

Рынок акций

\$36.7

ПОКУПАТЬ

EVR LI

\$32.8

ПОКУПАТЬ

NLMK LI

\$15.3

ПОКУПАТЬ

CHMF RU

27 марта 2007

Металлургия

А Альфа-Банк

Владимир Жуков, к.э.н.
(+7 495) 788-0320
vzhukov@alfabank.ru

Валентина Богомолова

www.alfabank.ru

Российская сталь: рост в России и экспансия за рубеж

Российская сталелитейная промышленность характеризуется а) доступом к быстро развивающимся секторам экономики, и б) возможностью расширения за пределы России путем приобретения производств с высокой добавленной стоимостью в Европе и США. Наша рекомендация по всем трем крупнейшим компаниям (Евраз, +17%; НЛМК, +28%, и Северсталь, +23%) – ПОКУПАТЬ.

Российские производители стали растут вместе с экономикой: В 2007 г. рост продаж в российской сталелитейной отрасли будет определяться ростом ВВП и инвестиций, которые, как мы ожидаем, составят 6.5% и 13.5%, соответственно. В частности, сектора, потребляющие наибольшее количество стали, например, строительство и производство автомобилей, либо уже испытывают подъем активности, либо готовятся стремительно набрать обороты.

Вертикальная интеграция с добывающими предприятиями защищает рентабельность и дает потенциал роста: Евраз, НЛМК и Северсталь планируют расширять добычу, что позволит им достичь/сохранить самодостаточность в обеспечении сырьем и заработать на его продаже.

Ставка на внутреннюю консолидацию: Ожидается консолидация стального сектора внутри России, при этом вероятнее всего, лидировать будут Евраз и Северсталь, а НЛМК сохранит независимость.

Евраз: крупнейший производитель стального проката в России и ставка на консолидацию. Евраз предлагает доступ к стремительно развивающемуся российскому строительству и инвестициям в железнодорожную инфраструктуру, производству продукции с добавленной стоимостью в Европе и США; рекомендуется ПОКУПАТЬ при расчетной цене через 12 месяцев в \$36.7 за GDR, что предполагает рост на 17%.

НЛМК: лидер по рентабельности. Крупный производитель плоского проката, органично развивающийся и расширяющий свой портфель продукции с высокой добавленной стоимостью путем выборочных приобретений в России и за рубежом, с фокусом на прокатные мощности для переработки слэбов, произведенных в России; рекомендуется ПОКУПАТЬ при расчетной цене через 12 месяцев в \$32.8 за GDR, что предполагает рост на 28%.

Северсталь: ведущий поставщик для автомобильной промышленности и ставка на консолидацию. Крупный производитель плоского проката с увеличивающимся портфелем продукции с добавленной стоимостью, развивающийся на внутреннем рынке (трубы большого диаметра) и путем приобретений в Европе и США; рекомендуется ПОКУПАТЬ при расчетной цене через 12 месяцев в \$15.3 за GDR, что предполагает рост на 23%.

Финансовые показатели, 2007П	Евраз	НЛМК	Северсталь
Выручка, \$ млн	9.121	6.574	12.588
ЕБИТДА, \$ млн	2.395	2.758	2.921
Чистая прибыль, \$ млн	1.079	1.785	1.203
EV/ЕБИТДА, х	5.6	5.0	4.8
P/E, х	10.3	8.7	10.4
Рентабельность ЕБИТДА, %	26%	42%	23%
Чистая рентабельность, %	12%	27%	10%

Источник: отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

EVR LI	
Цена закрытия:	\$31.5
Среднедневной объем торгов, млн	\$7.2
Св. обращение	15%
52-недельный коридор	\$19.0 - \$36.0
Акции в обращении, млн	352.5
Рыночная капитализация,	\$11 104
Расчетная цена через 12 мес.	\$36.7
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

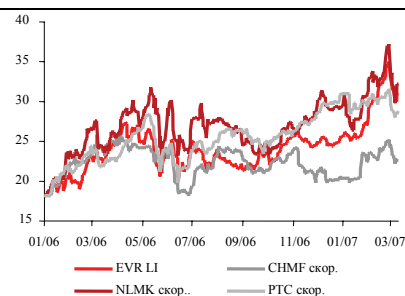
NLMK LI	
Цена закрытия:	\$25.8
Среднедневной объем торгов, млн	\$5.0
Св. обращение	13%
52-недельный коридор	\$18 - \$30
Акции в обращении, млн	5.993
Рыночная капитализация,	\$15 463
Расчетная цена через 12 мес.	\$32.8
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

CHMF RU	
Цена закрытия:	\$12.4
Среднедневной объем торгов	\$11.1
Св. обращение	18%
52-недельный коридор	\$9.95 - \$14.55
Акции в обращении, млн	1007.7
Рыночная капитализация,	\$12 495
Расчетная цена через 12 мес.	\$15.3
Рекомендация	ПОКУПАТЬ

Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

EVR, CHMF, NLMK и PTC



Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

Содержание:

