприятиях Mittal, в качестве защиты от поглощения со стороны Mittal официально объявил о слиянии с российской Северсталью - стороны даже поспешили опубликовать все детали готовящейся сделки. Хотя слияние Северстали и Arcelor так и не состоялось, рынок понял, что не любая сделка по слиянию и поглощению обязательно должна повышать капитализацию участвующих в сделке компаний – условия так не состоявшегося слияния ненесли абсолютно никакой выгоды миноритарным акционерам Северстали, даже несмотря на то, что в случае осуществления этого слияния, объединенная компания могла бы стать крупнейшей сталелитейной компанией в мире с объемом производства 70 млн. тонн стали в год.

Крупнейшие сделки M&A в секторе черной металлургии

Покупатель	объект поглощения	сумма сделки (\$ млн.)	год	V пр-ва в год (тыс. тонн стали)
Nucor	Auburn Steel	115	2001	0.4
Gerdau	Birmingham	42	2001	0.5
Nucor	Birmingham	615	2002	1.8
ISG	LTV	137	2002	3.2
Steel Dynamics	Qualitech	45	2002	0.5
Gerdau	Co-Steel	436	2002	2.7
ISG	Bethlehem Steel	5100	2003	7.3
Северсталь	Rouge Industries	386	2004	2.5
ISG	Weirton	225	2004	2.7
Gerdau	North Star	278	2004	1.8
Evraz Group	Vitkovice Steel	282	2005	1
Evraz Group	Palini e Bertoli	80	2005	0.4
Северсталь	Lucchini	561	2005	4
Nucor	Marion Steel	113	2005	0.4
Arcelor	Dofasco	4938	2006	5.5
Steel Dynamics	Roanoke	415	2006	0.8
Gerdau	Sheffield	160	2006	0.5
Mittal Steel	Arcelor	32500	2006	41.9
IPSCO	NS Group	1415	2006	0.7
Evraz Group	Oregon Steel	2284	2006	1.6
НЛМК	DanSteel	110	2006	0.5
НЛМК	ВИЗ-Сталь	104	2006	0.3
НЛМК	Duferco	805	2006	4.5
Essar Steel	Algoma Steel	1600	2007	2.4
Tata Steel	Corus	12000	2007	20

Источник: Оценки Банка Москвы, данные компаний, Reuters

Несмотря на срыв сделки по слиянию Arcelor и Северстали, никак нельзя говорить о том, что российские компании отстали от признанных лидеров отрасли на рынке M&A - первые шаги в этом направлении российские компании начали еще в начале 2004г.

Вообще по нашим прогнозам, в 2007 году российские металлурги будут чуть ли не самыми активными игроками на рынке M&A. По нашему мнению, главная интрига заключается в том, какую цену в конечном итоге заплатят наши металлурги за свои покупки. Слишком высокая цена, заплаченная пусть и за качественный актив, вряд ли увеличит стоимость компании-покупателя.

Северсталь уже заявила о том, что даже несмотря на срыв слияния с Arcelor, по-прежнему рассчитывает стать крупнейшей сталелитейной компанией мира и в 2007 году собирается активно искать объекты для сделок M&A и в первую очередь в России, США и Европе. В частности владелец компании, Алексей Мордашов заявил о том, что не исключает слияния Северстали и Евраз Групп. При этом, в течении последних месяцев Мордашов не раз подчеркивал, что Северсталь в первую очередь является компанией которая зарабатывает деньги для своих акционеров, а не стремится любыми средствами стать крупнейшим мировым производителем стали, давая тем самым понять, что сделок, аналогично так и не состоявшейся сделки с Arcelor, в ходе которых ущемляются права миноритарных акционеров, больше в истории компании не будет. Также по рынку ходят слухи о том, что Северсталь активно присматривается к американской US Steel и к итальянской Riva.

Ну а серьезней всех из всех российских компаний к настоящему времени успел проявить себя Евраз Групп. После того как летом 2006 года крупный пакет акций Евраза приобрел Роман Абрамович, Евраз объявил о своей готовности стать площадкой для консолидации российской металлургической отрасли. В качестве возможных кандидатов на слияние с

Евразом, в свое время назывались практически все российские металлургические холдинги. Однако самая крупная сделка не только для Евраза, но и для всего российского сектора черной металлургии произошла за границей – в начале 2007 года за \$2,3 млрд. Евраз Групп приобрел американскую Oregon Steel. Весной же текущего года, что Евраз чуть не купил еще одну крупную компанию в Северной Америке. На этот раз объектом поглощения могла стать канадская IPSCO. Однако эта сделка похоже сорвалась – шведская SSAB решила сделать акционерам компании куда более щедрое предложение. Тем не менее это совсем не смутило акционеров Евраза, и они по прежнему продолжают поиски привлекательных активов. По последним слухам, Роман Абрамович в настоящий момент активно присматривается к одному из крупнейших в мире производителю труб – французской Vallourec.

Не стоят в стороне и другие российские металлурги. В конце 2006 года НЛМК создал СП с Dufargo, которое уже успело приобрести один актив в США – производителя оцинкованного проката Winner Steel. При этом в компании не исключают возможности того, что в 2007 году НЛМК приобретет новые сталепрокатные мощности в Турции, Индии или в странах ЕС.

Кстати, планы по покупке активов в Индии и Турции есть и у ММК.

Наконец, Газметалл и украинский Индустриальный союз Донбасса подписали меморандум о намерении, согласно которому, до конца года может состояться объединение их металлургических активов.

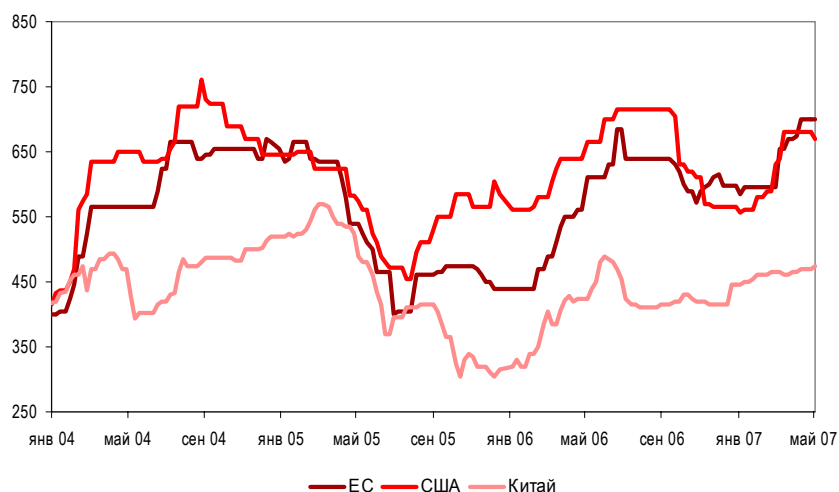
Цены на сталь

Текущая ситуация на мировом рынке стали

В настоящий момент сталь не является биржевым товаром – пилотные индикативные торги некоторыми видами продукции черной металлургии Лондонская биржа металлов планирует запустить лишь в конце 2007 года. В связи с этим понятие текущей цены на сталь, является относительным, т.к. сколь либо однозначного ориентира изменения стальных цен, в отличие от рынка цветных металлов, попросту не существует. В каждом регионе цены на один и тот же вид продукции может и иметь не только разную стоимость, но и показывать противоположную динамику.

Так что при анализе металлургических предприятий более корректно свои прогнозы следует строить основываясь на отпускных ценах компании в каждом регионе, где компания осуществляет свои продажи. Мы считаем, что в первую очередь мировой рынок черных металлов следует разбивать на рынки Северной и Южной Америки, Евросоюза, Восточной Азии, Ближнего Востока и рынок стран СНГ.

Цены на Г/К лист на основных мировых рынках (\$/тонна)*



* Цены внутреннего рынка с учетом доставки на склад металлоторговца/потребителя

Источник: Металл-Курьер

Кстати именно по причине отсутствия биржевых котировок на сталь, а следовательно отсутствия производных инструментов (фьючерсов) на стальную продукцию, рынок стали, в отличие от рынков цветных и драг металлов, а также от рынка нефти, является абсолютно не привлекательным для спекулянтов, благодаря чему цены на нем реагируют преимущественно на реальный спрос и предложение и не отличаются высокой волатильностью.

При этом стоит отметить, что рынок стали отличается своей цикличностью. Во-первых, следует отметить сезонность спроса – осенью и зимой традиционно замедляются активность строительства, что оказывает понижающее давление на цены. Весной и летом наблюдается прямо противоположная динамика. Если же говорить о более длинных циклах, то до последнего времени прослеживалась достаточно четкая тенденция, когда один цикл цен на сталь составлял примерно 4-5 лет, в ходе которого цены успевали подрасти, однако затем, на фоне возросшей привлекательности отрасли наращивались объемы производства стали, возникал профицит предложения на стальном рынке и цены возвращались к своим первоначальным уровням. Правда в последние годы, эта тенденция уже практически не прослеживается – рост потребления и производства в Китае нарушил многолетнее состояние равновесия на стальном рынке и больше

говорить о четырехлетних циклах наверное уже не приходится, равно как и том, что в ближайшее время мировой стальной рынок вновь столкнется с перепроизводством.

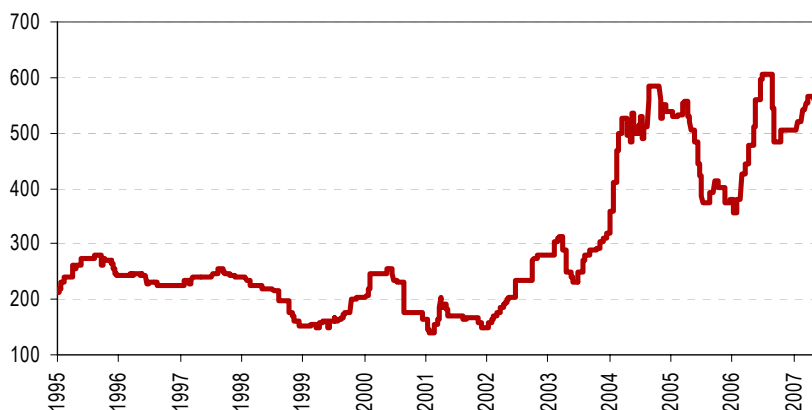
Также следует отметить, что не существует какого-то определенного стандарта каждого вида проката (Г/К и Х/К Листа, слябов, арматуры, оцинковки и полимеров). У разных производителей они довольно сильно различаются по своему составу и качеству, а, следовательно, продаются по разным ценам.

Тем не менее, несмотря на все вышеуказанные оговорки, можно говорить о том, что мировой рынок стальной продукции, как правило, показывает общую тенденцию и цены на разные виды продукции коррелируют между собой.

Как мы уже отмечали выше, главным возмутителем спокойствия на стальном рынке оказался Китай. Именно спрос со стороны Поднебесной на наш взгляд является главной причиной того, что цены на сталь находятся на уровнях, которые значительно превышают среднегодовые значения прошлых лет.

Наиболее часто для определения динамики изменения цен на сталь в качестве индикатора используются средние цены на горячекатаный лист. Если на протяжении практически всей второй половины прошлого столетия они колебались вокруг отметок \$200 - \$300 за тонну, то в настоящий момент диапазон цены на этот вид продукции находится на отметках \$500-\$600 за тонну.

Цены на сталь в ЕС (\$/тонна)



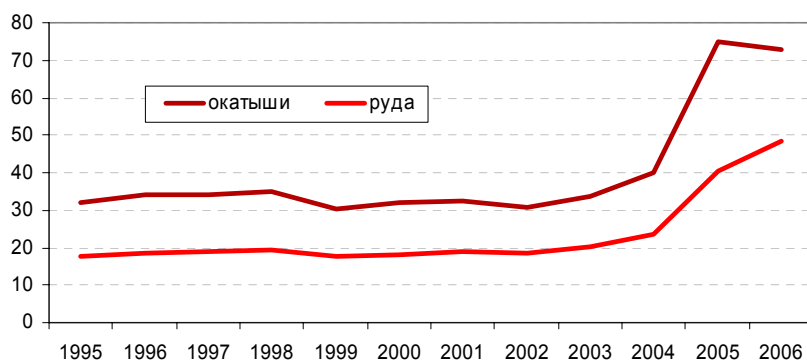
Источник: Bloomberg

По всей видимости, всем участникам рынка теперь придется привыкать к новым реалиям – ожидать, что цены на сталь вновь вернуться на свои исторические уровни прошлого столетия, пожалуй, не стоит даже в долгосрочной перспективе. Резкий рост потребления стали в Китае, который привел к дефициту на стальном рынке несколько лет назад, стал лишь толчком к переходу цен на сталь на принципиально новый уровень. В настоящий момент, как мы уже отмечали выше, Китай уже превратился из нетто импортера в нетто экспортера стали и спрос со стороны Поднебесной, учитывая рост производства в самом Китае, уже не является определяющим фактором при формировании цен на стальную продукцию.

Цены на сырье

Так что же заставляет цены удерживаться на текущих рекордных отметках? На наш взгляд это происходит сразу по нескольким причинам. В первую очередь, это конечно же беспрецедентный рост на рынке железорудного сырья (ЖРС). В настоящий момент мировой рынок ЖРС представляет собой по сути олигополию, где свои условия ставит уже названная выше тройка производителей, которая контролирует более 70% рынка - CVRD, BHP Billiton и Rio Tinto.

Среднемировые цены на ЖРС (\$; тонна)



Источник: Reuters

Благодаря существующей раздробленности в стане металлургов, эта большая тройка на протяжении последних лет в одностороннем порядке пересматривала в сторону повышения цены на свою продукцию. В 2004 году этот рост составил почти 20%, в 2005 – 70%, в 2006 – 19%. По предварительным данным, в 2007 году этот рост составил порядка 10%.

Не трудно догадаться, что такой бурный рост цен на рынке ЖРС не мог не сказаться на операционных затратах металлургов (в первую очередь китайских). Следовательно, из-за роста себестоимости производства, значительно вырос и приемлемый для китайских компаний уровень отпускных цен на свою металлопродукцию, что, по нашим оценкам, вполне может быть гарантией того что цены на сталь в ближайшем будущем, даже в условиях избытка предложения на всех крупнейших рынках китайской продукции, вряд ли смогут опуститься ниже уровня начала 2006 года, т.е. отметки \$400-\$450 за тонну.

Ослабление Доллара

Не стоит забывать, что индикативные цены на стальную продукцию принято рассчитывать в американских долларах, а за последние годы покупательская способность американской валюты существенно снизилась. За последние пять лет долларový индекс, который рассчитывается на основе динамики курса доллара к курсу шести основных мировых валют, снизился на 27%. Как следствие, все товары номинированные в долларах, в том числе и цены на черные металлы, выросли в цене.

Индекс USD по отношению к мировым валютам

Индекс USD по отношению к мировым валютам



Источник: Reuters

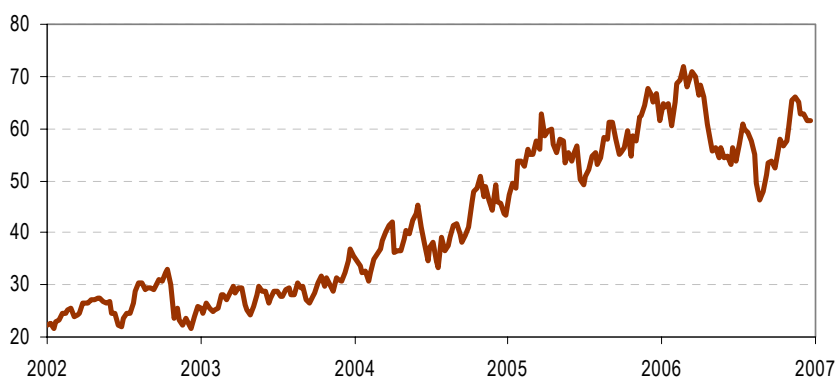
В дальнейшем мы ждем продолжения девальвации американской валюты по отношению к остальным мировым валютам (в том числе и к рублю), что должно лишь усилить поддержку цен на стальном рынке.

Цены на нефть

Наконец, дополнительную поддержку ценам на сталь оказывают, пусть и косвенно, нефтяные котировки. На фоне заоблачных цен на нефть, а, следовательно, и на газ, и на электроэнергию, с одной стороны возрастают операционные издержки производителей металлов, что опять же толкает цены на сталь вверх. С другой стороны, такие цены на нефть стимулируют нефтегазовые компании активно разрабатывать новые месторождения, развивать там инфраструктуру и строить новые трубопроводы. Следовательно, спрос на сталь со стороны вертикально интегрированных нефтегазовых холдингов только возрастает.

Динамика цен фьючерсов на нефть (\$/баррель)

Нефть (\$/баррель)



Источник: Reuters

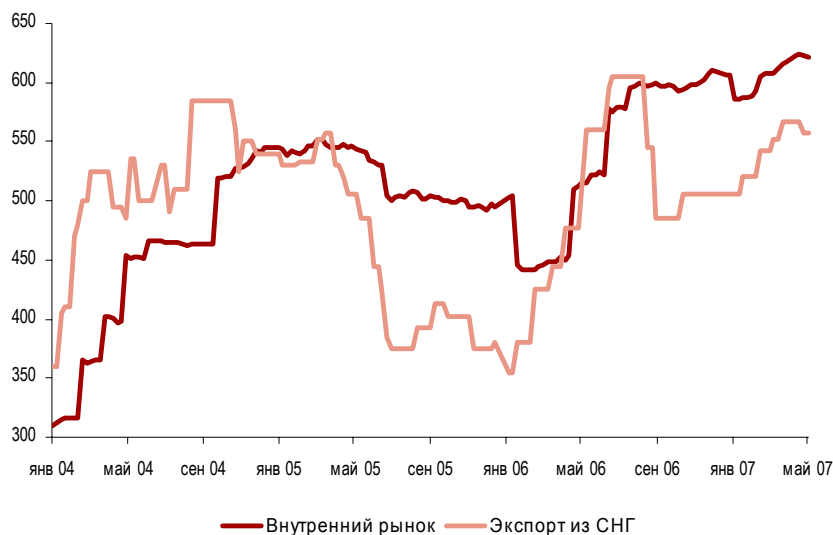
Особенности российского рынка стали

На фоне мировых сталепроизводителей, отечественные металлурги находятся пока в явно более выигрышном положении. На протяжении

последних нескольких лет внутрироссийские цены на металлопродукцию довольно существенно превышают мировые цены.

Более того, главная отличительная черта отечественного рынка заключается в том, что внутренние цены на сталь практически никак не реагируют на ухудшение мировой конъюнктуры рынка стали, и уже третий год подряд остаются на крайне высоких уровнях. Во многом это происходит из-за того, что в России стальной рынок является по сути монопольным. Каждый из существующих крупных российских металлургических холдингов специализируется на выпуске определенной продукции, где конкуренция в настоящий момент далеко не на самом высоком уровне. Из стран дальнего зарубежья поставлять металл в Россию дорого из-за большого расстояния, к тому же наша портовая инфраструктура просто не способна принять значительные объемы поставок металла из-за рубежа. В настоящий момент российские предприятия обеспечивают страну поставками стальной продукции примерно на 87%. Единственными реальными конкурентами российским предприятиям на внутреннем рынке являются украинские металлопроизводители. Всего же доля импорта на российском рынке стали не превышает 13%.

Цены на Г/К лист (\$, тонна)



Существуют и другие фундаментальные причины того, что внутрироссийские цены на стальном рынке в последние годы зачастую находятся выше мирового уровня. Дело в том, что спрос на металл в России растет более высокими темпами, чем объем его производства и темп роста развития российской экономики в целом. Из-за отсутствия необходимого количества поставок металлов из-за рубежа, довольно часто на российском рынке существует локальный дефицит на тот или иной вид продукции.

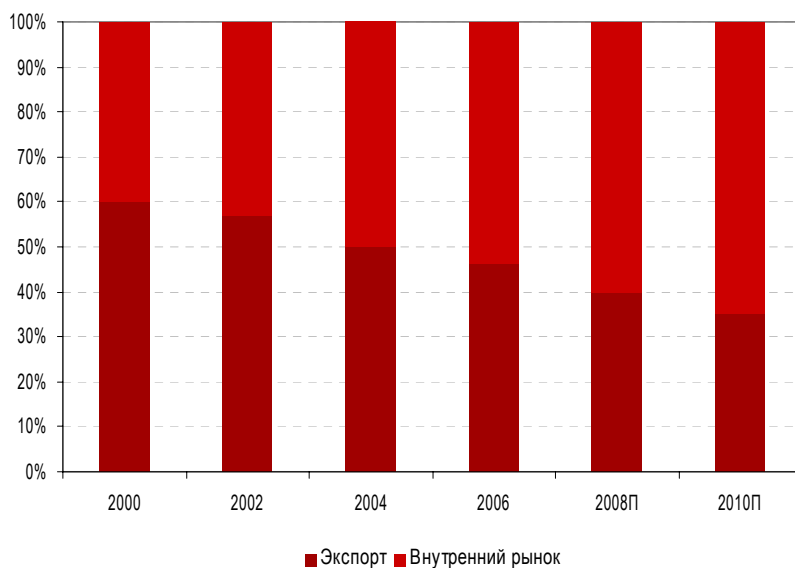
Производство и потребление проката в России (млн. тонн)



Источник: Чермет

Такой благоприятной ситуацией на внутреннем рынке отечественные производители стали решили воспользоваться незамедлительно. Если еще 4-5 лет они в среднем отправляли на экспорт до 60-70% производимой продукции, т.к. на тот момент экспортные цены были выше внутренних, то в последние 2-3 года все они стремительно начали переориентироваться на внутренний рынок. Уже по итогам 2006 года в среднем отечественные металлурги поставили на внутренний рынок больше проката, чем на экспорт. И, по всей видимости, на фоне резкого роста спроса на металлопродукцию внутри страны, эта тенденция в ближайшие годы будет иметь продолжение, т.к. мы прогнозируем, что и в среднесрочной перспективе стальные цены на внутреннем рынке будут на более высоком уровне, чем экспортные цены из России, следовательно, отечественным металлургам по-прежнему будет более выгодно продавать свою продукцию в России.

Поставки проката российских компаний на экспорт/внутренний рынок, %



Источник: Металл-Курьер

По нашим прогнозам, на основе которых мы и оцениваем методом DCF справедливую стоимость отечественных металлургических компаний, в среднесрочном периоде цены на сталь будут оставаться на текущих, крайне высоких уровнях. При этом со временем, из-за переориентации на быстрорастущий российский рынок все большего числа производителей, спред между внутренним рынком и экспортными ценами будет постепенно

сокращаться.

Прогноз цен на ГК Лист (\$; тонна)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Внутренний рынок	541	555	520	500	480	455	450
Экспорт из СНГ	500	515	490	480	470	450	450
спрэд,%	8%	8%	6%	4%	2%	1%	0%

Источник: Оценки Банка Москвы

Небольшое снижение цен на сталь, по нашим оценкам, начнет происходить уже со следующего года. По нашим прогнозам, средние цены на сталь в течении ближайших пяти лет снизятся в пределах 10-20%, что мы объясняем продолжающемся резким увеличении объемов производства стали в Китае и Индии, что должно существенно усилить конкуренцию на крупнейших мировых рынках и оказать хоть и не сильное, но понижающее давление на цены. **Тем не менее, мы ожидаем, что несмотря на небольшое снижение цен на сталь в ближайшем будущем, цены уже не вернуться на свои среднегодовые уровни прошлых лет (\$200-\$300) за тонну, что позволит в будущем сталелитейным компаниям, в первую очередь российским, генерировать высокие денежные потоки и демонстрировать высокие финансовые результаты.**

Стоит отметить, что увеличение доли продаж отечественных металлургов на внутреннем рынке объясняется еще одним фактором – в последние годы отечественные компании из-за резко усиливающейся конкуренции со стороны Китая и Индии, постепенно начинают терять свою долю рынка не только в странах Восточной Азии, но и на других рынках. Рост объемов производства стали в Китае не только свел до минимума возможность мировых сталепроизводителей импортировать свою продукцию в страну, но и поставил под угрозу положение наших компаний на традиционных для них рынках сбыта – рынках Восточной Азии, Америки и Европы.

Тем не менее мы считаем, что российским компаниям пока не следует опасаться сильной конкуренции со стороны зарубежных компаний. В настоящий момент все крупнейшие российские металлургические комбинаты (за исключением ММК) входят в крупные вертикально-интегрированные металлургические холдинги и почти полностью обеспечены собственным сырьем, что значительно помогает смягчить негативный эффект от роста цен на железную руду и кокс.

К тому же, рентабельность российских металлургических компаний (во многом благодаря низким издержкам на оплату труда и наличию собственной сырьевой базы) является одной из самых высоких в мире, что позволяет компаниям по-прежнему получать неплохие доходы и не снижать производство, даже в случае падения цены на сталь на мировых рынках. Все эти факторы позволяют отечественным компаниям в случае необходимости проводить крайне гибкую ценовую политику, что в последнее время, в условиях роста конкуренции, является чуть ли не основным фактором сохранения своей доли на рынках сбыта.

Развитие инфраструктуры – главный локомотив внутреннего рынка

Рост российской экономики

В последние годы российская экономика показывает весьма впечатляющий рост, так что поведение отечественных металлургов, которые начали переориентироваться на внутренний рынок выглядит оправданным. При этом ряд отраслей, которые являются основными потребителями металлопроката, на которые в первую очередь и работают металлурги, растут в последние годы темпами, намного опережающими темпы роста российского ВВП.

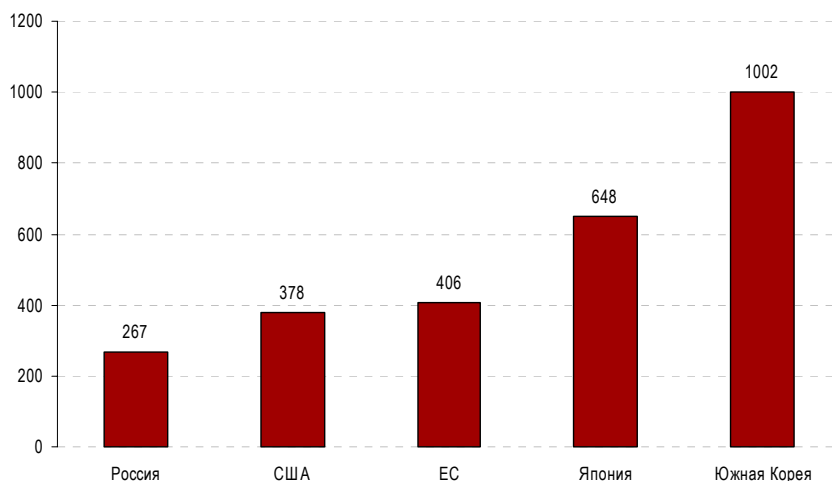
Структура спроса российского рынка проката



Источник: Чермет

Российские металлургические компании являются чуть ли не главными бенефициарами от быстрорастущей российской экономики и от реализации масштабных инфраструктурных проектов: строительный бум, который наблюдается в стране на протяжении последних лет резко повысил спрос на сортовой прокат и в первую очередь на строительную арматуру. По всем прогнозам, в ближайшие годы спрос на эту продукцию будет только расти. Грандиозные планы отечественного автопрома по увеличению объемов производства на фоне начала строительства в России сборочных предприятий зарубежных компаний гарантируют стабильный рост потребления автолиста. Строительство крупных трубопроводов (СЕГ, ВСТО) в ближайшие годы будет гарантировать высокий спрос на толстый лист, который придется закупать трубникам для производства труб большого диаметра. Наконец инвестпрограмма РЖД, которая равна более чем \$27 млрд., в среднесрочной перспективе обеспечит стабильный спрос на рельсы и на тот же лист. По нашим прогнозам, все вышеуказанные отрасли (Автопром, Строительство, Транспорт, Трубная промышленность) в среднесрочном периоде будут развиваться более высокими темпами чем российская экономика в целом. Российские металлурги способны сполна воспользоваться этим ростом, и, следовательно, по нашим прогнозам, акции сектора черной металлургии в среднесрочном периоде способны показать более высокий рост чем рынок российских акций в целом.

Потребление стали на человека в 2005 г (кг.)



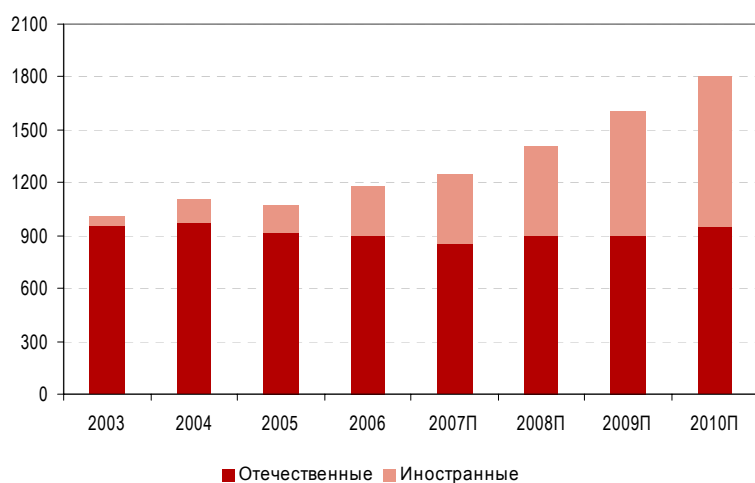
Источник: Bloomberg

Также важно отметить, что среднегодовой уровень потребления стали в расчете на человека в России все еще значительно меньше, чем в других странах, что оставляет высокий потенциал для роста.

Автомобилестроение

Благодаря росту благосостояния населения России, а также благодаря появившимся механизмам автокредитования, спрос на легковые автомобили в стране в последние годы существенно возрос. Этим ростом незамедлительно решили воспользоваться крупнейшие мировые автогиганты и начали ускоренными темпами разворачивать собственное производство в России. Таким образом, несмотря на небольшое снижение объемов производства автомобилей на российских заводах, совокупный объем автомобилей произведенных на территории России, за счет иностранных компаний, стремительно растет

Производство легковых автомобилей в России (тыс. штук)



Источник: АСМ-holding, Оценки Банка Москвы

Крупнейшими российскими производителями листа, является Северсталь, НЛМК и ММК. Именно эти компании и должны будут получить наибольшую выгоду от развития автомобилестроения на территории страны. Следует отметить, что в настоящий момент качество российского

автомобильного листа не полностью соответствует требованиям иностранных производителей, и многие западные компании, осуществляющие сборку в России, предпочитают закупать и штамповать лист за пределами России. Однако, по нашим прогнозам, на фоне существенной модернизации российских сталеплавильных и листопрокатных мощностей, мы ожидаем постепенного перехода на закупки листа у российских производителей.

Производство иномарок в России

марка	Потенциальная мощность (тыс. авто в год)	месторасположение
Ford*	120	Петербург
Renault*	160	Москва
GM-АвтоВАЗ*	102	Тольятти
Северсталь-Авто (SsangYong, Fiat)*	80	Татарстан
Иж-авто (Kia)*	90	Удмуртия
General Motors	160	Петербург
Nissan	50	Петербург
Suzuki	26	Петербург
Brilliance Auto (Китай)	60	Н.Новгород
Корпорация Богдан (Chevrolet Lanos)	25	Н.Новгород
ГАЗ (Chrysler Sebring и Dodge Stratus)	100	Н.Новгород
Toyota Motor	25-50	Петербург
Volkswagen AG	115-150	Калуга
Great Wall	50	Татарстан

* Действующее производство

Источник: Данные компаний, оценки Банка Москвы

Строительство домов, Инфраструктурные проекты

Рост ВВП России, который происходит в последние годы благодаря потоку нефтедолларов, стимулирует российское правительство увеличивать ежегодные отчисления на строительство жилья и инфраструктурных проектов.

Для осуществления инвестиционных проектов, в России был создан инвестиционный фонд. Базовыми принципами отбора этих проектов является их экономическая эффективность и участие в них частного капитала. В 2006 году были отобраны первые семь инвестиционных проектов. Их общая стоимость превысила 800 млрд. рублей. Очевидно, что в ближайшие годы число инвестиционных проектов, финансируемых с участием государства, возрастет. Если в 2007 году на эти цели будет выделено из бюджета порядка 1% российского ВВП, то ожидается, что к 2009-10 годам этот показатель как минимум удвоится.

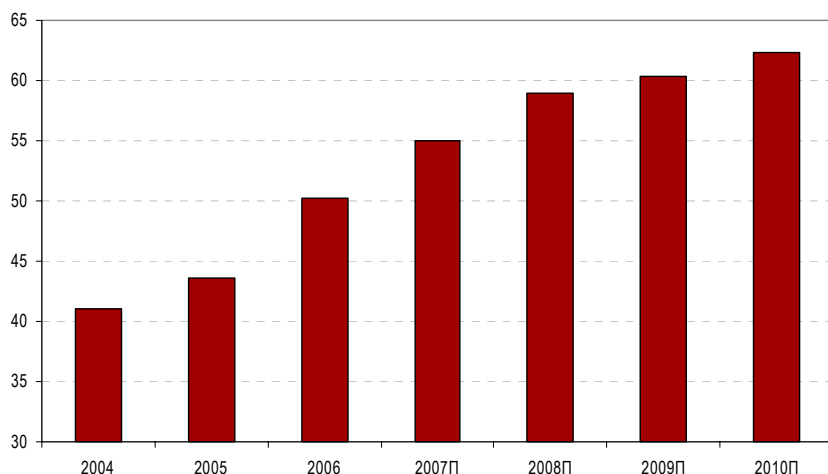
инвестиционные проекты

Проект	Финансирование	
	Стоимость, млрд. руб	из бюджета, млрд. руб.
Западный скоростной диаметр вокруг Санкт-Петербурга	82.7	28
Первая очередь платной дороги Москва-Санкт-Петербург	54	25.8
Орловский тоннель под Невой в Санкт-Петербурге	26	8.8
Выход на МКАД трассы М-1 Москва-Минск	17.6	10.01
Комплексное развитие Нижнего Приангарья	358.7	34.22
Нижнекамский нефтеперерабатывающий комплекс	130.2	16.5
Создание транспортной инфраструктуры для освоения минерально-сырьевых ресурсов Читинской области	141.35	40.9

Источник: МЭРТ

Помимо строительства инфраструктурных проектов, следует отметить резкий рост темпов строительства домов в России.

Строительство домов в России (млн. кв. метров)



Источник: Госкомстат, Оценки Банка Москвы

Крупнейшим бенефициаром от осуществления масштабных инфраструктурных проектов, а также от резкого роста темпов строительства новых домов (который подразумевает резкий рост спроса на железобетонные конструкции, арматуру и профиль) в первую очередь, станут такие металлургические компании как Северсталь и особенно Евраз Групп, который является крупнейшим в России производителем арматуры.

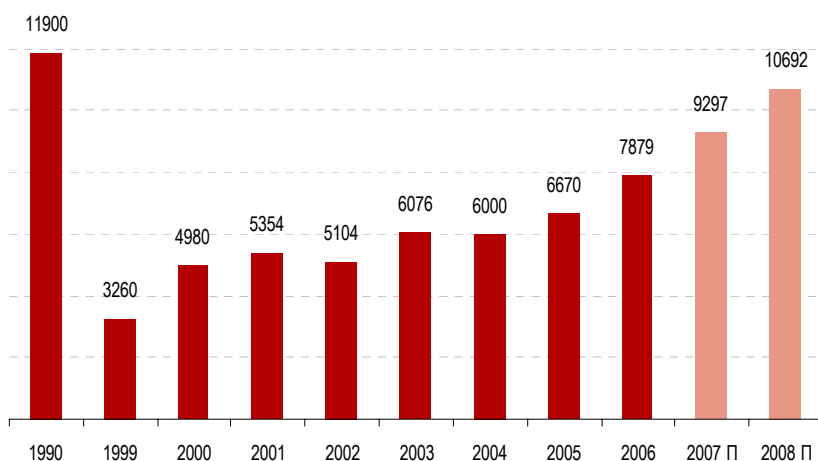
РЖД

Инвестиционная программа РЖД на 2007-2009 годы составит \$27 млрд. Около 82% от этой суммы планируется направить на обновление железнодорожной инфраструктуры, и около 16% - на обновление подвижного состава. На львиную долю заказов со стороны РЖД, по праву может рассчитывать все тот же Евраз, который является монополистом в России по производству железнодорожных рельс и является вторым в стране после ОМК производителем железнодорожных колес, с долей рынка 27%.

Трубная отрасль

На долю трубной отрасли приходится более 15% внутреннего потребления стали. Рост экономики и активизация инвестиций в нефтегазовой промышленности в последние годы привели к восстановлению производства трубной отрасли до 8 млн. тонн

Производство стальных труб в России (тыс. тонн)



Источник: ЧТПЗ, Rusmet, Оценки Банка Москвы

Основными потребителями трубной продукции в РФ являются ТЭК (около 55% потребления труб в России), машиностроение (15%) и строительство (25%). В связи с большим количеством проектов по строительству трубопроводов и ростом инвестиций в нефтегазодобычу, по нашим оценкам, спрос на трубную продукцию будет ежегодно увеличиваться на 5-10%. Спрос на продукцию российских трубных компаний и их финансовое состояние зависит не от динамики цен на стальном рынке, а в первую очередь от спроса со стороны нефтегазовых компаний, которые в последнее время, на фоне рекордно высоких цен на нефть, начали активно развивать большое количество новых проектов по добыче и транспортировке углеводородов.

В настоящее время в России началось строительство сразу нескольких крупных трубопроводов. Транснефть начала строительство Восточного нефтепровода (ВСТО), Газпром начал прокладывать Северо-Европейский Газопровод, который планируется провести по дну Баренцева моря. В 2007 году ожидается начало строительства газопроводов Ямал-Европа и БТС-2.

Крупнейшие проекты магистральных нефте- и газопроводов в России

Проект	Протяженность (км)	Диаметр (мм)	Спрос на ТБД (тонн)	Сроки ввода	Компания
СЕГ - сухопутная часть	917	1420	800	2006-2009	Газпром
СЕГ - подводная часть	1189	1067-1420	1100	2007-2012	Газпром
ВСТО - 1-я очередь	2430	1067-1220	1300	2006-2007	Транснефть
ВСТО - 2-я очередь	2000	1067	1030	2008-2011	Транснефть
Унечи-Приморск (БТС-2)	1200	1067-1220	280	2007-2008	Транснефть
Кстово-Ярославль-Кириши- Приморск	1000	530	200	2006-2008	Транснефтепродукт
Алтай (Российская часть)	2700	1420	2500	2008-2011	Газпром
Ямал-Европа	4200	1420	1500	2007-2009	Газпром
Бованенково-Обская губа-Ямбург-Центр	852	1420	100	2007-2011	Газпром
Починки-Изобильное-Северо-Ставропольское	318	1420	100	2001-2007	Газпром
Сахалин-Китай	1220	914	420	2006-2008	ExxonMobil
Ванкорское НГМ-Пурпе	550	820	150	2006-2007	Роснефть
Талаканское НГК-Усть-Кут	150	1020	105	2006-2007	Сургутнефтегаз
Северные территории--порт Варандей	458	720	100	2007-2009	Лукойл

Источник: Оценки Банка Москвы, Газпром, Транснефть, Журнал Эксперт

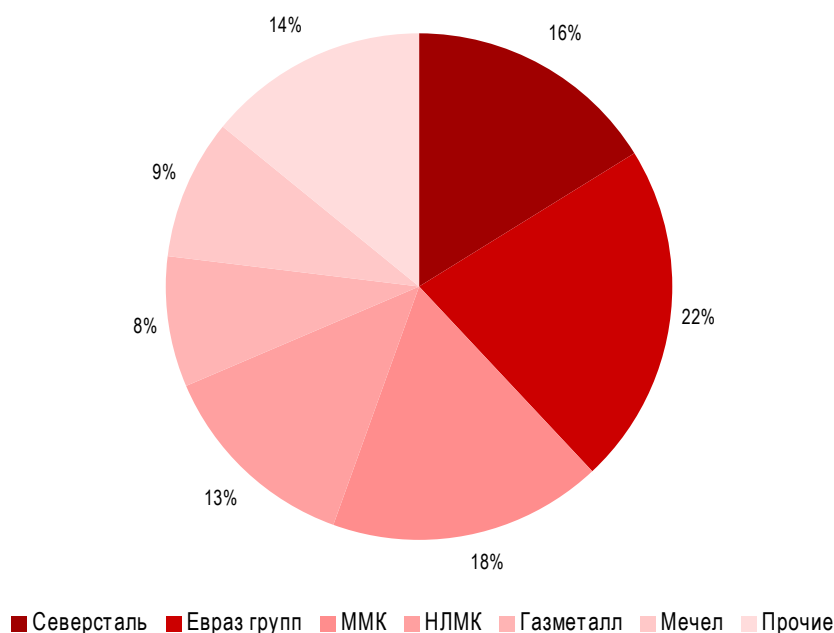
Таким образом, можно говорить о том, что благодаря строительству магистральных трубопроводов, где используются трубы большого диаметра, а также благодаря активной разработке отечественными нефтегазовыми компаниями новых месторождений (там используются трубы нефтегазового сортамента среднего и малого диаметра - Oil Country Tubular Goods(ОСТГ)), спрос на трубы на российском рынке в ближайшие годы будет расти темпами, значительно превышающими рост российской экономики в целом. Следовательно, опережающими темпами будет расти спрос на толстый лист и трубную заготовку.

Производство стали в России

Россия является четвертым производителем стали в мире после Китая, Японии и США. В 2006г. на российских предприятиях было произведено более 70,6 млн. тонн стали - 5,7% от общемирового производства.

К настоящему моменту в российском секторе черной металлургии сформировалось шесть крупных вертикально-интегрированных металлургических холдингов, на долю которых приходится порядка 85% от общего объема производства стали в России. Таким образом, можно говорить о высокой концентрации в отрасли, которая позволяет комбинатам занимать по сути монопольное положение на внутреннем рынке.

Производство стали в России



Источник: Данные компаний, Оценки Банка Москвы

Крупнейшим в России по объемам производства на одной площадке является Магнитогорский металлургический комбинат (ММК). Совсем немного отстают от него Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК) и Северсталь. В 2004 в российской черной металлургии появился еще один крупный игрок – Евраз Групп, который скупил находящиеся в стадии банкротства Нижнетагильский металлургический комбинат (НТМК), Западносибирский металлургический комбинат (ЗСМК) и Новокузнецкий металлургический комбинат (НКМК). По совокупному объему производства в России предприятия Евраза занимают в настоящий момент первое место.

Также значимую долю в производстве стали на российском рынке занимает группа Мечел, основным металлургическим активом которой является Челябинский металлургический комбинат (ЧМК).

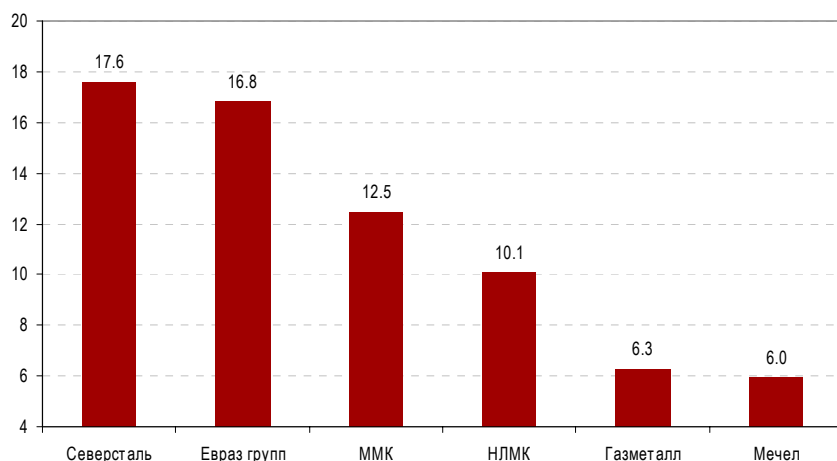
Наконец, шестым крупным игроком отрасли является Газметалл. Газметалл напрямую владеет Лебединским ГОКом и Оскольским электрометаллургическим комбинатом (ОЭМК), Лебединский ГОК совместно с ОЭМК является собственником Михайловского ГОКа, который, в свою очередь, владеет Уральской сталью (бывшая НОСТА).

Как уже отмечалось выше, в последние годы российские металлургические компании являлись крупными игроками на мировом рынке слияний и поглощений. Северсталь приобрела активы в США (Rouge Industries) и итальянскую Lucchini, НЛМК создал СП с Dufargo и консолидировал Dansteel, наконец Евраз Групп победил на аукционе по продаже чешского меткомбината Vitkovice Steel и приобрел акции итальянского комбината Palini e Bertoli, Мечел приобрел активы в Румынии. Самая же крупная

сделка на рынке M&A с участием российской металлургической компании состоялась в начале текущего года – все тот же Евраз Групп за \$2,3 млрд. приобрел американскую Oregon Steel, производственные мощности которой позволяют ежегодно производить до 2,1 тыс. тонн проката

С учетом всех этих зарубежных приобретений, крупнейшей российским производителем стали (по итогам 2006 года) является Северсталь, второе место Евраз Групп, а ММК занимает лишь третье место.