Основные выводы	4
Обзор мировой сталелитейной промышленности	7
В 2006 году поставки стали выросли на 9% год-к-году, во многом благодаря Китаю	7
Совокупная доля десяти крупнейших производителей стали в мировом объеме производства достигла 28%, но этого мало	9
Цены на сталь в 2007 году не изменятся	10
Обзор российской сталелитейной промышленности	12
Спрос на сталь в России остается высоким	12
Российский рынок стали продолжит рост.....	15
Описание российской сталелитейной промышленности.....	19
Технология производства стали – Россия быстро сокращает разрыв.....	22
Российские сталепроизводители становятся глобальными игроками, приобретая в основном прокатные мощности.....	23
Внутренняя консолидация: в ожидании мегаслияний.....	25
Российские сталелитейные компании стоимостью \$30 млрд станут публичными	26
Рентабельность снизилась в 1П06, но в 2П06 ожидается улучшение	27
НЛМК: наилучшая динамика акций	28
Евраз: лидер по производству сортового проката в России, участник консолидации	29
Основные выводы	29
Оценка	31
Описание операционных активов	32
Стратегия приобретений.....	34
В производстве стали преобладают сортовой прокат и полуфабрикаты	35
Стратегия развития	36
Сводные финансовые показатели	37
Акционеры	38
Оценка	39
Катализаторы.....	40
НЛМК: мировой лидер по рентабельности.....	41
Основные выводы	41
Оценка.....	43
Описание операционных активов	44
Стратегия приобретений.....	47
Производство стали: слябы и плоский прокат с добавленной стоимостью.....	48
Стратегия развития	49
Сводные финансовые показатели	50
Акционеры	51
Оценка	52
Катализаторы.....	53
Катализаторы.....	53
Северсталь: ведущий поставщик для автомобильной промышленности и участник консолидации	54

Основные выводы	54
Описание операционных активов	58
Стратегия приобретений.....	60
Производство стали: упор на плоский прокат.....	61
Стратегия развития	62
Сводные финансовые показатели	63
Акционеры	64
Оценка	65
Катализаторы.....	66
Оценка сталелитейных компаний-аналогов.....	67

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

Ожидается, что **мировая сталелитейная отрасль** продолжит расти, хотя и менее быстрыми темпами, чем в последние несколько лет. Ожидается, что увеличение производства стали в Китае будет способствовать росту китайского чистого экспорта стали. Давление на цены будет сбалансировано сильным спросом, а также увеличивающейся консолидацией мировых производителей стали.

- **Китай как движущая сила мировой сталелитейной промышленности.** На долю Китая в 2006 году пришлось 65% роста производства стали (9% год-к-году) и 34% мирового объема производства стали.
- **В 2006 году объем чистого экспорта стали из Китая значительно вырос.** Исходя из информации World Steel Dynamics мы оценили, что в 2006 году китайский чистый экспорт стали увеличится до 33 млн тонн с ничтожно малых 430 тыс тонн в 2005 году и чистого импорта в 13 млн тонн в 2004 году.
- **Россия – 4-й по величине производитель стали в мире.** В 2006 году Россия увеличила производство стали на 7% до 71 млн тонн стали, что сделало ее четвертым по величине в мире производителем стали, на долю которого приходится 6% мирового объема производства.
- **Концентрация мирового производства стали возросла, но остается на сравнительно низком уровне.** Лидером мировой сталелитейной отрасли по консолидации оставалась Mittal Steel, которая стала первым производителем, достигшим уровня 100 млн т в год. Однако относительная концентрация производства стали остается низкой, на долю 10 крупнейших производителей приходится 28% мирового объема производства против 97% в железорудной отрасли и 71% в добыче коксующегося угля. Это оставляет хороший стимул для дальнейшей консолидации стальной отрасли, что должно привести к сокращению волатильности цен на сталь и показателей рентабельности ее производителей.
- **Ожидается, что цены на сталь после 10% роста в 2006 году останутся почти без изменений.** Мы ожидаем, что в 2007-2008 гг. цены на сталь останутся почти без изменений в связи со снижением темпов роста мирового спроса; ожидается, что премия внутреннего рынка составит 10% по отношению к экспорту в страны СНГ.

Российская сталелитейная промышленность находится в хорошей форме, темпы роста исчисляются двузначными числами благодаря внутреннему спросу, который обеспечивают строительная и трубопрокатная отрасли. Ожидается, что в 2007 году темпы роста несколько замедлятся, но останутся на хорошем уровне. Внутренний рынок по-прежнему предлагает премию к экспортным поставкам, которые, как ожидается, будут и далее сокращаться, при этом больше стали будет продаваться на внутреннем рынке. Плоский прокат демонстрирует лучшую динамику по сравнению с сортовым прокатом: спрос на него растет на 20% быстрее, чем на сортовой прокат – в 2006 году он увеличился на 12%.