Крупнейшие российские производители стали (млн. тонн)*



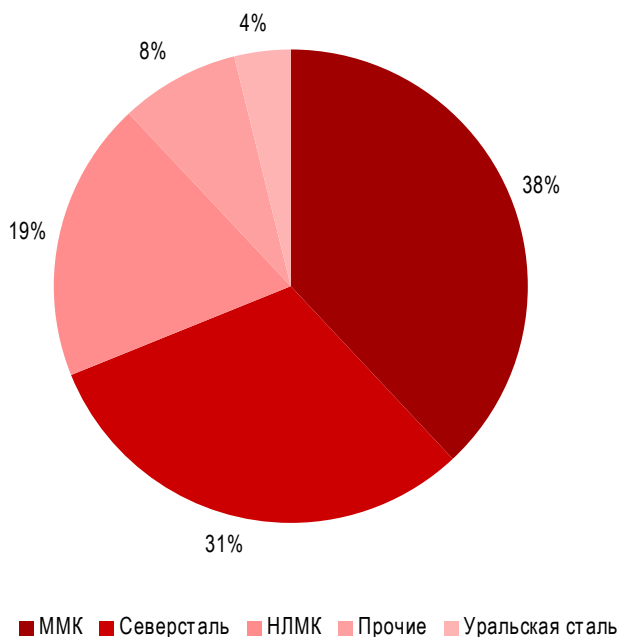
*Данные по Евраз Групп с учетом Oregon Steel, данные по Северстали с учетом Lucchini и Rouge Industries, данные по НЛМК с учетом доли в СП с Dufargo.

Источник: Данные компаний

При этом стоит отметить, что Российские металлурги выпускают далеко не однородную продукцию: каждый из них в большей степени специализируется на определенном виде проката – сортовом или листовом. Следует отметить, что наиболее глубокую переработку в России на своих предприятиях осуществляют ММК и Северсталь – именно у них доля производства Г/К и Х/К листа, а также листа глубокой переработки (оцинкованного, с полимерным покрытием) является наибольшей.

ММК и Северсталь на двоих производят порядка 70% российского плоского проката. Третьим по величине производителем плоского проката в России является НЛМК с долей порядка 20%.

Крупнейшие российские производители листового проката

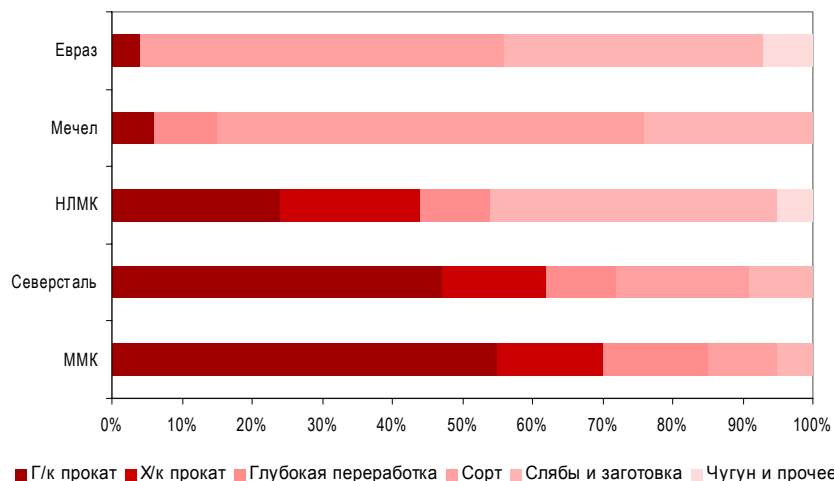


Источник: Чермет, Металл-Курьер

Крупнейшим производителем сортового проката в России являются предприятия Евраз. На троих ЗСМК, НТМК и НКМК производят около 35% российского сорта, Северсталь и ММК производят примерно по 10% от совокупного объема производства сортового проката.

НЛМК и Евраз являются крупнейшими экспортерами продукции низких переделов – слябов и заготовок. В 2006 году доля НЛМК в совокупном экспорте российских слябов составила почти 50%, а доля Евраз около 40%. Доля Евраз в российском экспорте слябов составляет около 30%, такую же долю занимают и предприятия Газметалла.

Производство проката по видам продукции, %

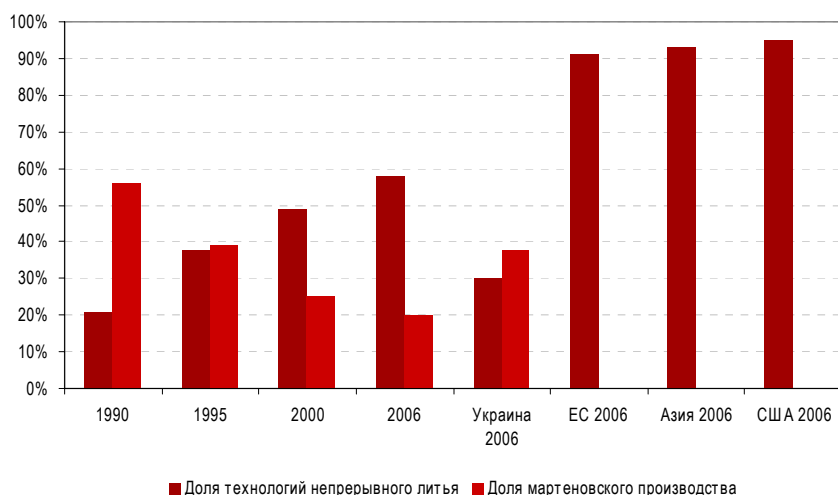


Источник: ММК

Именно наличие избытка мощностей по производству продукции низких переделов заставляет Евраз Групп и НЛМК активно искать объекты для поглощения за рубежом, которые имеют прокатные мощности, но при этом страдают из-за отсутствия собственного сырья. Покупка таких компаний позволяет российским металлургам, обходя ввозные квоты ЕС и США, получить гарантированный источник сбыта для своих полуфабрикатов и производить больше продукции высоких переделов, что, безусловно, существенно усиливает их позиции на рынке. В первую очередь руководствуясь именно этими соображениями, НЛМК создал СП с Dufenco (мощности СП по производству проката 4,5 млн. тонн при мощности сталеплавильного производства 2 млн. тонн), Евраз купил Oregon Steel, Pallini и Vitckovice Steel.

Следует отметить, что в последние годы российские металлургические холдинги занимались не только скупкой активов но и активно модернизировали собственные производственные мощности. Благодаря чему обеспеченные собственным сырьем российские металлурги показывают более высокую рентабельность, чем иностранные конкуренты.

Технологии выплавки стали в России



Источник: Данные компаний

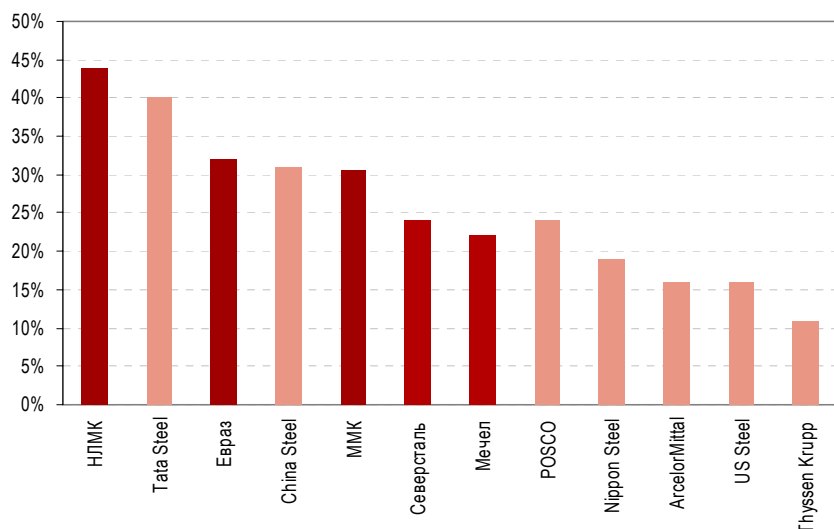
В последнее десятилетие на российских комбинатах стали применяться все более современные технологии. В первую очередь следует отметить существенно сокращение производства стали в морально устаревших неэффективных мартеновских печах. Активный ввод в строй новых конверторов и электродуговых печей привел к тому, что в настоящее время около 78% совокупного объема производства стали в стране приходится на конверторное и сталеплавильное производство. Также следует обратить внимание на то, что большинство отечественных комбинатов за последние годы отказались от разлива способом разлива стали (разлив стали в изложницы) и установив машины непрерывного литья заготовок (МНЛЗ) перешли на непрерывную разливку стали, что позитивно сказалось как на производительности, так и на себестоимости.

Доля непрерывного литья на российских комбинатах в 2005г., %

НЛМК	ОЭМК	ММК	Северсталь	НТМК	НКМК	ЗСМК	Мечел
100%	100%	100%	90%	80%	50%	20%	20%

Наиболее эффективным среди всех российских комбинатов является НЛМК, производственные мощности которого являются самыми современными в России. Это позволяет компании показывать не только самую высокую рентабельность среди российских металлургов, но и быть вне конкуренции по этому показателю во всем мире

Рентабельность по EBITDA в 2006 г. крупнейших производителей стали, %

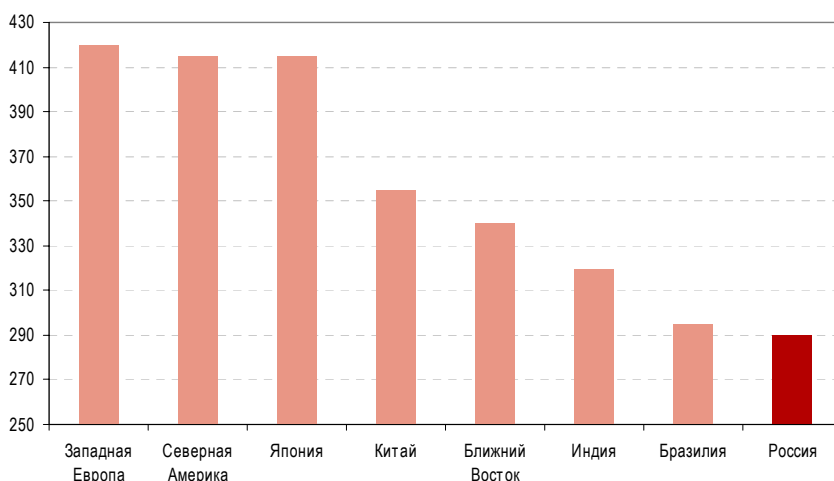


Источник: Оценки Банка Москвы, данные компаний, Reuters

Большинство остальных российских металлургических компаний также работают с более высокой маржой, чем их основные западные конкуренты. Причем, недавнее снижение рентабельности Северстали объясняется исключительно консолидацией в отчетность приобретенных американских и европейских активов, которые работают с маржой 7-15%. Такая же опасность грозит и НЛМК, если он увеличит свою долю в СП с Dufenco с нынешних 50% и, следовательно, начнет консолидировать у себя в отчетности показатели низкорентабельных активов СП.

Если же сравнить себестоимость производства стали, а следовательно и рентабельность производства внутри России с другими странами, то здесь российские компании однозначно вне конкуренции.

Себестоимость производства Г/К листа в мире (\$, тонна)



Источник: Оценки Банка Москвы, Северсталь, Reuters

IPO сектора

До недавнего времени хозяева российских предприятий черной металлургии не горели желанием выводить свои предприятия на открытый рынок. Из крупных компаний на фондовом рынке обращались лишь бумаги Северстали, НТМК и ЗСМК. Однако в последние время ситуация в секторе в корне поменялась: в конце 2004 Мечел провел IPO в Нью-Йорке, в 2005 году разместили свои бумаги в Лондоне Евраз Групп и НЛМК.

После неудачной попытки слияния с Arcelor, в конце 2006 года провести IPO на западных площадках решила и Северсталь. Наконец совсем недавно – в апреле 2007 года удачно завершил свое размещение Магнитогорский металлургический комбинат. Таким образом, можно говорить, что в настоящий момент на фондовом рынке представлены акции всех крупнейших российских металлургических холдингов за исключением Газметалла, который, впрочем, недавно уже озвучил свои планы по проведению IPO в конце текущего года.

IPO Российских металлургических холдингов

Эмитент	дата размещения	биржа	объем размещения, \$ млн.	объем размещения, доля в УК, %	цена размещения акций, \$	текущая цена акций, \$	рост после размещения
IPO/SPO							
Мечел	29.10.2004	NYSE	331	11.5%	21	38.7	84%
Евраз Групп	02.06.2005	LSE	422	8.3%	14.5	41.84	189%
НЛМК	08.12.2005	LSE	609	7.0%	1.45	2.96	104%
Евраз Групп	25.01.2006	LSE	330	6.0%	18	41.84	132%
Северсталь	07.11.2006	LSE	1063	9.1%	12.5	13.85	11%
ММК	24.04.2007	LSE/PTC	1000	9.0%	0.9615	1.04	8%
Частное размещение							
Мечел	19.03.2006	NYSE	350	11.5%	21.5	38.7	80%
Запланированные IPO							
Газметалл	конец 2007г.	?	1000-1500 ?	10-15%	?	-	-

Источник: Оценки Банка Москвы, Данные компаний, PTC, LSE

Выход в течение нескольких последних лет российских металлургических компаний на биржу объясняется на наш взгляд несколькими факторами: во-первых, на фоне резкого роста цен на сталь в конце 2004 - начале 2005 года существенно возрос спрос на акции сектора со стороны инвесторов; во-вторых, резко возросшие, благодаря росту стального рынка, денежные потоки отечественных металлургов, как мы уже отмечали выше, сделали российские компании серьезными игроками на рынке слияний и поглощений сектора. А как известно, наличие рыночной капитализации в ряде случаев при сделках M&A является важнейшим условием для осуществления сделки по выгодной цене.

Следует отметить, что инвесторы, участвовавшие в первых IPO российских металлургов, не прогадали – в большинстве случаев рост акций металлургических компаний после размещения превышал рост российского рынка в целом.

При этом стоит подчеркнуть тот факт, что в последнее время проводить IPO металлургическим холдингам стало все сложнее. Дело в том, что в последнее время значительно выросли объемы IPO – если еще пару лет назад металлурги привлекали с рынка \$300-\$600 млн., то в ходе последних IPO (ММК и Северстали) объемы превышали \$1 млрд. Также, на наш взгляд, удачному размещению мешает уже довольно широкий выбор на биржах акций отечественных металлургических компаний. Если в ходе первых IPO акции российских металлургов разлетались как горячие пирожки, то разместить акции ММК и Северстали удалось с некоторым трудом, да и то ближе к нижней границе объявленного диапазона.

Описание компаний

НЛМК

Инвестиционные тезисы

Мы внесли некоторые изменения в нашу модель по НЛМК. В частности мы скорректировали ее, исходя из объявленной новой инвестпрограммы и создания СП с Dufenco. Также мы повысили наши прогнозные цены реализации продукции НЛМК. В результате пересмотра нашей модели мы повысили нашу целевую цену по акциям НЛМК до \$3,74 и выставляем рекомендацию по акциям компании на уровне «покупать».

Сильные стороны

- Имея самое новое оборудование, НЛМК является самым современным и технически оснащенным предприятием черной металлургии в России, что позволяет НЛМК показывать самую высокую рентабельность среди компаний черной металлургии не только в России, но и во всем мире. Комбинат выплавляет сталь исключительно в конверторах и разливают 100% стали через МНЛЗ.

- НЛМК занимает первое место в России по производству холоднокатаного проката и проката с полимерными покрытиями, а также является монополистом в России и крупнейшим в Европе производителем трансформаторной стали.

- Создание СП с Dufenco крайне удачно вписалось в производственную цепочку и НЛМК и Dufenco. НЛМК располагает избыточными мощностями по производству слябов, в то время как Dufenco испытывает недостаток в собственных сталелитейных мощностях, при этом располагая свободными прокатными мощностями.

- Создание СП с Dufenco усилило позиции НЛМК на рынках США и Европы.

- В период с 2007 по 2011гг. НЛМК планирует направить на инвестиции около \$4,4 млрд. Благодаря этим инвестициям комбинат планирует увеличить объем выплавки стали с 9 до 12,4 млн. тонн в год, а производство готового проката с 5 до 9,5 млн. тонн в год.

- Благодаря наличию собственных сырьевых активов, НЛМК в состоянии практически полностью контролировать собственные издержки. НЛМК обеспечен собственным ЖРС на 100%, углем на 50%. Вертикальная интеграция является одним из ключевых элементов стратегии НЛМК, обеспечивающим снижение производственных затрат за счет доступа к сырью и наличию собственных генерирующих мощностей.

- Низкое значение рентабельности СП с Dufenco (13,3%) не окажет негативного влияние на рентабельность НЛМК, т.к. 50% доля в этом СП, которая будет принадлежать НЛМК, будет учитываться в консолидированной отчетности компании только на уровне чистой прибыли.

- Удачное территориальное расположение НЛМК снижает транспортные издержки компании. Компания экономит на поставках сырья из близости Курской магнитной аномалии и на отгрузке готовой продукции из-за близости Черного моря.

- Компания в будущем планирует активное участие в сделках M&A. В частности компания не исключает приобретение металлургических активов в Турции, Индии и странах ЕС.

Слабые стороны

- Доля поставок НЛМК товарной продукции на внутренний рынок наименьшая среди всех российских вертикально интегрированных холдингов – на экспорт НЛМК поставляет около 70% от совокупного объема производства металлопродукции. Таким образом, НЛМК крайне сильно зависит от внешних цен на сталь и при этом не в состоянии сполна воспользоваться быстрорастущим внутренним спросом на сталь, где цены находятся на более высоком уровне и не отличаются высокой волатильностью.

- Высокая доля продукции с низкой добавленной стоимостью. По итогам 2006 года на слябы пришлось около 44% от совокупного объема производства НЛМК.

- Существует риск покупки новых металлургических активов по завышенной цене, что может привести к снижению стоимости акций

Описание бизнеса

Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК) – четвертая по величине российская вертикально-интегрированная металлургическая компания, лидер черной металлургии по уровню технической оснащенности, объединяющая предприятия с общим годовым оборотом более \$6 млрд.

НЛМК	
Металлургические активы	Сырьевые активы
<p style="text-align: center;">Российские</p> <p>- Новолипецкий комбинат - 100% (Сталь, чугун, слябы, Г/К лист, Х/К лист, лист с покрытием, трансформаторная сталь, сорт) <i>Производство стали: 9.1 млн. тонн</i></p> <p>- Виз Сталь - 100% (трансформаторная и динамная сталь) <i>Производство проката: 0.2 млн. тонн</i></p> <p style="text-align: center;">Иностранные</p> <p>- Dansteel (Дания) - 100% (толстый лист) <i>Производство проката: 0.5 млн. тонн</i></p> <p>- СП с Dufenco (США и ЕС) - 50% (Г/К лист, Х/К лист, лист с покрытием, толстый лист, сортовой прокат) <i>Производство стали: 2 млн. тонн, проката: 4.5 млн. тонн.</i></p>	<p style="text-align: center;">Железорудное сырье</p> <p>- Стойленский ГОК - 97% (концентрат, аглоруда) <i>Производство концентрата: 11 млн тонн</i></p> <p style="text-align: center;">Коксохим</p> <p>- Алтай-Кокс - 94% (кокс) <i>Производство кокса: 2.5 млн. тонн</i></p> <p style="text-align: center;">Прочее</p> <p>- Жерновское-1 (уголь к 2010 году)</p> <p>- Доломит (доломит)</p> <p>- Стагдок (известняк)</p>

Металлургический сегмент

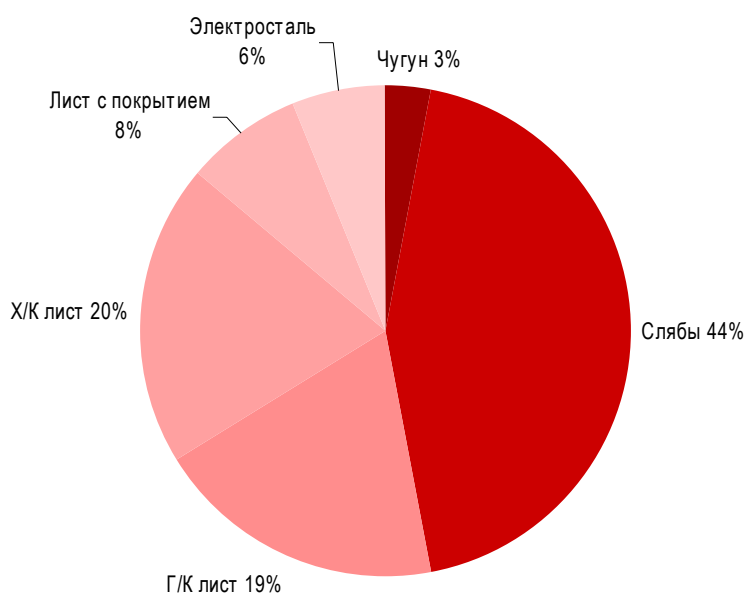
Новолипецкий металлургический комбинат (Липецк) является ключевым активом группы. Имея самое новое оборудование, НЛМК является самым современным и технически оснащенным предприятием черной металлургии в России, что позволяет НЛМК показывать самую высокую рентабельность среди компаний черной металлургии не только в России, но и во всем мире. Комбинат выплавляет сталь исключительно в конверторах и разливают 100% стали через МНЛЗ методом непрерывного литья заготовок.

Основными активами Новолипецкого металлургического комбината являются:

- Агломерационное производство с четырьмя агломашинами;
- Коксохимическое производство с восемью коксовыми батареями;
- Два доменных цеха с пятью доменными печами общим объемом 11.400 м³;
- Два конвертерных цеха, в состав которых входят два конвертера емкостью по 300 тонн каждый, три конвертера емкостью 160 тонн каждый, и девять УНРС
- Производство горячего проката с непрерывным широкополосным станом горячей прокатки 2000;
- Три цеха холодной прокатки, в состав которых входят 2 двадцати валковых стана, реверсивный стан, 2 непрерывных стана, полностью непрерывный стан "бесконечной прокатки".

В 2006г. на долю компании пришлось порядка 13% производства российской стали (9,1 млн. тонн), 33% холоднокатаного проката (около 2,75 млн. тонн,) и 15% горячекатаного проката (2 млн. тонн). НЛМК занимает первое место в России по производству холоднокатаного проката и проката с полимерными покрытиями, а также является монополистом в России и крупнейшим в Европе производителем трансформаторной стали. Годовое производство проката составляет 8 млн. тонн. Комбинат занимает лидирующие позиции в мире среди производителей слябов - стальных полуфабрикатов, производя ежегодно 3,2 млн. тонн. Продажа слябов приносит компании почти треть выручки. Общий сортамент комбината насчитывает 760 позиций.

Структура продаж Новолипецкого комбината в 2006 году (млн. тонн)



Источник:НЛМК

Доля поставок НЛМК товарной продукции на внутренний рынок наименьшая среди всех российских вертикально интегрированных холдингов – на экспорт

НЛМК поставляет около 70% от совокупного объема производства металлопродукции. Основными продуктами экспорта являются слябы (более 50%), горячекатаный лист и чугун.

Структура рынков сбыта НЛМК (\$)



Источник: Данные компании

В последние годы НЛМК с целью укрупнения и диверсификации своего бизнеса, а также с целью получения гарантированных источников сбыта своих полуфабрикатов начал проявлять активность на рынке слияний и поглощений.

Первая сделка по покупке НЛМК зарубежного металлургического актива состоялась в начале 2006 года. За \$100 млн. НЛМК приобрел датского производителя толстого листа – компанию Dansteel. Стоит отметить, что по сути контроль над этой компанией НЛМК получил еще шесть лет назад – т.к. все это время акции Dansteel принадлежали крупнейшему акционеру НЛМК Владимиру Лисину. И лишь в 2006 году он решил передать эти акции на баланс самого НЛМК.

Куда более значимую покупку НЛМК совершил в середине 2006 года, когда за \$550 млн. купил крупнейшего российского производителя трансформаторной стали – компанию ВИЗ-Сталь. В результате этой сделки НЛМК стал российским монополистом по производству трансформаторной и динамной стали с годовым объемом производства 670 тыс. тонн. Доля НЛМК и ВИЗ-Сталь на внешнем рынке электротехнических сталей в 2006 году составила 9%, на внутреннем рынке - 69%.

Свою же самую главную сделку НЛМК заключил в конце 2006 года, когда официально объявил о создании СП с итальянской Dufenco. Каждая из сторон получила в СП по 50%. НЛМК в качестве оплаты своей доли внес \$805 млн. Dufenco в оплату своей доли внесла пакеты акций 22 компаний. Основными активами СП является 1 сталеплавильное и 5 прокатных предприятий с общим объемом производства готовой продукции 4,5 млн. тонн по итогам 2006 года (2,05 млн. т г/к проката, 0,7 млн. т толстого листа, 0,77 млн. т х/к проката, 0,4 млн. т оцинкованного проката, 0,1 млн. т проката с полимерными покрытиями и 0,47 млн. т сортового проката), а также сеть сервисных центров.

Крупнейшие активы СП с Dufferco

Компания	доля	страна	производственные мощности млн. тонн	производство в 2006 г. млн. тонн
Duferco La Louviere SA	87.9%	Бельгия	Г/К прокат - 2 Х/К прокат - 1.6	2.1
Carcid SA	100%	Бельгия	Слябы - 2.1	1.85
Duferco Clabecq SA	100%	Бельгия	Толстый лист - 0.8	0.6
Duferco Coating SAS	90.6%	Франция	Оцинкованный прокат - 0.32 С полимерным покрытием - 0.12 Х/К прокат - 0.35 Электрооцинкованный - 0.33	0.5
Duferco Farrel Corp	100%	США	Г/К прокат - 1.8 Х/К прокат - 0.8	1.6
Acciaierie Grigoli S.p.a.	75%	Италия	Толстый лист - 0.6	0.15

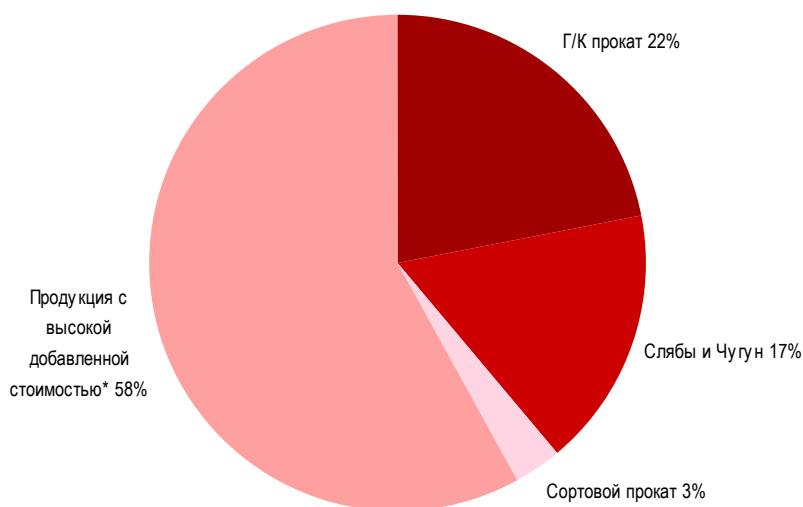
Источник: НЛМК

В соответствии с формой отчетности вносимых в СП компаний, их совокупная выручка за последний финансовый год составила около \$2,6 млрд., EBITDA — \$346 млн. Следует отметить, что низкое значение рентабельности по EBITDA предприятий вносимых в СП (13,3%), не окажет негативного влияния на рентабельность НЛМК, т.к. 50% доля в этом СП, которая будет принадлежать НЛМК, будет учитываться в консолидированной отчетности компании только на уровне чистой прибыли.

Создание этого СП крайне удачно вписалось в производственную цепочку и НЛМК и Dufferco. НЛМК располагает избыточными мощностями по производству слябов, в то время как Dufferco испытывает недостаток в собственных слябовых мощностях при этом располагая свободными прокатными мощностями. Таким образом, благодаря созданию этого СП, НЛМК сможет расширить производство слябов и гарантированно поставлять их на европейские и американские активы СП. Ежегодная потребность СП в слябах превышает 4,4 млн. тонн при том, что ежегодный объем производства слябов на СП составляет 2,1 млн. тонн. Если в 2006 НЛМК отгрузил на предприятия Dufferco около 500 тыс. тонн слябов, то к 2012 году, благодаря созданию СП, эта цифра вырастет до 3,6 млн.

Таким образом, по планам НЛМК, благодаря созданию этого СП, а также после осуществления масштабных инвестиций, к 2012 году НЛМК сможет значительно увеличить объем производства продукции с высокой добавленной стоимостью.

Структура продаж НЛМК после создания СП и осуществления инвестпрограммы к 2012 году*



* Включает Х/К, оцинкованный, с покрытием, травленный, толстолистовой лист, трансформаторный и динамный прокат

Источник: НЛМК

Инвестпрограмма НЛМК

В период с 2007 по 2011гг. НЛМК планирует направить на инвестиции около \$4,4 млрд. Из этих денег около \$1 млрд. пойдет на развитие сталеплавильного производства, около \$0,9 млрд. НЛМК вложит в доменное производство. Благодаря этим инвестициям комбинат планирует увеличить объем выплавки стали с 9 до 12,4 млн. тонн в год., что в первую очередь станет возможно благодаря строительству новой доменной печи №7 мощностью 3,4 млн. тонн чугуна в год. Также планируется провести реконструкцию и капитальный ремонт трех из пяти имеющихся доменных печей. Производство готового проката НЛМК планирует увеличить с 5 до 9,5 млн. тонн в год. Этот рост планируется не только за счет модернизации существующих листопрокатных производств НЛМК, но и за счет приобретения новых прокатных мощностей.

Поставки слябов с НЛМК в 2012 году

Направление поставок	Поставки (млн. тонн)	Изменение по сравнению с 2006 г (млн. тонн)
Прокатные мощности НЛМК	5.9	+0.9
DanSteel	0.7	+0.2
СП с Dufenco	3.6	+3.1
Внешние продажи	2.3	-1.6

Источник: НЛМК

Сырьевой дивизион

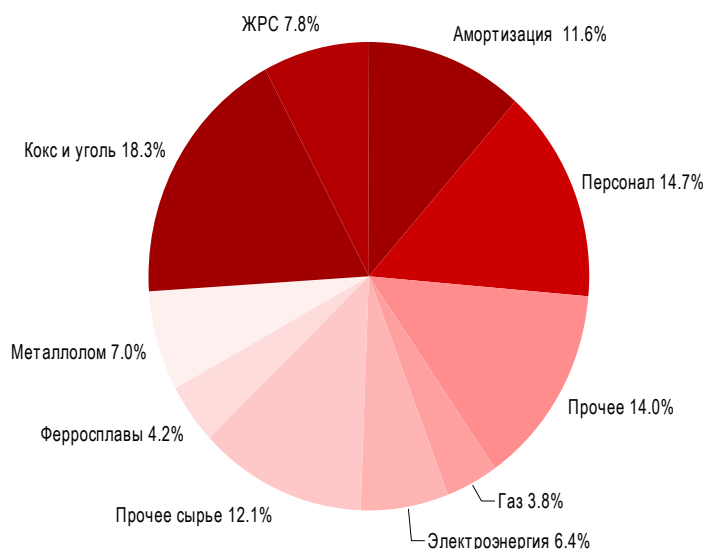
НЛМК, купив в 2004 году 97% пакет акций Стойленского ГОКа, полностью обеспечил себя железорудным сырьем. В настоящий момент Стойленский ГОК ежегодно производит порядка 11 млн. тонн концентрата. В 2006 году НЛМК, приобретя 82% АлтайКокса, также полностью сумел обеспечить свои потребности в коксе.

НЛМК планирует развитие собственных железорудных и угольных активов до уровня, позволяющего гарантировать 100%-ую обеспеченность основными видами сырья с учетом планируемого роста объемов

производства стали. Так, например, в горнодобывающем дивизионе программа технического перевооружения предусматривает строительство мощностей по производству окатышей на базе Стойленского ГОКа мощностью 3 млн. тонн в год к 2009 году. Мощности Стойленского ГОКа по железорудному концентрату планируется увеличить с 12,5 до 15 млн. тонн в год. В угольном дивизионе Программа предусматривает достижение 100% обеспеченности НЛМК коксующим углем к 2009 году. К 2011 году объемы добычи угля увеличатся до 11 млн. тонн в год. Для достижения этих параметров инвестиции НЛМК в Стойленский ГОК и в Жерновское-1 составят по \$0,5 млрд.

Компанией на собственных мощностях вырабатывается около 43% потребляемой электроэнергии. К 2011 году эту долю планируется увеличить до 60%.

Структура себестоимости группы НЛМК в 2006 году



Источник: НЛМК

Благодаря наличию собственных сырьевых активов НЛМК в состоянии практически полностью контролировать собственные издержки. Вертикальная интеграция является одним из ключевых элементов стратегии НЛМК, обеспечивающим снижение производственных затрат за счет доступа к сырью и электроэнергии.

Акции НЛМК

В декабре 2005г. НЛМК провел размещение на Лондонской фондовой бирже. В ходе IPO компания разместила около 7,5% акций. После этого размещения free float НЛМК увеличился до 13%.

Основной владелец НЛМК - Владимир Лисин, контролирует порядка 82% акций комбината. Оставшиеся 5% акций находятся в собственности у менеджмента предприятия.

Модель DCF

Мы внесли некоторые изменения в нашу модель по НЛМК. В частности, мы скорректировали модель, исходя из новой инвестпрограммы НЛМК. При этом при расчете денежных потоков компании мы не учитывали денежные потоки СП с Dufargo, по причине того, что доля НЛМК в СП составляет лишь 50% и финансовые результаты этого СП консолидируются в отчетности НЛМК только на уровне чистой прибыли. В связи с этим мы учитываем СП с Dufargo в оценке НЛМК по исходя из нашей оценки этого СП с учетом доли НЛМК. Также мы повысили наши прогнозные цены реализации продукции НЛМК. В результате пересмотра нашей модели мы повысили нашу целевую цену по акциям НЛМК до \$3,74 и выставляем рекомендацию по акциям компании на уровне «покупать».

Оценка НЛМК**Модель Производства и Выручки (без учета СП с Dufenco)****Металлургический сегмент**

Объем производства (млн. тонн)	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Сталь	9127	9310	9589	9876	11590	12400	12400
Прокат	8499	8751	9109	9383	11011	11780	11780
Чугун	9043	9224	9501	9786	11483	12286	12286

Продажи готовой продукции (млн.тонн)

Чугун	300	306	315	325	381	408	408
Слябы	3866	3981	4144	4268	5008	5300	5300
ГК лист	1680	1029	1063	1096	1559	1844	1814
ХК лист	1752	1804	1878	1934	2270	2402	2402
оцинковка	392	405	413	421	430	438	447
полимеры	325	330	337	343	350	357	364
анизотропный прокат *	142	322	328	335	342	349	356
изотропный*	342	360	367	375	382	390	397
толстый лист (Dansteel)	467	520	580	610	670	700	700

Цена продаж (\$/тонна)

чугун	225	240	220	200	180	160	140
слябы	359	370	350	330	310	290	270
г/к прокат	506	510	490	470	450	430	410
хк прокат	566	590	570	550	530	510	490
оцинковка	830	880	860	840	820	800	780
полимеры	984	1100	1080	1060	1040	1020	1000
анизотропный*	2900	3200	3180	3160	3140	3120	3100
изотропный*	640	600	580	560	540	520	500
толстый лист (Dansteel)	730	770	750	730	710	690	670

Выручка (млн \$)

Чугун	68	73	69	65	69	65	57
Слябы	1388	1473	1450	1408	1553	1537	1431
ГК прокат	850	525	521	515	701	793	744
ХК прокат	992	1064	1070	1064	1203	1225	1177
оцинковка	325	356	355	354	352	351	349
полимер	320	363	364	364	364	364	364
анизотропный*	586	1030	1044	1059	1073	1087	1102
изотропный*	219	216	213	210	206	203	199
толстый лист (Dansteel)	341	400	435	445	476	483	469
прочие	233	233	233	233	233	233	233
Итого выручка металлургического	5499	5949	5967	5925	6462	6577	6349
* С учетом ВИЗ-Стали							

Коксохимический сегмент

Объем производства	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Кокс НЛМК	3.9	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Кокс Алтай-кокс	2.9	4.5	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
Внутреннее потребление кокса	4.5	4.6	4.8	4.9	5.7	6.1	6.1
Продажи кокса на рынке	2.3	3.4	3.6	3.5	2.7	2.3	2.3
Выручка от продаж Кокса	207	339	365	351	266	226	226

Горнодобывающий сегмент

производство (Стойленский ГОК)	11.3	11.3	12.6	12.6	13.6	15.0	15.0
потребность НЛМК	11.1	11.3	11.7	12.0	14.1	15.1	15.1
Выручка по сегменту	120	120	134	134	144	159	159
ИТОГО ВЫРУЧКА (млн \$)	6046	6646	6704	6647	7130	7225	6988

НЛМК**Отчет о прибылях и убытках**

	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	6 046	6 646	6 704	6 647	7 130	7 225	6 988
Операционные расходы	3 073	3 242	3 259	3 223	3 402	3 421	3 317
Амортизация	358	371	380	390	400	415	435
Операционная прибыль	2 245	2 788	2 826	2 811	3 082	3 154	3 041
ЕВІТDА	2 603	3 159	3 206	3 201	3 482	3 569	3 476
Чистые процентные расходы	- 82	15	22	27	30	31	33
Прочие расходы (доходы)	- 294	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	2 621	2 773	2 804	2 784	3 052	3 123	3 008
Налоги на прибыль	706	666	673	668	733	749	722
Доля миноритариев	25.0	26.5	26.7	26.6	29.1	29.8	28.7
Чистая прибыль	2 065	2 081	2 104	2 089	2 291	2 344	2 257

Баланс

	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	665	842	1 380	2 388	3 487	4 773	6 148
Дебиторская задолженность	1 150	1 264	1 275	1 264	1 356	1 374	1 329
Запасы	856	459	461	456	482	484	470
Прочие оборотные активы	377	324	326	323	345	349	338
Основные средства	3 988	5 222	6 086	6 445	6 719	6 911	7 022
Прочие внеоборотные активы	1 681	2 201	2 565	2 716	2 832	2 913	2 960
Итого активы	8 717	10 312	12 094	13 593	15 221	16 805	18 266
Кредиторская задолженность	664	356	358	354	374	376	364
Краткосрочный долг	248	263	273	278	281	284	286
Прочие краткосрочные обязательства	80	491	532	552	572	586	596
Долгосрочный долг	48	179	271	314	348	374	394
Прочие долгосрочные обязательства	732	4 496	4 871	5 053	5 230	5 362	5 449
Капитал и резервы	3 277	4 526	5 789	7 042	8 416	9 823	11 177
Итого пассивы	8 717	10 312	12 094	13 593	15 221	16 805	18 266

Отчет о движении денежных средств

	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Операционная прибыль	2 245	2 788	2 826	2 811	3 082	3 154	3 041
Налоги на прибыль	706	666	673	668	733	749	722
Амортизация	358	371	380	390	400	415	435
Изменение оборотного капитала	- 640	- 25	- 12	12	- 98	- 19	48
Денежные потоки от операций	1 257	2 469	2 521	2 545	2 652	2 801	2 802
Капиталовложения	- 2 042	- 1 605	- 1 244	- 749	- 674	- 607	- 546
Прочие доходы (инвестиции)	-	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 2 042	- 1 605	- 1 244	- 749	- 674	- 607	- 546
Свободные денежные потоки	- 785	864	1 277	1 796	1 978	2 195	2 256
Изменение долга	- 147	146	102	48	38	29	22
Дивиденды	786	833	842	836	916	937	903
Чистые денежные потоки	- 1 718	177	538	1 008	1 099	1 286	1 375

НЛМК

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2005	2006 Оц	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	4 375	6 046	6 646	6 704	6 647	7 130	7 225	6 988
Темп роста (%)		38%	10%	1%	-1%	7%	1%	-3%
ЕВИТДА	2 128	2 603	3 050	3 206	3 201	3 482	3 569	3 476
Рентабельность (%)	48.6%	43.0%	45.9%	47.8%	48.2%	48.8%	49.4%	49.7%
ЕВИТ	1 844	2 245	2 788	2 826	2 811	3 082	3 154	3 041
Рентабельность (%)	42%	37%	42%	42%	42%	43%	44%	44%
-Налоги на прибыль	443	539	669	678	675	740	757	730
НОРАТ	1 401	1 706	2 119	2 148	2 137	2 342	2 397	2 311
+ Амортизация	284	358	262	380	390	400	415	435
- Капвложения	-157	-2 042	-1 605	-1 244	-749	-674	-607	-546
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-92	-640	-25	-12	12	-98	-19	48
Чистый денежный поток	1 436	-618	751	1 272	1 790	1 970	2 187	2 248

Основные предположения

WACC	11.7%
Конечный темп роста	2.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/E	15.0%
Бэта*	1.50
Бэта с учетом долга	1.73
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	12.8%
Стоимость долга	7.0%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	5.3%
WACC	11.7%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	7 436
Конечная стоимость	23 641
Приведенная конечная стоимость	13 595
Стоимость денежных потоков	21 030
Текущий чистый долг (наличность)	-369
Стоимость СП с Diferco	1 000
Чистая стоимость компании	22 399
Количество акций (млн.)	5993
Стоимость на акцию	3.74

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		8.7%	9.7%	10.7%	11.7%	12.7%	13.7%	14.7%
Конечный темп роста (%)	3.5%	5.86	5.13	4.60	4.19	3.87	3.60	3.38
	3.0%	5.46	4.85	4.39	4.02	3.73	3.49	3.28
	2.5%	5.13	4.60	4.20	3.87	3.61	3.39	3.20
	2.0%	4.85	4.39	4.03	3.74	3.50	3.29	3.12
	1.5%	4.61	4.20	3.88	3.62	3.39	3.21	3.04
	1.0%	4.40	4.04	3.75	3.51	3.30	3.13	2.97
	0.5%	4.21	3.89	3.63	3.40	3.22	3.05	2.91

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Северсталь

Инвестиционные тезисы

Мы внесли некоторые изменения в нашу модель по Северстали. В частности, мы отразили в ней консолидацию Lucchini. Также мы повысили наши прогнозные цены реализации продукции Северстали. В результате пересмотра нашей модели, мы повысили нашу целевую цену по акциям Северстали до \$16,39 и выставляем рекомендацию на уровне «покупать».

Сильные стороны

- Северсталь старается делать ставку на производство продукции с высокой добавочной стоимостью, а не на продукцию низких переделов. Северсталь является крупнейшим российским производителем толстолистовой стали с долей рынка в 40% и оцинкованной стали (31%). В первую очередь компания ориентируется на такие быстрорастущие сектора, как автомобилестроение, трубную отрасль, тяжелое машиностроение.

- Запуск в 2006 год стана 5000 и линии по производству труб большого диаметра на базе Ижорского трубного завода в ближайшем будущем сделает Северсталь крупным игроком на быстроразвивающемся рынке ТБД.

- Хорошая диверсификация бизнеса Северстали. Благодаря покупке американских (Severstal North America) и европейских (Lucchini) сталелитейных активов, Северсталь получила выход на рынок США и ЕС. Severstal North America занимает порядка 8% на рынке автолиста в Америке. Lucchini, крупнейший европейский производитель рельсов и рельсовых заготовок, обладает уникальными технологиями и оборудованием по производству высококачественных специальных сталей.

- Покупка зарубежных активов позволила Северстали получить существенный синергетический эффект. Так Северсталь планирует поставлять произведенные в России окатыши и коксующийся уголь на предприятия Lucchini, в то время как Lucchini из-за переизбытка сталеплавильных мощностей сможет поставлять излишек слябов на Severstal North America.

- В 2006 году Северсталь консолидировала у себя на балансе сырьевые компании. После этого Северсталь стала вертикально-интегрированной металлургической компанией – присоединенные компании полностью удовлетворяют потребности Северстали в железорудном сырье и угле.

- По нашим прогнозам, к 2012 году производство стали на Северстали вырастет на 9% до 19,1 млн. тонн. Это станет возможным благодаря росту объемов производства как на российских, так и на зарубежных предприятиях компании. Программа инвестиций Северстали на период с 2006 по 2010 гг. равна почти \$7 млрд.

- Менеджмент компании, посредством сделок M&A, рассчитывает сделать Северсталь одной из крупнейших сталелитейных компаний мира. Руководство компании неоднократно открыто заявляло о своем желании сделать новые приобретения сразу же после проведения IPO в конце прошлого года. Наиболее сильный интерес Северсталь проявляет к компаниям США, Европы и Южной Америки. Также в Северстали не исключают возможности слияния и с российской металлургической компанией.

Слабые стороны

- Желание Северстали активно участвовать в сделках M&A несет за собой риски инвестирования в акции компании, т.к. условия этих сделок могут не отражать интересы миноритарных акционеров.
- Рентабельность Severstal North America (7%) и рентабельность Lucchini (15%) значительно ниже рентабельности российского сегмента Северстали, что негативно влияет на консолидированную отчетность.
- Из-за проблем с кадрами отложен запуск на полную мощность Ижорского Трубного завода.
- Наиболее плохая история взаимоотношений с миноритарными акционерами среди всех российских металлургических холдингов. Яркие примеры – неоправданно сильное размытие доли миноритариев при консолидации сырьевых активов, невыгодная для миноритариев схема несостоявшегося слияния с Arcelor.

Описание бизнеса

Северсталь является крупнейшей российской металлургической компанией по объемам производства в 2006 году – в совокупности на всех своих предприятиях компания произвела около 17,6 млн. тонн стали.

Северсталь	
Металлургические активы	Сырьевые активы
<p style="text-align: center;">Российские</p> <p>-Череповецкий комбинат - 100% (Сталь, чугуны, слябы, Г/К лист, Х/К лист, лист с покрытием, сорт) Производство стали: 11.3 млн. тонн</p> <p>- Ижорский трубный завод - 100% (трубы большого диаметра) Производство труб: 0.6 млн. тонн</p> <p>- Севергал - 75% (оцинкованный лист) Производство проката: 0.4 млн. тонн</p> <p>- Северсталь-метиз - 97% (метизы)</p> <p style="text-align: center;">Иностранные</p> <p>- Lucchini (ЕС) - 79.8% (Сталь, чугуны, сортовой прокат спец качества, рельсы) Производство стали: 3.3 млн. тонн, проката 3.4 млн тонн.</p> <p>- Severstal North America - 93% (Сталь, Г/К лист, Х/К лист, оцинкованный лист) Производство стали: 3 млн. тонн, проката: 3.5 млн тонн.</p>	<p style="text-align: center;">Железорудное сырье</p> <p>- Карельский окатыш - 91% (окатыши) Производство окатышей: 9 млн тонн</p> <p>- Оленгорский ГОК - 92% (железорудная мелочь) Производство мелкой фракции: 4 млн. тонн</p> <p style="text-align: center;">Уголь</p> <p>- Воркутауголь - 89% (энергетический и коксующийся уголь) Добыча угля: 6.9 млн. тонн</p> <p>- Кузбассуголь - 96% (коксующийся уголь) Добыча угля: 2.2 млн. тонн</p> <p>- Шахта Воргашорская</p> <p>- Шахта Первомайская</p> <p>- Шахта Березовская</p>

В России (сегмент Российская сталь) Северсталь владеет Череповецким металлургическим комбинатом, Ижорским трубным заводом и компанией Севергал.

Крупнейшим активом Северстали является Череповецкий металлургический комбинат, который является вторым по величине (после ММК) российским предприятием с полным металлургическим циклом. В 2006 году в Череповце было произведено 11,3 млн. тонн стали (16% от российского

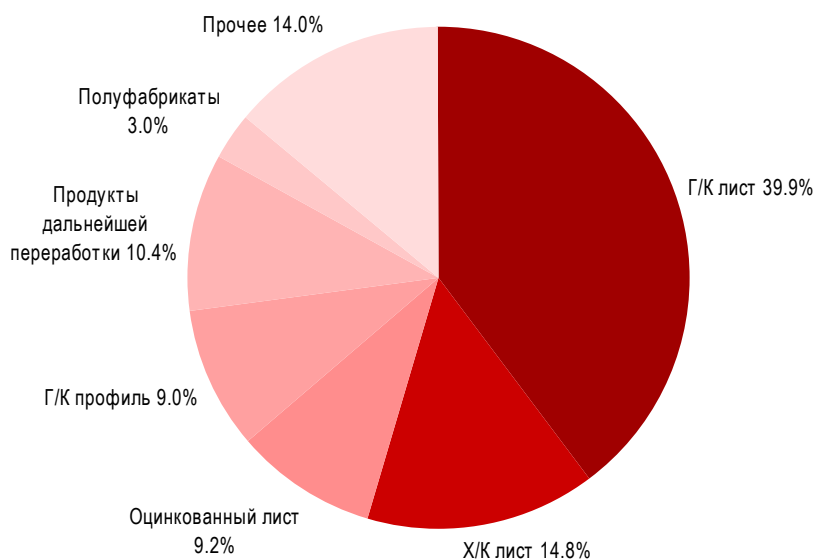
производства) и 10,4 тонн проката.

Основными активами Череповецкого металлургического комбината являются:

- Агломерационное производство с восемью агломашинами мощностью 8,35 млн. тонн;
- Коксохимическое производство с семью коксовыми батареями мощностью 4,25 млн. тонн;
- Пять доменных печей мощностью 8,1 млн. тонн;
- Три конвертера мощностью 8,5 млн. тонн.
- Две электродуговые печи мощностью 1,5 млн.
- Три стана горячей прокатки
- Два стана холодной прокатки.

Череповецкий металлургический комбинат специализируется на производстве листа. Реализация горячекатаного листа (4,9 млн. тонн в год) и холоднокатаного листа (2,4 млн. тонн) обеспечивают более 65% совокупной выручки сегмента российская сталь.

Структура продаж сегмента Российская сталь в 2006 г (млн. тонн)



Источник: Северсталь

Важно отметить, что Северсталь старается делать ставку на производство продукции с высокой добавочной стоимостью, а не на продукцию низких переделов (заготовку и слябы). Северсталь является крупнейшим Российским производителем толстолистовой стали с долей рынка 40% и оцинкованной стали (31%). В первую очередь компания ориентируется на такие быстрорастущие сектора, как автомобилестроение, трубную отрасль, тяжелое машиностроение. Для усиления своих позиций на рынке автолиста, Северсталь создала СП с Arcelor по производству оцинкованного листа по технологии Arcelor. Также Северсталь решила стать крупным игроком на рынке труб большого диаметра (ТБД), которые для строительства своих трубопроводов в настоящий момент активно закупают Транснефть и Газпром. Для этого в 2006 году Северсталь запустила стан 5000, и закончила монтаж нового оборудования на Ижорском трубном заводе, производственная мощность которого составляет 450 тыс. тонн ТБД в год.

Российская сталь – продажа по отраслям на российском рынке

Источник: Северсталь

Зарубежные активы**Severstal North America**

Компания является крайне активным игроком на рынке слияний и поглощений. При этом в первую очередь Северсталь ориентирована на покупку активов за рубежом. Еще в 2004 году Северсталь завершила сделку по приобретению активов обанкротившейся четвертой по величине металлургической компании США - Rouge Industries Inc (Severstal North America), которая в настоящий момент, производя 3 млн. тонн стали в год, приносит около 20% совокупной выручки Северстали. В 2005-06 гг. была завершена сделка по приобретению 70% итальянского завода Lucchini с объемом производства 4 млн. тонн стали в год.

В настоящий момент Северсталь участвует в ряде СП - совместно с Wheeling-Pittsburgh Steel Corporation компания собирается производить в США кокс, а совместно с американской SteelCorr приступает к строительству комбината SeverCorr (США), проектная мощность которого составит 1,5 млн. тонн проката в год.

Благодаря этим покупкам Северсталь получила доступ на рынок листа США. Severstal North America является четвертым по величине производителем стали в США. Она стратегически выгодно расположена по соседству со штамповочными и сборочными производствами компании «Форд» и близко к основным потребителям североамериканской автомобильной промышленности. В настоящий момент Severstal North America занимает порядка 8% долю на рынке автолиста в Америке. Доля от продаж автолиста в выручке Severstal North America превышает 40%. При этом следует отметить низкую рентабельность американского подразделения (7%) которая негативно влияет и на консолидированную отчетность Северстали.

Основное производство компании Severstal North America состоит из двух действующих доменных печей, двух кислородных конвертеров, двух участков по доводке в ковше, одной установки по вакуумной дегазации и двух машин непрерывного литья заготовок. Окончательная обработка включает в себя полосовой стан горячей прокатки, три линии травления, прокатный стан тандем, дрессировочный стан, линию горячего цинкования погружением и линию электрогальванического цинкования.

В 2006 г на предприятиях «Северсталь Северная Америка» было произведено 1397 тыс. тонн горячекатаного листа, 544 тыс. тонн холоднокатаного листа и 647 тыс. тонн оцинкованного листа.

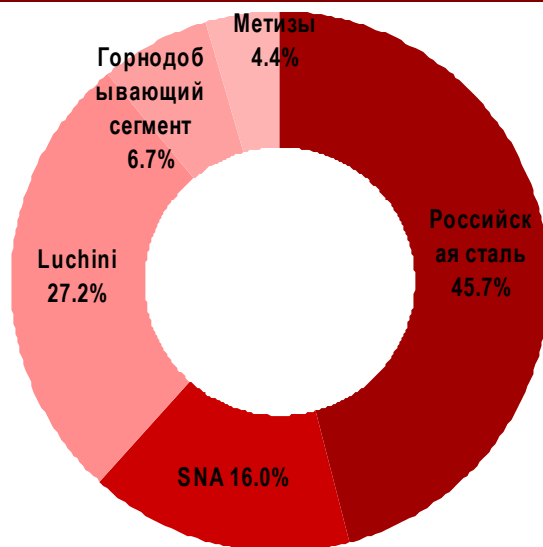
Lucchini

Покупка Lucchini, производственные мощности которой находятся в Италии и Франции, позволила Северстали серьезно упрочить свои позиции на европейском рынке. Lucchini объединяет 20 заводов и сервисных центров по всей Европе. Компания является одним из крупнейших в Европе производителей сортового проката из высококачественной специальной стали и занимает второе место по объему производства среди сталелитейных компаний Италии. При этом Lucchini обладает уникальными технологиями и оборудованием по производству высококачественных специальных сталей.

В состав Lucchini входят три специализированных металлургических комбината - Piombino, Ascometal, Sidermeccanica. Основная доля объема продаж Piombino приходится на прутковые заготовки, слябы и рельсы. Ascometal преимущественно занимается производством специального сортового проката. Основная продукция Sidermeccanica – колеса для железных дорог. При этом доля Lucchini европейском и итальянском рынке рельсов и рельсовых заготовок составляет 20% и 80% соответственно.

Как и рентабельность SNA, рентабельность Lucchini (15%) значительно ниже рентабельности российского сегмента Северстали и негативно влияет на консолидированную отчетность Северстали. Однако при этом важно подчеркнуть, что приобретение активов в США и Европе позволило Северстали не только получить доступ на новые рынки, но и получить существенный синергетический эффект. Так Северсталь планирует поставлять произведенные в России окатыши и коксующийся уголь на предприятия Lucchini, в то время как Lucchini, из-за переизбытка сталеплавильных мощностей, сможет поставлять излишек слябов в Америку. По итогам 2006 года около 35% от совокупного объема продаж Северстали пришлось на Европейские и Американские активы компании.

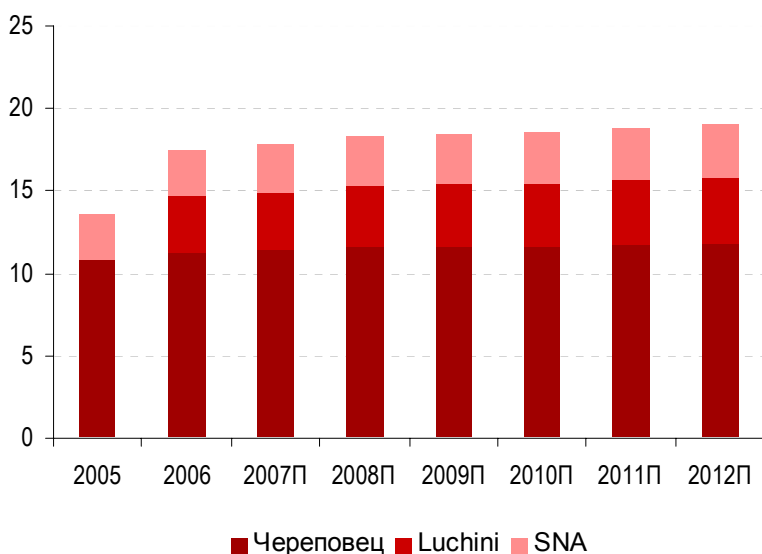
Объем продаж Северстали по сегментам в 2006 г



Источник: Северсталь

Именно благодаря этим приобретениям Северсталь обогнала Евраз, и по итогам 2006 стала крупнейшим российским металлургическим холдингом с годовым объемом производства стали на уровне 17,6 млн. тонн.

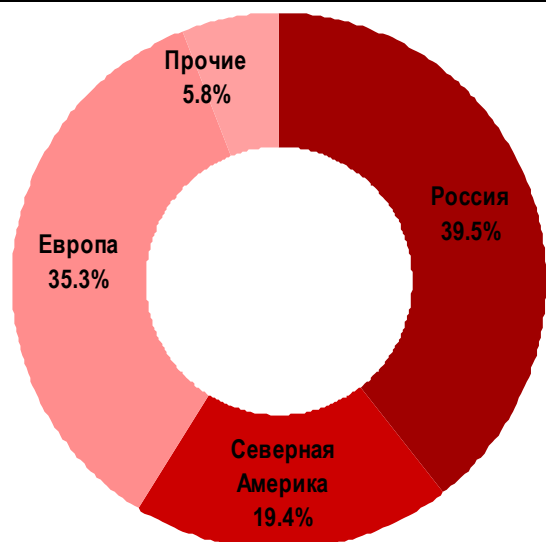
Северсталь – производство стали (млн. тонн).



Источник: Северсталь

Несмотря на то, что Российский сегмент Северстали преимущественно ориентирован на внутренний рынок, после приобретения зарубежных активов доля поставок Северстали на российский рынок снизилась менее чем до 40%.

Структура рынков сбыта Северстали (\$)



Источник: Северсталь

Горнодобывающий сегмент

В 2006 году Северсталь, обменяв акции допэмиссии на активы принадлежащие основному акционеру компании – Алексею Мордашову, консолидировала у себя на балансе сырьевые компании, крупнейшими из которых являются Карельский окатыш, Оленегорский ГОК, Шахта Воргашорская, Шахта Первомайская, Шахта Березовская и Воркутаголь. После этого Северсталь стала вертикально-интегрированной металлургической компанией – присоединенные компании полностью удовлетворяют потребности Северстали в железорудном сырье и угле. Предприятия Горнодобывающего сегмента в 2006 году произвели 14 млн.тонн окатышей и железной руды и 9,7 млн тонн коксующегося и

энергетического угля. Основную долю продукции Горнодобывающего сегмента составляют окатыши - 42,4% от общего объема продаж в сегмента 2006 году. На долю концентрата твердого коксующегося угля приходится 28,9% продаж.

Существующие в настоящее время цены на железную руду и коксующийся уголь находятся на уровнях, существенно превышающих себестоимость добычи на предприятиях Северстали. При ожидаемой интенсивности добычи, запасы железной руды и коксующегося угля, по оценке JORC, достаточны для разработки в течение, как минимум 14 лет.

Инвестпрограмма Северстали

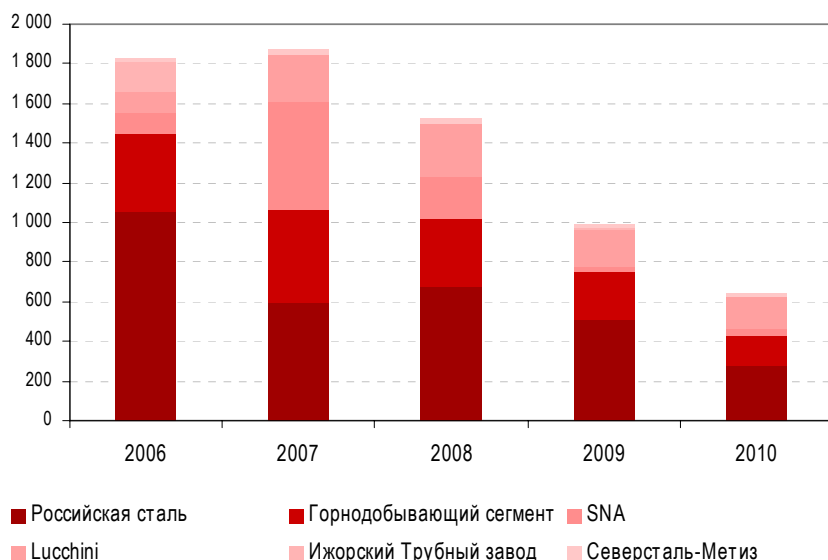
По нашим прогнозам, к 2012 году производство стали на Северстали вырастет на 9% до 19,1 млн. тонн. Это будет возможным благодаря росту объемов производства на всех предприятиях компании. Программа инвестиций Северстали на период с 2006 по 2010 г. равна почти \$7 млрд.

Большая часть этих средств предполагается инвестировать в Российский сегмент Северстали. Так на Череповецком заводе планируется закрытие мартеновского цеха после расширения конвертерного производства на 1,1 млн. тонн (до 9,6 млн. тонн). Также запланирован капитальный ремонт трех доменных печей, модернизация и увеличение производительности МНЛЗ, перекладка коксовых батарей. Также планируется увеличить мощности по производству холодного листа и толстого листа (за счет стана 5000).

В SNA Северсталь планирует инвестировать порядка \$1 млрд. Эти затраты позволят увеличить производства стали на предприятии до 3,1 млн. тонн к 2010 году, а производство проката до 3,9 млн. В частности запланировано строительство новой линии для производства оцинкованного автолиста, увеличение производительности стана горячей прокатки и доменной печи.

Инвестиции в Lucchini также запланированы на уровне \$1 млрд. На европейских заводах планируется увеличить объем производства стали к 2010 году до 3 млн. тонн, длинного проката - до 1,8 млн., полуфабрикатов (слябов) - до 0,9 млн.

Капзатраты Северстали в 2006-2010 гг. (млн. \$)



Источник: Северсталь

Инвестиции в горнодобывающий сектор до 2010 года запланированы на уровне \$1,6 млрд. Благодаря этим инвестициям Северсталь планирует увеличить производство железорудного сырья с 12,8 до 16 млн. тонн, а производство угольного концентрата с 8,7 до 12,5 млн. тонн.

Сделки M&A

Северсталь является активным игроком на рынке M&A. Помимо удачно

завершенных сделок по покупке активов в США (SNA) и Европе (Lucchini), Северсталь неоднократно присматривалась и к другим активам. В 2006 году Мордашов договорился о слиянии Северстали и Arcelor – в обмен на свою долю в Северстали, Мордашов должен был получить в объединенной компании блокпакет. В результате могла появиться крупнейшая сталелитейная компания в мире. Однако в последний момент сделка сорвалась. Вместо Северстали Arcelor решила слиться с Mittal, после того, как индийская компания значительно улучшила условия сделки.

Неудача в этой сделке не остановила Северсталь. Руководство компании неоднократно открыто заявляло о своем желании сделать новые приобретения сразу же после проведения IPO в конце прошлого года. Основным акционер Северстали Алексей Мордашов также объявил об интересе Северстали к сделкам, в первую очередь, в России, США и Европе.

На протяжении последнего года на рынок неоднократно просачивалась информация о том, что Северсталь интересуется покупкой таких компаний как Riva (Италия), Weirton Steel (США), US Steel (США). Также неоднократно появлялась информация о возможном слиянии Северстали с Металлоинвестом или Евразом.

Однако в первом полугодии 2007 года никаких крупных приобретений от Северстали рынок так и не дождался, если не считать увеличение доли Северстали в Lucchini с 70% до 80% и в Севергале с 75% до 100%.

В будущем Мордашов посредством сделок M&A рассчитывает сделать Северсталь одной из крупнейших сталелитейных компаний мира. На наш взгляд, в этом и состоит один из основных рисков инвестирования в акции компании, т.к. условия этих сделок могут не отражать интересы миноритарных акционеров компании.

Акции Северстали

В ноябре 2006г. Северсталь провела IPO на Лондонской фондовой бирже и в России. В ходе IPO компания разместила около 8% акций. После этого размещения free float Северстали увеличился до 17,7%.

Основным владельцем Северстали – Алексей Мордашов, контролирует порядка 81,5% акций компании.

Модель DCF

Мы внесли некоторые изменения в нашу модель по Северстали. В частности мы отразили в ней консолидацию Lucchini на балансе Северстали с 1 января 2007 года. Также мы повысили наши прогнозные цены реализации продукции Северстали. В результате пересмотра нашей модели мы повысили нашу целевую цену по акциям Северстали до \$16,39 и выступаем рекомендацией по акциям компании на уровне «покупать».

Оценка Северстали

Модель Производства и Выручки

Металлургический сегмент

Объем производства стали (млн. тонн)	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Череповец	11.3	11.4	11.6	11.6	11.7	11.7	11.8
Lucchini	3.4	3.5	3.7	3.8	3.8	3.9	4
SNA	2.8	2.9	3.1	3.1	3.1	3.1	3.3
ИТОГО	17.5	17.8	18.4	18.5	18.5	18.8	19.1

Продажи готовой продукции (млн.тонн)

Российская сталь

ГК лист	4567	4677	4830	4902	5010	5112	5215
ХК лист	1570	1616	1677	1710	1757	1801	1846
оцинковка	693	700	700	700	700	700	700
ГК профиль	1170	1222	1312	1367	1370	1446	1505
Продукция дальнейшей переработки	655	671	689	696	708	719	730
Метизы	1118	1145	1182	1200	1227	1251	1277
Трубы (Ижорский трубный)	50	200	350	500	600	600	600

SNA

ГК лист	1424	1517	1667	1753	1812	1901	2059
ХК лист	582	620	681	717	740	777	842
оцинковка	643	678	738	769	787	826	895

Lucchini

заготовки	937	984	1061	1111	1119	1187	1241
слябы	682	713	765	797	798	843	877
рельсы	275	286	307	315	317	328	350

Цена продаж (\$/тонна)

г/к прокат	548	540	520	500	480	460	460
хк прокат	593	580	570	550	530	510	510
оцинковка	837	870	860	840	820	800	800
ГК профиль	485	470	460	440	430	410	410
Продукция дальнейшей переработки	763	750	750	730	720	700	700
Метизы	750	750	740	740	740	730	730
Трубы (Ижорский трубный)		1500	1500	1500	1450	1450	1450

SNA

ГК лист	629	621	598	575	552	529	529
ХК лист	705	682	667	656	633	610	587
оцинковка	821	850	840	840	820	800	800

Трубы (Ижорский трубный)

Lucchini

заготовки	1086	1100	1050	1040	1020	1000	1000
слябы	440	420	410	400	380	370	370
рельсы	727	715	705	695	680	670	670

Выручка (млн \$)

ГК прокат	2502	2525	2512	2451	2405	2351	2399
ХК прокат	931	937	956	941	931	918	942
оцинковка	580	609	602	588	574	560	560
ГК профиль	567	575	603	602	589	593	617
Продукция дальнейшей переработ	500	503	517	508	510	503	511
Метизы	839	859	875	888	908	913	932
Трубы (Ижорский трубный)		300	525	750	870	870	870
Прочее	844	829	825	812	800	795	795
SNA							
ГК лист	896	942	997	1008	1000	1006	1089
ХК лист	410	423	454	470	468	474	494
оцинковка	528	576	620	646	645	661	716
Lucchini							
заготовки	1018	1082	1114	1156	1141	1187	1241
слябы	300	299	313	319	303	312	325
рельсы	200	204	216	219	216	220	235
Прочее	1839	1982	2054	2117	2075	2148	2251
Итого выручка металлургического	11954	12646	13184	13474	13436	13511	13976

Горнодобывающий сегмент**Объем продаж (млн. тонн)**

ЖРС	14	14.0	15.0	15.8	16.0	16.0	16.0
Концентрат	5.6	6	7.1	7.3	7.5	7.5	7.5
Кокс уголь	2	2.4	2.6	2.8	2.8	2.8	2.8
Энергетический уголь	3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

Цена продаж (\$/тонна)

ЖРС	61	55	50	50	45	45	45
Концентрат	76	75	72	70	68	65	65
Кокс уголь	32	35	35	35	32	30	30
Энергетический уголь	25	25	24	23	24	23	23

Выручка (млн \$)

ЖРС	854	770.0	750.0	790.0	720.0	720.0	720.0
Концентрат	423	450.0	511.2	511.0	510.0	487.5	487.5
Кокс уголь	64	84.0	91.0	98.0	89.6	84.0	84.0
Энергетический уголь	75	75.0	72.0	69.0	72.0	69.0	69.0
Итого выручка горнодобывающего	1416	1379	1424	1468	1392	1361	1361
Поставки связанным сторонам	948	896	940	984	946	939	939
ИТОГО ВЫРУЧКА (млн \$)	12422	13128	13668	13958	13881	13932	14397

Северсталь

Отчет о прибылях и убытках

	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	12 422	13 128	13 668	13 958	13 881	13 932	14 397
Операционные расходы	11 501	12 012	12 377	12 648	12 732	12 784	13 312
Амортизация	1 033	1 043	1 052	1 059	1 060	1 065	1 070
Операционная прибыль	1 954	2 159	2 343	2 369	2 209	2 213	2 155
ЕВITDA	2 987	3 202	3 395	3 428	3 269	3 278	3 225
Чистые процентные расходы	109	120	127	131	131	131	131
Прочие расходы (доходы)	92	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	1 753	2 039	2 216	2 238	2 078	2 082	2 024
Налоги на прибыль	544	489	532	537	499	500	486
Доля миноритариев	50.6	58.9	64.0	64.6	60.0	60.1	58.5
Чистая прибыль	1 231	1 491	1 621	1 637	1 519	1 522	1 480

Баланс

	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	1 700	2 366	3 388	4 919	6 418	7 990	9 512
Дебиторская задолженность	1 324	1 399	1 457	1 488	1 479	1 485	1 535
Запасы	2 240	2 166	2 232	2 281	2 296	2 305	2 401
Прочие оборотные активы	2 229	2 230	2 307	2 357	2 361	2 370	2 461
Основные средства	10 549	11 380	11 854	11 789	11 624	11 364	11 019
Прочие внеоборотные активы	764	824	858	854	842	823	798
Итого активы	18 806	20 365	22 097	23 687	25 020	26 337	27 724
Кредиторская задолженность	1 038	1 004	1 035	1 057	1 064	1 069	1 113
Краткосрочный долг	954	998	1 022	1 026	1 026	1 025	1 022
Прочие краткосрочные обязательства	963	1 038	1 132	1 207	1 264	1 321	1 401
Долгосрочный долг	2 048	2 165	2 244	2 258	2 261	2 251	2 231
Прочие долгосрочные обязательства	2 125	2 290	2 497	2 663	2 789	2 915	3 090
Капитал и резервы	11 678	12 871	14 167	15 476	16 615	17 757	18 867
Итого пассивы	18 806	20 365	22 097	23 687	25 020	26 337	27 724

Отчет о движении денежных средств

	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Операционная прибыль	1 954	2 159	2 343	2 369	2 209	2 213	2 155
Налоги на прибыль	544	489	532	537	499	500	486
Амортизация	1 033	1 043	1 052	1 059	1 060	1 065	1 070
Изменение оборотного капитала	- 495	- 36	- 93	- 57	0	- 11	- 101
Денежные потоки от операций	1 949	2 677	2 770	2 834	2 771	2 768	2 639
Капиталовложения	- 1 531	- 1 874	- 1 526	- 994	- 895	- 805	- 725
Прочие доходы (инвестиции)	- 638	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 2 169	- 1 874	- 1 526	- 994	- 895	- 805	- 725
Свободные денежные потоки	- 220	803	1 244	1 840	1 876	1 963	1 914
Изменение долга	996	161	102	18	3	- 11	- 22
Дивиденды	269	298	324	327	380	380	370
Чистые денежные потоки	507	666	1 022	1 531	1 499	1 572	1 522

Северсталь

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2005	2006 Оц	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	10 432	12 422	13 128	13 668	13 958	13 881	13 932	14 397
Темп роста (%)		19%	6%	4%	2%	-1%	0%	3%
ЕВИТДА	2 853	2 987	3 202	3 395	3 428	3 269	3 278	3 225
Рентабельность (%)	27.3%	24.0%	24.4%	24.8%	24.6%	23.6%	23.5%	22.4%
ЕВИТ		1 954	2 159	2 343	2 369	2 209	2 213	2 155
Рентабельность (%)	0%	16%	16%	17%	17%	16%	16%	15%
-Налоги на прибыль	0	543	518	562	569	530	531	517
НОРАТ	0	1 411	1 641	1 781	1 800	1 679	1 682	1 638
+ Амортизация	2 853	1 033	1 043	1 052	1 059	1 060	1 065	1 070
- Капвложения		-1 531	-1 874	-1 526	-994	-895	-805	-725
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-92	-495	-36	-93	-57	0	-11	-101
Чистый денежный поток	2 761	418	774	1 214	1 808	1 844	1 931	1 883

Основные предположения

WACC	13.3%
Конечный темп роста	2.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	1.0%
Целевой уровень D/E	10.0%
Бэта*	1.50
Бэта с учетом долга	1.65
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	14.2%
Стоимость долга	7.0%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	5.3%
WACC	13.3%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	6 704
Конечная стоимость	17 006
Приведенная конечная стоимость	9 112
Стоимость денежных потоков	15 816
Текущий чистый долг (наличность)	-700
Чистая стоимость компании	16 516
Количество акций (млн.)	1007.7
Стоимость на акцию	16.39

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		10.3%	11.3%	12.3%	13.3%	14.3%	15.3%	16.3%
Конечный темп роста (%)	3.5%	23.09	20.96	19.29	17.93	16.80	15.84	15.02
	3.0%	21.97	20.10	18.60	17.37	16.33	15.44	14.67
	2.5%	21.00	19.34	17.98	16.86	15.90	15.08	14.36
	2.0%	20.15	18.65	17.42	16.39	15.50	14.74	14.06
	1.5%	19.39	18.04	16.92	15.96	15.14	14.42	13.78
	1.0%	18.72	17.49	16.46	15.57	14.80	14.13	13.53
	0.5%	18.11	16.99	16.03	15.21	14.49	13.86	13.29

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

ММК

Инвестиционные тезисы

Мы внесли некоторые изменения в нашу модель по ММК. В частности мы повысили наш прогноз объемов производства проката ММК за счет запуска стана 5000 и увеличения производительности доменного и конверторного цеха. Также мы повысили наши прогнозные цены реализации продукции ММК. В результате пересмотра нашей модели, мы повысили нашу целевую цену по акциям ММК до \$1,2 и выставляем рекомендацию на уровне «покупать».

Сильные стороны

- ММК имеет максимальную среди российских компаний долю производства продукции с высокой добавленной стоимостью. В настоящий момент компания практически полностью отказалась от продаж слэбов, и постоянно наращивает объемы производства продукции высоких переделов (оцинкованная сталь, сталь с полимерным покрытием, жель).

- ММК является крупнейшим российским производителем листового проката. Ускоренное развитие таких российских отраслей, как трубная, машиностроение, автомобилестроение, строительство гарантирует высокий спрос на продукцию комбината в среднесрочном периоде.

- Строительство стана 5000 позволит ММК выйти на быстроразвивающийся рынок труб большого диаметра

- Более 50% произведенной продукции ММК поставляет на внутренний рынок, где цены на сталь находятся на более высоком уровне и не отличаются высокой волатильностью.

- У ММК заключен 10 летний контракт на поставку железорудного сырья

- ММК провел масштабную реконструкцию производственных мощностей стоимостью около \$2,7 млрд., благодаря чему в настоящий момент ММК практически полностью отказался от производства стали в мартеновских печах, модернизировал конверторное производство, запустил электродуговые печи и полностью перешел на разливку стали в МНЛЗ.

- ММК полностью обеспечен собственной электроэнергией

- Уже в 2007 году, благодаря выходу на проектную мощность ЭСПЦ (4 млн тонн) ожидается рост производства стали на 1 млн. тонн, а к 2008 году объем производства стали запланирован на уровне 14 млн. тонн

- ММК планирует осуществить масштабную зарубежную экспансию. В настоящий момент ММК рассматривает несколько вариантов приобретения прокатных мощностей на территории Индии, Марокко и Турции. Также ММК недавно заявил о своих планах построить к 2009 году в Турции совместно с турецкой Atakas меткомбинат мощностью 2,6 млн. тонн в стали в год.

Слабые стороны

- Отсутствие собственной сырьевой базы является основным минусом бизнеса ММК. Продолжение роста цен на ЖРС и уголь может привести к снижению рентабельности работы комбината, т.к. в этом случае ему придется делиться своей прибылью с производителями сырья.

- Бизнес ММК слабо диверсифицирован. ММК является единственным российским металлургическим холдингом, у которого нет ни одного актива за рубежом. В связи с этим ММК достаточно проблематично усилить свои позиции на рынках ЕС и Америки.

- Покупка зарубежных активов в будущем может негативно сказаться на котировках акций компании, т.к. существует вероятность того что ММК, не имеющий достаточного опыта в проведении сделок M&A, заплатит неоправданно высокую премию за приобретаемый актив.

- Более четверти продукции комбината экспортируется в страны Азии и Ближнего востока, где в последнее время активно наращивают свое присутствие китайские производители.

Описание бизнеса

Магнитогорский металлургический комбинат (ММК) - крупнейшее российское предприятие черной металлургии, производящее 18% российской стали и 19% российского проката. В 2006г. ММК произвел около 12,5 млн. тонн стали и 11,5 млн. тонн проката - по объемам производства комбинат входит в двадцатку крупнейших сталелитейных компаний мира. Предприятие представляет собой крупный металлургический комплекс с полным производственным циклом, начиная с подготовки железорудного сырья и заканчивая глубокой переработкой черных металлов.

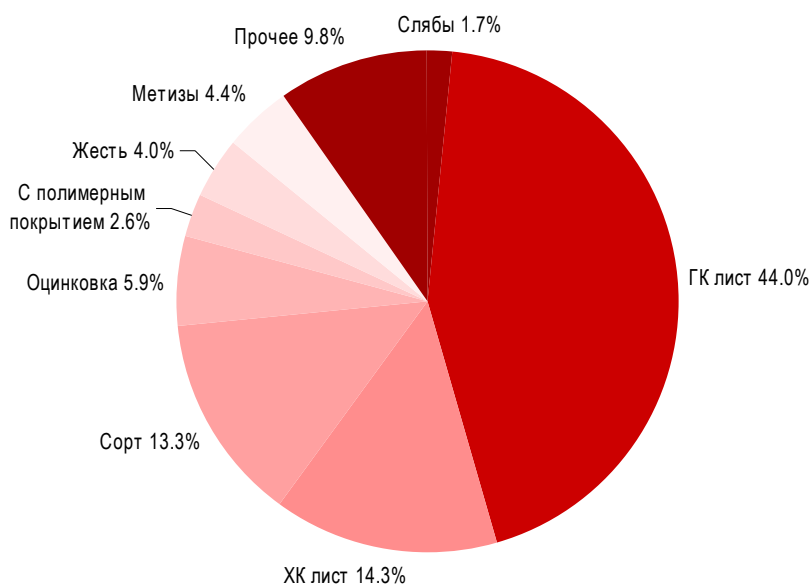
ММК	
Металлургические активы	Сырьевые активы
<p style="text-align: center;">Российские</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Магнитогорский комбинат - 100% (Сталь, чугун, слябы, Г/К лист, Х/К лист, лист с покрытием, сорт) Производство стали: 12.5 млн. тонн ● ММК-метиз -86% (метизы) 	<p style="text-align: center;">Железорудное сырье</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Бакальское рудоуправление - 51% (железная руда) Производство руды: 1 млн. тонн <p style="text-align: center;">Прочее</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Огнеупор (огнеупоры) ● Цементно-огнеупорный завод (доломит, цемент)

Основными активами Магнитогорского металлургического комбината являются:

- Агломерационное производство мощностью 11,2 млн. тонн;
- Коксохимическое производство с девятью коксовыми батареями мощностью 6 млн. тонн;
- Восемь доменных печей мощностью 9,6 млн. тонн;
- Три конвертера емкостью 370 тонн мощностью 10 млн. тонн.
- Две электродуговые печи емкостью 180 тонн мощностью 4 млн.
- Четыре стана горячей прокатки
- Четыре стана холодной прокатки.
- Два агрегата горячего цинкования мощностью 600 тыс. тонн
- Агрегат полимерных покрытий мощностью 200 тыс. тонн.

Комбинат традиционно ориентируется на производство листового проката, который приносит ММК около 70% выручки. Доля ММК на российском рынке горячекатаного листового проката составляет более 40%.

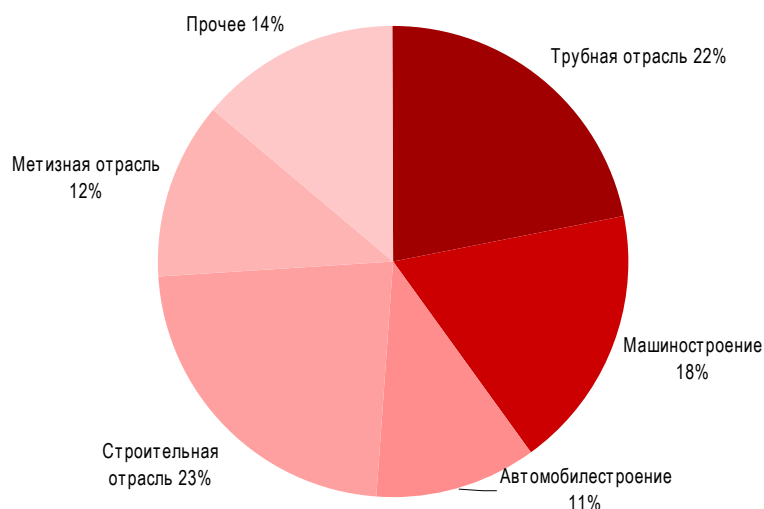
Структура Выручки ММК в 2006 году



Источник: ММК

Важно отметить, что в настоящий момент ММК ориентирован на увеличение объемов производства продукции с высокой добавленной стоимостью. В настоящий момент компания практически полностью отказалась от продаж слябов, и постоянно наращивает объемы производства продукции высоких переделов (оцинкованная сталь, сталь с полимерным покрытием, жесть). В настоящий момент ММК имеет максимальную среди российских компаний долю производства продукции с высокой добавленной стоимостью. При этом важно отметить, что ММК ориентируется на производство продукции для быстроразвивающихся секторов российской экономики, что гарантирует высокий спрос на продукцию комбината.

Основные потребители продукции ММК в 2006 году



Источник: ММК

В течении последних десяти лет ММК провел масштабную реконструкцию производственных мощностей стоимостью около \$2,7 млрд., благодаря чему в настоящий момент ММК практически полностью отказался от производства

стали в мартеновских печах (9% выплавки в 2006 году), модернизировал конверторное производство, запустил электродуговые печи и полностью перешел на разливку стали в МНЛЗ.

В последние годы ММК кардинально изменил свою сбытовую политику. Если еще пять лет назад ММК отправлял на внутренний рынок около 36% произведенной продукции, то по итогам 2006 года на российский рынок комбинат направил более половины произведенного проката. В дальнейшем эту долю предполагается увеличить.

Кардинально изменилась и география продаж ММК зарубежом. После превращения Китая из нетто импортера в нетто экспортера стали ММК стал постепенно уходить со своего традиционного рынка сбыта в Азии. В настоящий момент крупнейшими рынками сбыта ММК является Турция, Индия, Марокко, Иран, Греция.

Структура экспорта ММК (\$)



Источник: ММК

Сырье

ММК - единственное в России крупное предприятие черной металлургии не имеющее собственной сырьевой базы. Лишь около 10% своих потребностей в сырье ММК в состоянии покрыть за счет собственного производства. Традиционно основным поставщиком агломерата и окатышей на ММК является Соколовско-Сарбайское ГПО (Казахстан), которое обеспечивает комбинат сырьем на 70-80%.

В начале 2007 года ММК и Соколово-Сарбайский ГОК (Казахстан) подписали 10-летний контракт на поставки железной руды, по которому казахстанское предприятие будет ежегодно поставлять на ММК более 12 млн. тонн руды. Цена поставок сырья по этому контракту будет пересматриваться ежегодно и будет рассчитываться исходя из цены продаж крупнейших мировых производителей ЖРС - CVRD, BHP Billiton и Rio Tinto.

Несмотря на подписание этого контракта, ММК активно занимается формированием собственной ресурсной базы. В начале ноября 2006 года ММК выиграл аукцион на право разработки Приоскольского месторождения в Белгородской области. В ближайшие десять лет ММК придется вложить в Приоскольское месторождение от \$1 до \$1,5 млрд. По оценкам, к 2016 году ММК сможет добывать около 20 млн. тонн сырья, что позволит компании вырабатывать порядка 8 млн. тонн обогащенной руды.

В феврале текущего года ММК приобрел 51% долю Бакальского

Рудоуправления, расположенного всего в 300 км. от комбината. Поставки руды с Бакальского Рудоуправления закроют потребности ММК на 6-7%. Отсутствие собственной сырьевой базы является основным минусом бизнеса ММК. Продолжение роста цен на ЖРС и уголь может привести к снижению рентабельности работы комбината, т.к. в этом случае ему придется делиться своей прибылью с производителями сырья.

Структура себестоимости ММК в 2006 году



Источник: ММК

Инвестпрограмма ММК

В период до 2010 года ММК планирует направить на инвестиции более \$2,5 млрд. Крупнейшим инвестиционным проектом ММК является строительство стана 5000 мощностью 1,5 млн. тонн, запуск которого запланирован на 2010 год. Строительство этого стана позволит ММК стать крупнейшим поставщиком толстого листа для производства труб большого диаметра, которые используются Транснефтью и Газпромом при строительстве магистральных трубопроводов. ММК уже заключил стратегический договор на поставку этого листа с ЧТПЗ и имеет предварительные договоренности на поставку этого листа с ТМК.

Также в рамках этой инвестпрограммы ММК планирует строительство агрегата непрерывного горячего цинкования, увеличение производительности доменного цеха, строительство четвертого конвертора, пуск нового цеха холодного проката.

Уже в 2007 году, благодаря выходу на проектную мощность ЭСПЦ (4 млн тонн), ожидается рост производства стали на 1 млн. тонн, а к 2008 году объем производства стали запланирован на уровне 14 млн. тонн.

ММК на рынке M&A

ММК - единственный российский сталелитейный холдинг не имеющий активов за рубежом. Причиной такой пассивной стратегии ММК, является тот факт, что несмотря на отличную динамику цен на сталь в последние годы, комбинат не имел возможности направлять свободный денежный поток на покупку активов. Дело в том, что в конце 2004 г. пакет 15,9% акций ММК был приобретен у группы Мечел за \$870 млн. менеджментом комбината. На следующий день после этого состоялся аукцион по продаже 17,8% государственного пакета акций ММК, победителем которого, заплатив за этот пакет \$790 млн., также стала компания, аффилированная с руководством комбината. После этих сделок менеджмент ММК, во главе с председателем совета директоров Виктором Рашниковым, получил контроль примерно над 98% голосующих акций предприятия.

В следующие несколько лет менеджмент компании был вынужден для погашения кредита направлять все свободные денежные потоки компании на выплату кредита, который был взят на покупку этих акций, через дивидендные выплаты.

По итогам 2006 года ММК направил на дивиденды почти \$1 млрд. (88% от чистой прибыли), по итогам 2005 года - \$700 млн. (70% от чистой прибыли), итогам 2004 ММК направил на дивиденды \$500 млн. (40% от чистой прибыли).

За все это время ММК лишь однажды попытался получить актив за пределами России. В апреле 2006 года ММК в составе консорциума победил на аукционе по продаже Pakistan steel – крупнейшего меткомбината в Пакистане, выпускающий около 1,1 млн. т стали в год. Однако впоследствии из-за причин, которые носили политический характер, Суд Пакистана аннулировал сделку.

В настоящий момент ММК рассматривает несколько вариантов приобретения прокатных мощностей на территории Индии, Марокко и Турции. Также ММК недавно заявил о своих планах построить к 2009 году в Турции совместно с турецкой Atakas меткомбинат мощностью 2,6 млн. тонн в стали в год. По предварительной договоренности, доля ММК в СП составит 50% + 1 акция. Совокупный объем инвестиций - около \$2 млрд. Следует отметить, что до появления более полной информации об этом проекте ММК, мы не учитываем это СП в нашей оценке ММК.

В России ММК тоже пока не проявляет активности на рынке M&A. ММК отверг предложение Металлоинвеста (Газметала) об объединении, не смотря на видимый синергетический эффект – у ММК нехватка собственного сырья, у Металлоинвеста его избыток. Однако мы не исключаем, что в среднесрочном периоде ММК согласится на слияние с каким либо российским металлургическим холдингом. Также мы не исключаем возможности скорой покупки ММК ЧТПЗ, который также расположен в Челябинской области.

Акции ММК

В апреле 2007 года ММК провел IPO на Лондонской фондовой бирже и в России. В ходе IPO компания разместила около 9% акций. После этого размещения free float ММК увеличился до 11%.

Около 85,55% акций ММК через Mintha Holding и Fulnek контролирует председатель совета директоров комбината Виктор Рашников.

Модель DCF

Мы внесли некоторые изменения в нашу модель по ММК. В частности мы повысили наш прогноз объемов производства проката ММК за счет запуска стана 5000 и увеличения производительности доменного и конверторного цеха. Также мы повысили наши прогнозные цены реализации продукции ММК. В результате пересмотра нашей модели мы повысили нашу целевую цену по акциям ММК до \$1,2 и выставляем рекомендацию по акциям компании на уровне «покупать».

Оценка ММК

Модель Производства и Выручки

Металлургический сегмент

Объем производства стали (млн. тонн)	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Сталь	11.4	12.46	13.3	13.9	14	14.1	14.8	15.5
Чугун	9.655	9.733	9.75	9.75	9.75	9.75	9.75	9.75
Продажи готовой продукции (млн.тонн)								
Российская сталь								
Слябы	425	332	250	180	150	75	0	0
ГК лист	5438	6095	6639	7077	7270	8787	9407	10049
ХК лист	1698	1634	1797	1935	2007	2082	2251	2428
Сорт	1098	1707	1805	1867	1862	1856	1929	2000
Оцинковка	427	439	440	600	890	890	790	790
С полимерным покрытием	162	166	160	160	160	160	160	160
Жесть	312	287	290	285	280	298	275	280
Метизы	441	541	585	628	701	786	839	900
Прочее	641	686	733	766	771	777	815	854
Цена продаж (\$/тонна)								
Слябы	329	322	320	313	300	293	287	287
ГК лист	420	464	480	470	450	440	430	430
ХК лист	520	564	580	570	550	557	540	540
Сорт	560	501	520	511	493	499	484	484
Оцинковка	792	859	870	860	840	820	800	800
С полимерным покрытием	914	1012	1025	1013	990	966	943	943
Жесть	946	885	900	880	870	850	830	810
Метизы	265	523	550	560	580	560	550	550
Прочее	874	918	981	1025	1032	1040	1091	1143
Выручка (млн \$)								
Слябы	140	107	80	56	45	22	0	0
ГК лист	2284	2828	3187	3326	3272	3866	4045	4321
ХК лист	883	922	1042	1103	1104	1159	1215	1311
Сорт	615	855	938	954	918	926	934	968
Оцинковка	338	377	383	516	748	730	632	632
С полимерным покрытием	148	168	164	162	158	155	151	151
Жесть	295	254	261	251	244	253	228	227
Метизы	117	283	322	352	407	440	461	495
Прочее	560	630	718	785	796	807	890	976
Итого выручка	5380	6424	7095	7505	7691	8358	8557	9081

ММК**Отчет о прибылях и убытках**

	2005	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	5 380	6 424	7 095	7 505	7 691	8 358	8 557	9 081
Операционные расходы	4 230	4 847	5 306	5 649	5 840	6 397	6 575	6 992
Амортизация	173	188	200	210	220	240	250	260
Операционная прибыль	1 323	1 765	1 989	2 066	2 071	2 201	2 232	2 349
ЕБИТДА	1 496	1 953	2 189	2 276	2 291	2 441	2 482	2 609
Чистые процентные расходы	- 33	- 4	50	53	57	62	65	68
Прочие расходы (доходы)	39	- 126	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	1 317	1 895	1 939	2 013	2 014	2 139	2 167	2 281
Налоги на прибыль	372	468	465	483	483	513	520	548
Доля миноритариев	2.0	- 1.0	- 1.0	- 1.1	- 1.1	- 1.1	- 1.1	- 1.2
Чистая прибыль	947	1 426	1 475	1 531	1 531	1 627	1 648	1 735

Баланс

	2005	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	1 151	891	1 698	2 269	2 879	3 482	4 302	5 366
Дебиторская задолженность	569	834	835	883	905	983	1 007	1 068
Запасы	568	688	565	601	621	681	699	744
Прочие оборотные активы	41	67	62	65	67	73	75	80
Основные средства	2 288	2 764	3 264	4 004	4 734	5 394	5 894	6 134
Прочие внеоборотные активы	237	445	525	645	762	868	949	988
Итого активы	4 854	5 689	6 949	8 466	9 968	11 482	12 926	14 380
Кредиторская задолженность	460	545	446	475	491	538	552	588
Краткосрочный долг	171	398	410	428	442	453	459	460
Прочие краткосрочные обязательства	35	21	94	163	233	301	359	403
Долгосрочный долг	468	606	649	721	791	854	895	902
Прочие долгосрочные обязательства	80	32	143	249	355	459	548	614
Капитал и резервы	3 677	4 027	5 207	6 431	7 657	8 877	10 113	11 414
Итого пассивы	4 854	5 689	6 949	8 466	9 968	11 482	12 926	14 380

Отчет о движении денежных средств

	2005	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Операционная прибыль	1 323	1 765	1 989	2 066	2 071	2 201	2 232	2 349
Налоги на прибыль	372	468	465	483	483	513	520	548
Амортизация	173	188	200	210	220	240	250	260
Изменение оборотного капитала	- 92	- 300	24	- 56	- 26	- 91	- 27	- 71
Денежные потоки от операций	1 032	1 185	1 747	1 737	1 782	1 837	1 935	1 990
Капиталовложения	-	- 700	- 700	- 950	- 950	- 900	- 750	- 500
Прочие доходы (инвестиции)	317	- 380	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 400	- 1 080	- 700	- 950	- 950	- 900	- 750	- 500
Свободные денежные потоки	632	105	1 047	787	832	937	1 185	1 490
Изменение долга	- 650	298	55	90	85	73	47	7
Дивиденды	947	1 077	295	306	306	407	412	434
Чистые денежные потоки	- 965	- 674	807	570	610	603	820	1 064

ММК

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2005	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	5 380	6 424	7 095	7 505	7 691	8 358	8 557	9 081
Темп роста (%)		19%	10%	6%	2%	9%	2%	6%
ЕВИТДА	1 496	1 953	2 189	2 276	2 291	2 441	2 482	2 609
Рентабельность (%)	27.8%	30.4%	30.9%	30.3%	29.8%	29.2%	29.0%	28.7%
ЕВИТ		1 765	1 989	2 066	2 071	2 201	2 232	2 349
Рентабельность (%)	0%	27%	28%	28%	27%	26%	26%	26%
-Налоги на прибыль	0	543	477	496	497	528	536	564
НОРАТ	0	1 222	1 512	1 570	1 574	1 673	1 696	1 785
+ Амортизация	1 496	188	200	210	220	240	250	260
- Капвложения		-700	-700	-950	-950	-900	-750	-500
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-92	-300	24	-56	-26	-91	-27	-71
Чистый денежный поток	1 404	410	1 035	774	818	922	1 169	1 474

Основные предположения

WACC	11.7%
Конечный темп роста	2.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/E	15.0%
Бэта*	1.50
Бэта с учетом долга	1.73
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	12.8%
Стоимость долга	7.0%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	5.3%
WACC	11.7%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	4 644
Конечная стоимость	15 501
Приведенная конечная стоимость	8 914
Стоимость денежных потоков	13 558
Текущий чистый долг (наличность)	-887
Чистая стоимость компании	14 445
Количество акций (млн.)	12080.2
Стоимость на акцию	1.20

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		8.7%	9.7%	10.7%	11.7%	12.7%	13.7%	14.7%
Конечный темп роста (%)	3.5%	1.88	1.65	1.48	1.34	1.24	1.15	1.08
	3.0%	1.75	1.55	1.41	1.29	1.19	1.12	1.05
	2.5%	1.64	1.47	1.34	1.24	1.15	1.08	1.02
	2.0%	1.55	1.40	1.29	1.20	1.12	1.05	1.00
	1.5%	1.47	1.34	1.24	1.16	1.09	1.03	0.97
	1.0%	1.40	1.29	1.20	1.12	1.06	1.00	0.95
	0.5%	1.34	1.24	1.16	1.09	1.03	0.98	0.93

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Евраз Групп

Инвестиционные тезисы

Мы изменили нашу модель по акциям Евраз Групп. При оценке компании мы начали учитывать финансовые потоки недавно приобретенных активов Евраз - Oregon Steel и Highveld Steel. Также мы повысили средние цены реализации продукции Евраз. В результате пересмотра нашей модели мы повысили нашу целевую цену по акциям Евраз Групп до \$42,78 и выставляем рекомендацию на уровне «держать».

Сильные стороны

- Евраз является крупнейшим российским производителем сортового проката (швеллер, арматура). В связи с этим мы считаем, что Евраз должен получить наибольшую выгоду от резкого роста темпов строительства в России.

- Инвестиционная программа РЖД на 2007-2009 годы составит \$27 млрд. Евраз, который является монополистом в России по производству железнодорожных рельс и вторым в стране производителем железнодорожных колес, может рассчитывать на львиную долю заказов со стороны РЖД.

- Евраз практически полностью обеспечен собственным сырьем. В настоящий момент сырьевой дивизион Евраз обеспечивает потребности российских комбинатов группы железорудным сырьем на 85%, а коксующим углем на 100%.

- Покупка европейских (Vitkovice Steel и Palini e Bertoli) и американских (заводы Oregon Steel) активов позволила Евразу получить гарантированные источники сбыта своих полуфабрикатов (слябов) и увеличить долю продаж продукции более высокого передела и, следовательно, повысить рентабельность. Также благодаря этим покупкам, Евраз получил возможность закрепиться на рынках ЕС и Северной Америки с более стабильными и высокими ценами на сталь и снизить объемы продаж в Азиатский регион, где цены на продукцию довольно нестабильны.

- Приобретение Oregon Steel позволило Евразу получить новейшие технологии по производству рельсов, которые успешно можно применить и на российских заводах группы. Также благодаря этой покупке Евраз вышел на новый для себя рынок – рынок труб.

- Вхождение в состав акционеров компании Романа Абрамовича, который в настоящий момент владеет 41% акций компании, существенно повысили финансовые возможности компании. Евраз открыто заявил, что готов стать площадкой для консолидации российской металлургической отрасли. При этом акционеры компании готовы оказывать финансовую поддержку Евразу в том случае, если она понадобится для крупных покупок.

- После покупки компаний Starcor и Highveld, Евраз вошел в тройку крупнейших производителей ванадия, что позволило Евразу диверсифицировать свой бизнес.

- Ожидаемое объединение угольных активов компании (Шахты Распадской и Южкузбассугля) и увеличение доли Евраз в этих компаниях, должно позитивно сказаться на акциях Евраз.

Слабые стороны

- Среди лидеров отечественной металлургии у Евраза наименьшая доля продаж продукции с высокой добавленной стоимостью – в 2006 году около 50% товарной продукции пришлось на полуфабрикаты.

- С технической точки зрения заводы Евраза менее современны, чем ММК, Северсталь и НЛМК. Лишь около 60% произведенной стали разливается на МНЛЗ, а около 20% стали производится в мартенах.

- Капзатраты Евраза в среднесрочном периоде не приведут к существенному росту производства, а лишь позволят сохранить этот объем на текущих уровнях. Из-за закрытия мартеновской печи на НКМК и модернизации доменной печи на ЗСМК, в 2007 году российские заводы Евраза снизят объем производства стали на 14%.

- Евраз объявил о своих планах стать крупным игроком на рынке M&A. Слишком высокая цена, заплаченная пусть и за качественный актив, может размыть стоимость компании для миноритарных акционеров и негативно сказаться на котировках акций компании.

- Евраз активно вытесняется с традиционных для себя рынков сбыта в Азии китайскими производителями.

Описание бизнеса

Евраз Групп – крупнейшая вертикально-интегрированная горно-металлургическая группа, объединяющая металлургические комбинаты и сопряженные производства: горнорудные, и угольные предприятия, транспортные и торговые компании. Металлургические активы холдинга включают крупнейшие в России Нижнетагильский (Евраз контролирует 95% пакет акций компании), Западно-Сибирский (97%) и Новокузнецкий металлургические комбинаты (100%), а также приобретенные в 2005 году западные компании - чешский металлургический комбинат Vitkovice Steel (100%) и тальянский меткомбинат Palini e Bertoli (75%).

В совокупности НТМК, ЗСМК и НКМК выплавляют 22% российской стали, что делает Евраз Групп крупнейшим производителем стали на территории России. По совокупному объему производства стали в 2006 году (с учетом производства стали на зарубежных площадках) Евраз лишь немного уступил Северстали. На мировом рынке Евраз по объемам производства занимает 13 место. В 2006 году предприятия Евраза произвели 16,1 млн. тонн стали, 14,5 млн. тонн проката.

Евраз Групп

Металлургические активы	Сырьевые активы
<p>Российские</p> <ul style="list-style-type: none"> ● НТМК - 95% (Сталь, чугун, сортовой прокат, рельсы, ЖД колеса, трубная заготовка) Производство стали: 5.6 млн. тонн ● ЗСМК - 97% (Сталь, чугун, длинный сортовой прокат, арматура) Производство стали: 5.7 млн. тонн ● НКМК - 100% (Сталь, чугун, сортовой прокат, рельсы) Производство проката: 2 млн. тонн <p>Иностранные</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Oregon Steel (США) - 100% (спец стали, трубы, рельсы, сортовой прокат, Х/К лист) Производство проката: 2 млн. тонн ● Vitkovice Steel (Чехия) - 100% (толстый лист) Производство проката: 1 млн. тонн ● Palini e Bertoli (Италия) - 75% (лист) Производство проката: 0.4 млн. тонн 	<p>Железородное сырье</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Качканарский ГОК - 97.7% (ванадиевый концентрат, окатыши, агломерат) Производство руды: 45 млн тонн ● Высокогорский ГОК - 95% (обогащенная руда, агломерат) Производство агломерата: 2.6 млн. тонн ● Евразруда-100% (концентрат, агломерат) Производство агломерата: 3.3 млн. тонн <p>Уголь</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Южкузбассуголь - 100% (энергетический и коксующийся уголь) Добыча коксующегося угля: 13 млн. тонн, энергетического угля: 4 млн. тонн ● Шахта Распадская - 40% (коксующийся уголь) Добыча коксующегося угля 10 млн. тонн ● Шахта 12 - 100% (коксующийся уголь) ● Нерюнгриуголь - 70% (коксующийся уголь к 2009 году) <p>Ванадий</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Stratcor (США) - 73% (ванадиевые и титановые сплавы) ● Highveld (ЮАР) - 54% (ванадий, сталь ферросплавы) Производство стали: 0.7 млн. тонн

Российские активы

Металлургическое направление приносит основную часть выручки холдинга: Нижнетагильский и Западно-Сибирский комбинаты обеспечивают почти две трети выручки группы.

НТМК является предприятием с полным циклом производства стали, включающее, коксохимическое производство, доменное производство (6 печей совокупной мощностью 6,4 млн. тонн) и ряд сталелитейных (конвертеры и мартеновские печи) и сталепрокатных мощностей. НТМК — крупнейший в мире завод по переработке обогащенных ванадием титаносодержащих руд с последующим извлечением ванадия в доменных кислородных печах и кислородных конвертерах с применением специальных технологий.

ЗСМК является крупнейшим в Сибири и самым восточным в России предприятием по производству стали. Производственные мощности включают коксохимическое производство, агломерационное производство, три доменных печи, сталелитейные мощности, блюминг, машину непрерывного литья заготовок и четыре прокатных стана. ЗСМК специализируется на производстве длинномерного проката для строительной индустрии и машиностроения, литье чугуна и стали, продукции коксохимического производства, производстве незакаленной стальной проволоки, морозостойкой арматуры для железобетона и электродов для электросварки.

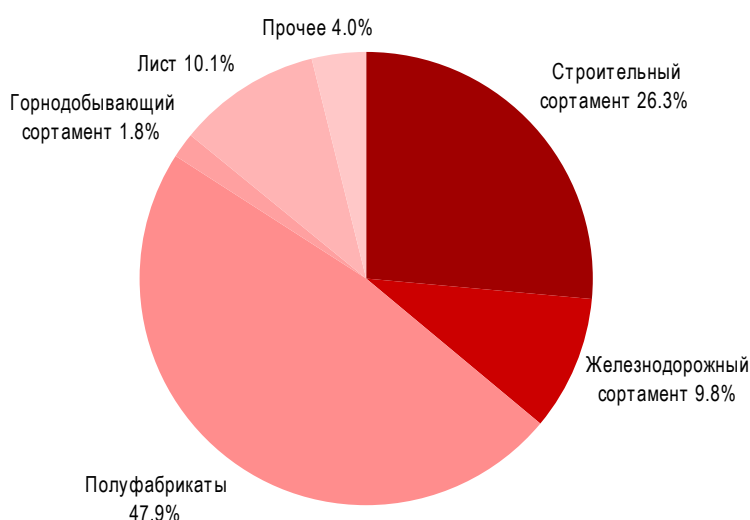
Производственные мощности НКМК включают коксохимический завод, две доменные печи, сталелитейные и сталеплавильные мощности, обжимной

цех, две машины непрерывного литья, мощности по производству рельсов. В совокупности российские заводы Евраз в 2006 году произвели 13,2 млн. тонн стали.

Российские заводы Евраз специализируются на производстве сортового проката. На предприятия группы приходится 100% общероссийского выпуска железнодорожных рельсов и около 40% суммарного выпуска сортового проката. Таким образом можно говорить о том, что в отличие от ММК и Северстали, Евраз преимущественно работает на рынке сортового проката и не испытывает с их стороны серьезной конкуренции.

При этом важно отметить, что в настоящий момент около половины производимого Евразом в России проката приходится на полуфабрикаты (блумы, слябы), которые в дальнейшем экспортируются в дальнее зарубежье – среди лидеров отечественной металлургии у Евраз наименьшая доля продаж продукции с высокой добавленной стоимостью. Также важно отметить, что с технической точки зрения заводы Евраз менее современны, чем ММК, Северстали и ММК. Лишь около 50% произведенной стали разливается на МНЛЗ.

Продажа товарной продукции Евраз в 2006 году (тыс. тонн)



Источник: Евраз Групп

В последние годы Евраз Групп всеми способами старается нарастить выпуск продукции с высокой добавленной стоимостью. Для этого менеджмент компании выбрал стратегию по покупке сталепрокатных мощностей за пределами России, с целью поставки и дальнейшей переработке на них своих полуфабрикатов. К настоящему моменту Евраз уже потратил на эти приобретения порядка \$3 млрд.

Зарубежные активы Евраз

Свою зарубежную экспансию Евраз начал в 2005 году с покупки двух европейских сталепрокатных заводов.

Первым приобретением стал чешский металлургический комбинат Vitkovice Steel. Vitkovice Steel занимается производством стали и стального проката. При этом завод имеет избыточными прокатными мощностями.

Специализация Vitkovice – производство толстолистого проката. Ежегодно мощности комбината позволяют выпускать до 1 млн. тонн проката.

Вторым приобретением Евраз в Европе стала покупка итальянского прокатного завода Palini e Bertoli. В настоящее время он производит высококачественную прокатную продукцию для строительной, кораблестроительной и машиностроительной отраслей промышленности. Производственные мощности компании— составляют 420 тыс. тонн листа в год.

Крупнейшей же покупкой Евраз, которая до сих пор является крупнейшей сделкой M&A среди всех российских компаний черной металлургии, стала покупка в начале 2007 года за \$2,3 млрд. американской компании Oregon Steel, которая и ранее закупала заготовки у Евраз. Заводы Oregon Steel, которые расположены на западе США, занимаются производством труб, стального листа, рельсов и металлопроката.

Именно заключение этой сделки стало серьезным поводом для переоценки в сторону повышения акций Евраз в начале текущего года. Покупка Oregon позволила Евразу существенно укрепиться на американском и канадском рынке, расширить сортамент производимой продукции, выйти на новый для себя рынок труб и получить самые современные технологии по производству рельсов, которые можно успешно применять и на российских заводах (В 1996 г. Oregon заключила соглашение с Nippon на изготовление по ее лицензии рельсов по уникальной технологии глубокой закалки и приобрело специальное необходимое оборудование для производства данного типа рельсов). Объединенная компания станет ведущим мировым производителем рельсов.

Компания Oregon Steel состоит из двух основных подразделений – Подразделение Oregon Steel производит толстый лист, стальные горячекатаные рулоны, сварные трубы большого и малого диаметра, а также профильные трубы на заводах в Портленде (США) и Камроз(Канада). В 2006 г. было завершено строительство завода по производству труб большого диаметра.

Подразделение Rocky Mountain (США), производит стальные рельсы, пруток, арматуру и бесшовную трубную продукцию.

Структура производства Oregon Steel в 2006 году (тыс. тонн)

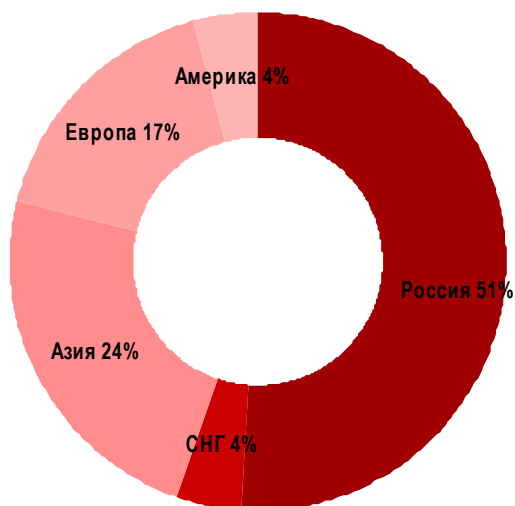


Источник: Евраз Групп

В 2006 году на заводах Oregon было произведено более 1,5 млн. тонн проката. Однако уже в 2007 году, благодаря запуску новой линии по производству труб большого диаметра, Oregon планирует произвести около 2 млн. тонн товарной продукции. Ежегодно Евраз планирует поставлять на заводы Oregon более 1 млн. тонн слябов.

С покупкой зарубежных активов значительно изменилась география продаж Евраз. Если на протяжении последних нескольких лет Евраз традиционно около 60% произведенной продукции реализовывал в России, а около 40% отправлял в страны Азии, то теперь существенную долю в продажах Евраз занимают Европа и Америка, где в настоящий момент более благоприятная ситуация с ценами на стальную продукцию и пока еще нет серьезной конкуренции со стороны китайских производителей. Следует отметить, что в 2007 году, благодаря консолидации Oregon доля продаж Евраз в Америке существенно увеличится.

Региональная структура распределения выручки Евраз в 2006 г.



Источник: Евраз Групп

Ванадий

Евраз является единственным производителем ванадийсодержащей железной руды в России и одним из крупнейших производителей ванадиевого шлака в мире. В состав группы металлургических и горнодобывающих предприятий Евраз входит Качканарский ГОК, который разрабатывает железную руду, содержащую ванадий. До недавнего времени у Евраз Групп не было своих мощностей по производству ванадиевых продуктов из шлака, и он был вынужден продавать шлак на сторону. Однако в 2006 году ситуация кардинально изменилась после того как Евраз приобрел двух западных производителей ванадия.

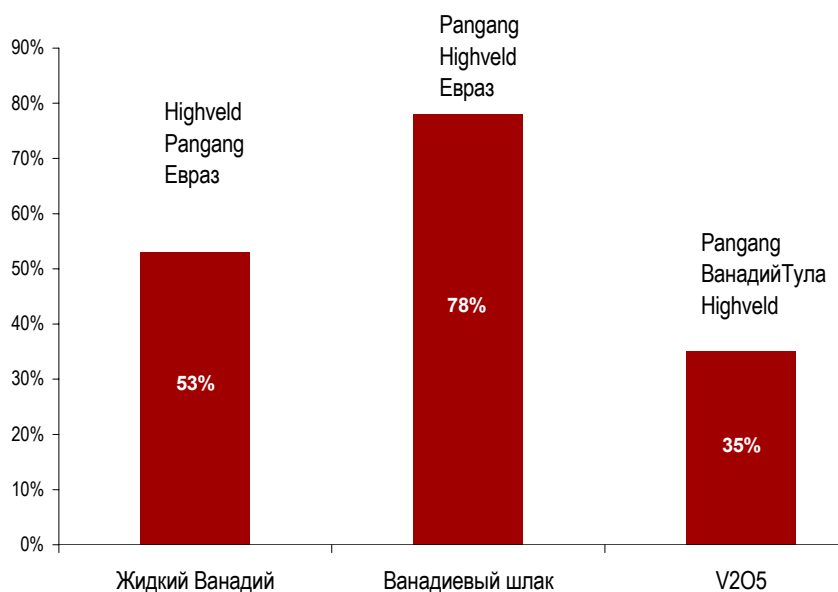
Летом 2006 года Евраз Групп совершил сделку по покупке 24,9% пакета акций Highveld Steel and Vanadium Corporation Limited (ЮАР). Highveld Steel and Vanadium - один из крупнейших производителей ванадия в мире. Также компания производит сталь и ферросплавы. Одновременно с покупкой этого пакета, Евраз получил опцион на увеличение своей доли в Highveld до 79%. Таким образом, всего Евраз потратив \$678 млн. аккумулирует 79% пакет акций Highveld.

В мае 2007 года Евраз по этому опциону купил еще 29,2% пакет акций Highveld. Таким образом, в настоящий момент Евраз контролирует 54,1% акций Highveld, и со второго полугодия 2007 году начнет включать показатели компании в свою консолидированную отчетность.

Также в начале 2006 года Евраз за \$110 млн. приобрел 73% акций американского производителя ванадия – Stratcor (Strategic Minerals Corporation). Strategic Minerals является крупнейшим мировым

производителем ванадиевых и титановых сплавов и химикатов. В корпорацию входят компании Stratcor, Inc. и Vametco Minerals Corporation, производственные мощности которых находятся в Хот-Спрингс (США) и в ЮАР (завод и рудник).

Доля рынка трех ведущих производителей ванадия, %



Источник: Евраз Групп

Благодаря покупке этих активов, Евраз ворвался в мировую элиту производителей ванадия. В настоящий момент Евраз входит в тройку крупнейших производителей жидкого ванадия, ванадиевого шлака и пентоксида ванадия.

Приобретение зарубежных ванадиевых активов позволит Евразу увеличить консолидированную ежегодную выручку на \$400-500 млн., а показатель EBITDA на \$150-250 млн.

В настоящий момент цены на ванадий находятся на стабильно высоком уровне, и, по наши прогнозам, в среднесрочном периоде, во многом благодаря высокому спросу со стороны Китая, они на этом уровне останутся.

Сырьевой сегмент

Горнодобывающие активы Евраз Групп включают такие предприятия, как Евразруда, Качканарский ГОК и Высокогорский ГОК, Шахта 12 и Южкузбассуголь. Евраз также владеет долей (40%) в Шахте Распадская.

КГОК, ВГОК и Евразруда являются основными поставщиками агломерата и окатышей для металлургических заводов Евраз. Распадская и Южкузбассуголь, которые занимают первое и второе место в России по объемам производства коксующегося угля, являются основными поставщиками коксующегося угля Евраз.

В настоящий момент сырьевой дивизион Евраз обеспечивает потребности российских комбинатов Группы железорудным сырьем на 85% (недостающий объем ЖРС Евраз закупает у Металлоинвеста), а коксующим углем на 100%.

В последнее время Евраз стал уделять своим сырьевым активам повышенное внимание. В самом конце 2006 года он вывел на IPO Шахту Распадскую - Евраз Групп был заинтересован в получении рыночной оценки своей дочке, с тем, чтобы рынок после этого переоценил сам Евраз.

Весной 2007 к проведению IPO готовился и Южкузбассуголь, в котором у Евраз на тот момент была 50% доля. Однако весной на шахтах Южкузбассугля произошли сразу две крупные аварии, после которых о проведении IPO можно было забыть. По этой же причине из своего бизнеса

были вынуждены уйти и менеджеры Южжубассугля, которые контролировали 50% акций компании – всю свою долю они согласились продать Евразу.

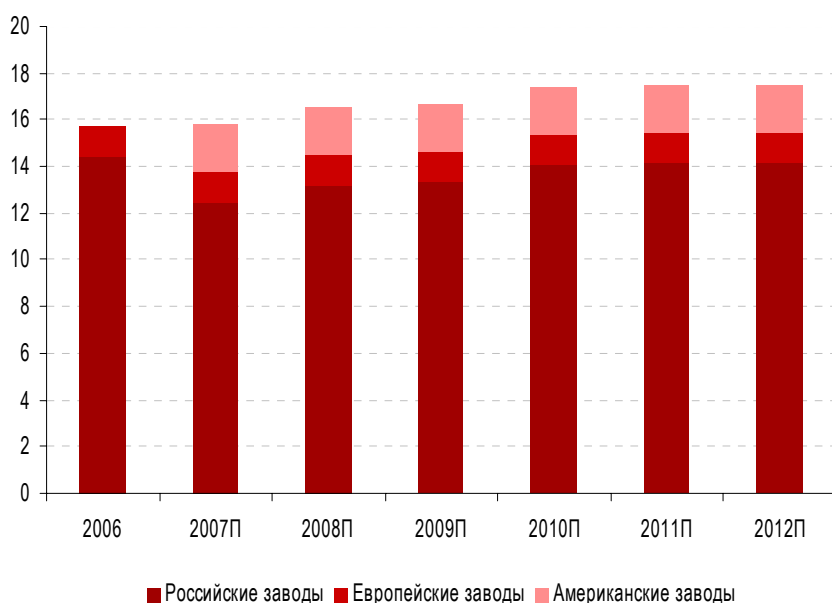
Сумма этой сделки не раскрывалась. По нашим оценкам она составила порядка \$600-\$700 млн. Теперь в планах Евраз до конца 2007 года перевести акции Южжубассугля на баланс Распадской. Схема этого перевода пока не известна, однако, скорее всего, в результате этой сделки Евраз получит контрольный пакет в Распадской, что позволит ему консолидировать показатели объединенной угольной компании в свою отчетность. Также благодаря этой сделке рыночную капитализацию получит Южжубассуголь, что может послужить очередным поводом для переоценки и самого Евраз.

Инвестпрограмма

Ежегодные капзатраты Евраз на ближайшие пять лет запланированы на уровне \$600-500 млн. Преимущественно они будут направлены на модернизацию существующих производственных мощностей. Так на второе полугодие 2007 года запланирована модернизация третьей доменной печи на ЗСМК. Благодаря этой модернизации, производительность печи вырастет на 20%, а производительность всего ЗСМК увеличится в 2008 году до 5,6 млн. тонн. Однако ремонт этой печи приведет к тому, что в 2007 году ЗСМК, а, следовательно, и весь Евраз, снизит объем производства стали на 1 млн. тонн. Также на 2007 год запланировано закрытие единственной мартеновской печи на НКМК, что приведет к снижению объема производства стали еще на 0,8 – 1 млн. тонн.

Впрочем, стоит отметить, что снижение объемов производства на российских заводах Евраз в 2007 году будет практически полностью компенсировано производством на вновь приобретенных американских заводах Oregon Steel. Рост производства объемов производства стали на российских заводах намечен лишь на 2009-2010 гг. Произойдет это после того, как на НТМК будет увеличена мощность конвертеров на 600 тыс. тонн.

Производство проката на заводах Евраз групп (млн. тонн)



Источник: Евраз Групп

В сырьевом дивизионе крупнейшим проектом Евраз является увеличение объемов производства угля на шахте Распадская с 6,5 млн. тонн до 11 млн. тонн к 2010 году, благодаря чему, к этому периоду суммарный объем добычи коксующегося угля предприятиями Евраз увеличится до 17 млн. тонн.

Сделки M&A

Евраз групп является одним из самых активных игроков на рынке M&A. Только за последние два года на его счету покупка трех сталелитейных активов (Vitkovice, Pallini, Oregon), двух крупных производителей ванадия (Stratcor, Highveld) и 50% акций Южкузбассугля. По нашим оценкам на эти приобретения Евраз потратил более \$4,1 млрд.

Особняком среди этих сделок, безусловно, является покупка за \$2,3 млрд. Oregon Steel – пока эта покупка является крупнейшей сделкой с участием российских металлургических холдингов.

На достигнутом Евраз останавливаться не собирается, и в ближайшее время нас наверняка ожидают новые сделки M&A с участием Евраза. Столь агрессивную политику на рынке Евраз начал вести после того, как летом прошлого года изменился состав его акционеров – около 41% акций компании за \$3 млрд. приобрел самый богатый человек России - Роман Абрамович.

Сразу же после покупки доли Евраза, Группа Миллхаус, управляющая активами Абрамовича, официально заявила о том, что она намерена активно участвовать в управлении Евразом, содействуя повышению его стоимости, путем приобретения или слияния с российскими и зарубежными компаниями черной металлургии, для чего в Миллхаус готовы оказывать финансовую поддержку Евразу, в том случае, если она понадобится для крупных покупок. При этом акционеры Евраза также не против вести консолидацию путем обмена активами и готовы к снижению своей доли в компании.

Также, Евраз открыто заявил, что готов стать площадкой для консолидации российской металлургической отрасли.

В консолидацию российских компаний на базе Евраза мы в краткосрочном периоде не верим в силу ряда причин, о которых уже говорилось выше.

А вот в то, что Евраз будет и впредь ключевым игроком на рынке M&A верится легко – покупкой Oregon Евраз уже это доказал.

Кстати, в начале 2007 года Евраз также вел переговоры о покупке еще одного металлургического актива в Северной Америке – канадской компании IPSCO. В результате этой сделки Евраз мог стать крупнейшим российским производителем стали с годовым объемом производства 22 млн. тонн. Однако в последний момент сделка сорвалась – шведская SSAB предложила за IPSCO более щедрую цену.

Также в последнее время в прессе активно муссируются слухи о скором слиянии между Евразом и Северсталью. Впрочем никакой официальной информации о подготовке этой сделки пока не поступало, за исключением того, что основным владельцем Северсталь Алексей Мордашов заявил, что он не исключает вероятность проведения подобного слияния.

Рынок акций

В июне 2005 г. Евраз Групп провела IPO, разместив 8,3% акций в форме GDR на Лондонской фондовой бирже. В начале 2006 года там же были размещены еще 6% акций компании. 82,67% пакет акций Евраз Групп принадлежит компании Lanebrook. Летом 2006 года владельцы Lanebrook (Александр Абрамов и Александр Фролов) продали компании Millhouse, принадлежащую Роману Абрамовичу, половину участия в компании Lanebrook. Таким образом, Роман Абрамович, через Lanebrook, получил контроль над 41,3% пакетом Евраза, такой же пакет остался у Абрамова и Фролова.

По словам менеджмента в течение ближайших 2-3 лет free float Евраза увеличится с нынешних 14,3% до 25%.

Евраз Групп зарегистрирован в Люксембурге, поэтому на него не распространяются требования ФСФР. По этой же причине акции компании торгуются в виде GDR только на Лондонской фондовой бирже и не обращаются в России.

Модель DCF

Мы изменили нашу модель по акциям Евраз Групп. При оценке компании мы начали учитывать финансовые потоки вновь приобретенных активов Евраз - Oregon Steel и Highveld Steel. При расчете денежных потоков компании мы не учитывали денежные потоки Южкузбассугля и Распадской, а учли их в оценке Евраз, исходя из нашей оценки этих компаний с учетом доли Евраз. Также мы повысили средние цены реализации продукции Евраз. В результате пересмотра нашей модели мы повысили нашу целевую цену по акциям Евраз Групп до \$42,78 и выставляем рекомендацию по акциям компании на уровне «держать».

Оценка Евраз Групп

Модель Производства и Выручки

Металлургический сегмент

Объем производства стали (млн. тонн)	2006	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П
Чугун	12.8	12.0	13.0	13.2	13.1	13.1	13.1
Сталь	16.1	15.8	16.9	17.1	17.6	17.7	17.7
Прокат	14.5	14.6	15.7	15.9	16.4	16.5	16.5
В том числе прокат в							
Россия (НТМК+ЗСМК+НКМК)	13.2	11.3	12.4	12.6	13.1	13.2	13.2
Европа (Vitkovice + Palini)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
США (Oregon Steel)	-	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Продажи готовой продукции (млн.тонн)							
Строительный сортament	4222	3587	3837	3886	4011	4036	4036
в том числе:							
Балка	1007	856	915	927	957	963	963
Швеллер	635	540	577	585	603	607	607
Арматура	1631	1794	1830	1867	1904	1942	1981
Железнодорожный сортament	1568	1580	1550	1520	1850	1870	1850
в том числе:							
Рельса	1098	1106	1085	1064	1295	1309	1295
Колеса	179	180	177	174	211	213	211
Полуфабрикаты	7682	6332	6773	6853	7053	7093	7093
в том числе:							
Чугун	1065	300	500	700	1065	1100	1100
Квадратная заготовка	2627	2350	2513	2546	2627	2644	2644
Слябы	3026	2750	2941	2979	3075	3094	3094
Трубная заготовка	916	950	950	960	970	980	1000
Лист	1613	1600	1750	1800	1820	1850	1870
Горнодобывающий сортament	285	285	285	285	285	285	285
прочее	645	577	617	625	645	649	649
В том числе							
Palini e Bertoli (прокат)	439	440	450	460	460	460	460
Vitkovice steel (прокат)	848	850	860	870	870	870	870
Новые приобретения							
Oregon Steel (прокат)	1700	2000	2000	2000	2000	2000	2000
Выручка (млн \$)							
Строительный сортament	2126	1865	1976	1982	2005	1978	1897
Железнодорожный сортament	966	995	1008	958	1184	1159	1110
Полуфабрикаты	2860	2533	2641	2536	2539	2483	2412
Лист	1069	1056	1173	1188	1183	1184	1178
Горнодобывающий сортament	143	144	144	143	143	143	143
прочее	997	894	956	937	993	974	941
В том числе:							
Palini e Bertoli	301	308	308	311	308	304	299
Vitkovice steel	671	680	679	679	670	653	644
Oregon Steel	1500	1800	1820	1780	1740	1720	1700
Выручка металлургического сегмента (\$,	8161	9288	9717	9523	9787	9640	9380
Выручка Highveld Steel and Vanadium		200	460	500	580	600	620
Выручка горнодобывающего сегмента (€	121	125	130	160	275	280	300
ИТОГО ВЫРУЧКА (млн \$)	8282	9613	10307	10183	10642	10520	10300

Евраз Групп

Отчет о прибылях и убытках

	2005	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	6 508	8 292	9 613	10 307	10 183	10 642	10 520	10 300
Операционные расходы	4 681	5 690	7 543	8 151	8 163	8 840	8 768	8 609
Амортизация	245	304	405	417	430	450	460	460
Операционная прибыль	1 582	2 298	2 475	2 573	2 450	2 252	2 212	2 151
ЕБИТДА	1 827	2 602	2 880	2 990	2 880	2 702	2 672	2 611
Чистые процентные расходы	127	201	182	326	309	292	276	262
Прочие расходы (доходы)	- 73	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	1 528	2 097	2 293	2 247	2 141	1 960	1 936	1 889
Налоги на прибыль	475	638	550	539	514	470	465	453
Доля миноритариев	135.0	74.0	80.9	79.3	75.6	69.2	68.3	66.7
Чистая прибыль	918	1 385	1 662	1 628	1 552	1 420	1 403	1 369

Баланс

	2005	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные средства и эквиваленты	660	972	1 882	3 097	4 393	5 533	6 744	7 980
Дебиторская задолженность	429	637	738	792	782	818	808	791
Запасы	964	855	778	840	842	912	904	888
Прочие оборотные активы	597	458	465	501	499	531	526	515
Основные средства	3 071	3 712	6 307	6 390	6 410	6 410	6 400	6 340
Прочие внеоборотные активы	1 039	1 888	3 208	3 250	3 260	3 260	3 255	3 225
Итого активы	6 754	8 522	13 379	14 871	16 186	17 464	18 637	19 739
Кредиторская задолженность	447	528	480	519	520	563	558	548
Краткосрочный долг	835	741	1 325	1 263	1 213	1 174	1 145	1 125
Прочие краткосрочные обязательства	613	594	1 446	1 701	1 908	2 116	2 292	2 444
Долгосрочный долг	1 515	1 855	3 339	3 150	2 959	2 773	2 593	2 411
Прочие долгосрочные обязательства	457	531	1 292	1 521	1 706	1 891	2 049	2 185
Капитал и резервы	2 887	4 250	5 496	6 718	7 881	8 947	9 999	11 026
Итого пассивы	6 754	8 522	13 379	14 871	16 186	17 464	18 637	19 739

Отчет о движении денежных средств

	2005	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Операционная прибыль	1 582	2 298	2 475	2 573	2 450	2 252	2 212	2 151
Налоги на прибыль	475	638	550	539	514	470	465	453
Амортизация	245	304	405	417	430	450	460	460
Изменение оборотного капитала	- 92	130	- 72	- 77	9	- 62	12	23
Денежные потоки от операций	1 260	2 094	2 258	2 373	2 375	2 170	2 220	2 181
Капиталовложения	-	700	- 3 000	- 500	- 450	- 450	- 450	- 400
Прочие доходы (инвестиции)	317	- 877	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	317	- 1 577	- 3 000	- 500	- 450	- 450	- 450	- 400
Свободные денежные потоки	1 577	517	- 742	1 873	1 925	1 720	1 770	1 781
Изменение долга	- 83	11	2 068	- 251	- 241	- 224	- 209	- 202
Дивиденды	524	352	415	407	388	355	351	342
Чистые денежные потоки	970	176	910	1 215	1 296	1 140	1 210	1 237

Евраз Групп

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2005	2006	2007 П	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Выручка	6 508	8 282	9 613	10 307	10 183	10 642	10 520	10 300
Темп роста (%)		27%	16%	7%	-1%	5%	-1%	-2%
ЕВИТДА	1 827	2 602	2 880	2 990	2 880	2 702	2 672	2 611
Рентабельность (%)	28.1%	31.4%	30.0%	29.0%	28.3%	25.4%	25.4%	25.3%
ЕВИТ		2 298	2 475	2 573	2 450	2 252	2 212	2 151
Рентабельность (%)	0%	28%	26%	25%	24%	21%	21%	21%
-Налоги на прибыль	0	638	594	618	588	540	531	516
НОРАТ	0	1 660	1 881	1 955	1 862	1 712	1 681	1 635
+ Амортизация	1 827	304	405	417	430	450	460	460
- Капвложения		-700	-3 000	-500	-450	-450	-450	-400
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-92	130	-72	-77	9	-62	12	23
Чистый денежный поток	1 735	1 394	-786	1 795	1 851	1 650	1 703	1 718

Основные предположения

WACC	11.8%
Конечный темп роста	2.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/E	10.0%
Бэта*	1.50
Бэта с учетом долга	1.65
Безрисковая ставка**	5.9%
Стоимость капитала	12.5%
Стоимость долга	7.0%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	5.3%
WACC	11.8%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	5 554
Конечная стоимость	17 868
Приведенная конечная стоимость	10 227
Стоимость денежных потоков	15 781
Текущий чистый долг (наличность)	2 782
Распадская + Южурзбассуголь	2 000
Чистая стоимость компании	14 999
Количество GDR (млн.)	350.6
Стоимость GDR	42.78

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		8.8%	9.8%	10.8%	11.8%	12.8%	13.8%	14.8%
Конечный темп роста (%)	3.5%	69.73	60.56	53.79	48.56	44.37	40.92	38.03
	3.0%	64.77	56.97	51.07	46.41	42.63	39.49	36.82
	2.5%	60.61	53.88	48.67	44.50	41.07	38.18	35.72
	2.0%	57.05	51.18	46.55	42.78	39.65	36.99	34.69
	1.5%	53.99	48.80	44.65	41.23	38.35	35.89	33.75
	1.0%	51.31	46.70	42.95	39.82	37.17	34.88	32.87
	0.5%	48.96	44.82	41.41	38.54	36.08	33.94	32.06

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Сравнение с зарубежными аналогами

Компания	Страна	Капитализация \$ млн	EV \$ млн	EV/Sales		EV/EBITDA		P/E	
				2007	2008	2007	2008	2007	2008
Россия									
Евраз Групп	Россия	14669	17451	1.8	1.7	6.1	5.8	7.8	7.5
НЛМК	Россия	18130	17761	2.7	2.6	5.8	5.5	8.6	8.4
Северсталь	Россия	12705	12005	0.9	0.9	3.7	3.5	7.7	7.1
ММК	Россия	11427	10540	1.5	1.4	4.8	4.6	7.6	7.3
Среднее				1.7	1.7	5.1	4.9	7.9	7.6
Развивающиеся рынки									
Angang Steel	Китай	13471	15812	2.1	1.8	7.0	6.1	11.3	8.7
China Steel	Тайвань	13712	13626	2.3	2.2	7.3	7.5	10.0	10.1
Erdemir	Турция	5438	6481	1.7	1.5	7.4	6.5	13.2	11.5
Gerdau	Бразилия	14221	17473	1.3	1.1	5.8	5.4	7.8	7.2
Grupo Simec	Мексика	2157	2118	0.9	0.7	5.3	4.8	12.9	12.5
Hyundai Steel	Корея	4638	6387	0.8	0.9	6.3	6.5	7.6	6.7
POSCO	Корея	40803	39481	1.7	1.5	5.8	5.6	10.0	9.6
Среднее				1.4	1.2	6.4	6.0	10.4	9.5
Развитые Рынки									
Algoma Steel	Канада	1626	1571	0.9	0.8	5.5	5.0	13.0	10.0
ArcelorMittal	Люксембург	82216	108682	1.1	0.9	6.0	5.4	9.5	9.0
BlueScope Steel	Австралия	6845	8256	1.1	1.1	7.5	7.7	12.0	12.5
IPSCO	Канада	7571	7907	1.8	1.6	7.5	6.8	13.0	11.0
JFE Holdings	Япония	36662	43494	1.4	1.4	5.9	6.1	10.8	12.0
Kobe Steel	Япония	11047	15573	1.0	0.8	6.0	6.1	11.0	13.0
Nippon Steel	Япония	47939	48729	1.0	1.1	5.0	6.3	11.0	14.2
Nucor	США	19686	18124	1.1	0.9	5.4	4.9	11.9	10.8
Rautaruukki	Финляндия	8159	7821	1.4	1.2	6.3	6.0	11.1	11.1
SSAB	Швеция	9241	9222	1.8	1.6	6.2	5.8	11.0	10.1
Steel Dynamics	США	4721	5130	1.4	1.3	6.2	5.6	10.1	9.3
Sumitomo Metal	Япония	25486	28398	1.7	1.8	7.2	8.0	10.5	14.3
ThyssenKrupp	Германия	28015	38112	0.7	0.6	5.0	5.1	9.8	10.1
US Steel	США	12854	13900	1.0	0.8	7.2	7.5	11.8	15.0
Среднее				1.2	1.1	6.2	6.2	11.2	11.6

Источник: Оценки Банка Москвы, Bloomberg, Reuters.

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank of Moscow Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Экономика**Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru**Нефтехимия и нефтепереработка**Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru**Телекоммуникации**Мусиенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru**Минеральные удобрения**Веселова Ольга
Veselova_OV@mmbank.ru**Стратегия**Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ruВеденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru**Электроэнергетика**Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru**Металлургия**Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru**Банковский сектор**Веселова Ольга
Veselova_OV@mmbank.ru**Потребительский сектор**Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Отдел анализа долговых рынков**Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ruКовалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ruЧупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.