- **Внутренний спрос на российскую сталь увеличился в 2006 году на 16%, ожидается его дальнейший рост.** Благодаря увеличению ВВП на 6.7% и росту промышленного производства

на 4% видимое потребление проката в 2006 году возросло на 16% и достигло 35.6 млн тонн. С точки зрения конечного использования рост был обусловлен спросом со стороны трубoproкатной отрасли, которая выросла на 18% в натуральном выражении, и строительной промышленности, выросшей на 16% в денежном выражении. Мы полагаем, что эти две отрасли останутся основными движущими силами внутреннего спроса на сталь, который, как ожидается, в 2007 году увеличится еще на 12-15%, а средние темпы годового роста в период с 2007 по 2015 гг. составят 6%.

- **Внутреннее производство проката увеличилось в 2006 году на 6,5%, ожидается его дальнейший рост.** По информации Госкомстата России, производство проката в стране возросло на 6.5% год-к-году и достигло в 2006 году 58.2 млн т. Мы ожидаем, что этот рост продолжится благодаря инвестициям в инфраструктуру и оживлению в строительной и трубoproкатной отраслях. Ожидается, что в 2007 году производство проката вырастет еще на 5-6%, а среднегодовой темп роста в 2007-2015 году составит 4%.
- **В 2006 году доля российского экспорта в общем объеме продаж снизилась на 3 п.п., ожидается дальнейшее снижение.** В связи с тем, что на внутреннем рынке наблюдалась премия к экспортным ценам, внутренние продажи выросли на 19% год-к-году в натуральном выражении, а рост экспортных продаж составил лишь 2%. В результате в 2006 году экспорт сократился до 48% от общего объема продаж российского проката по сравнению с 51% в 2005 г. С учетом наших ожиданий, что премия для внутреннего рынка сохранится, мы также ожидаем дальнейшего сокращения экспортных поставок российской стали.
- **Видимый спрос на плоский прокат в 2006 году вызвал наибольший рост всех видов продукции – 20% год-к-году.** Российские сталепроизводители увеличили поставки плоского проката на внутренний рынок на 19% год-к-году, притом, что в 2006 году импорт вырос на 25% год-к-году, но остался относительно без изменений по сравнению с 2005 годом с точки зрения рыночной доли, которая составила 17%.
- **Внутренний спрос на сортовой прокат возрос в 2006 году на 12% год-к-году.** Хотя это солидный рост, но спрос на сортовой прокат увеличивался медленнее, чем на полосовую сталь (вырос на 20% год-к-году). Внутренние производители увеличили производство проката на 13% год-к-году, в соответствии с ростом рынка, сохранив свою рыночную долю.

С точки зрения оценки российского сталеплавильного сектора мы отдаем предпочтение НЛМК в связи с тем, что предложение акций наиболее близко по потенциалу роста к нашей расчетной цене. Мы планируем выпустить отдельный информационный материал по Мечелу, поскольку эта компания имеет наиболее значительный объем внешних продаж от не стальных активов (главным образом, угольных).

Илл. 1: Сводные данные по оценке акций отдельных российских сталелитейных компаний

Компания	Рейтинг	Расчетная цена на 12 мес.	Потенциал роста в % от текущей цены	Основные сильные стороны / возможности	Основные слабые стороны / угрозы
Евраз	ПОКУПАТЬ	36.7	17%	Крупнейший производитель сортового проката в России и участник консолидации: присутствует на оживленном рынке российской строительной отрасли, участвует в развитии железнодорожной инфраструктуры, производстве продукции с добавленной стоимостью в Европе и США.	Неблагоприятное географическое положение производственных мощностей Западносибирского металлургического комбината; устаревшая технология производства стали; растущая конкуренция на азиатских рынках со стороны Китая; зависимость от одного потребителя и регулируемых тарифов на рельсы и железнодорожные колеса; возможность достичь синергетического эффекта благодаря приобретению Oregon Steel.
НЛМК	ПОКУПАТЬ	32.8	28%	Крупный производитель плоского проката, органично развивающийся и расширяющий свой портфель продукции с высокой добавленной стоимостью путем выборочного приобретения в России и за рубежом, фокусируясь на прокатных производственных мощностях для переработки слябов, произведенных в России	Значительная зависимость от экспортных рынков и заготовок; растущая конкуренция в области поставок продукции российским автопроизводителям, задержка в активном наращивании производственных показателей до 2011 года; возможная потеря до \$250 млн в связи с возвратом Прокопьевска.
Северсталь	ПОКУПАТЬ	15.3	23%	Ведущий поставщик для автомобильной промышленности и участник консолидации: крупный производитель плоского проката с увеличивающимся портфелем продукции с добавленной стоимостью, развитие в стране (трубы большого диаметра) и приобретения в Европе и США	Сильная зависимость североамериканского подразделения Северстали от слабеющей автомобильной промышленности; неудача в улучшении показателей Lucchini и SNA; проникновение на рынок труб большого диаметра; относительно высокие затраты на добычу руды, особенно на предприятии Воркутауголь; снижение стоимости в процессе приобретений; снижение стоимости в связи с операциями с заинтересованной стороной.

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Обзор мировой сталелитейной промышленности

В 2006 году поставки стали выросли на 9% год-к-году, во многом благодаря Китаю

В 2006 году доля Китая в мировом приросте производства стали составила 65%

В 2007-08 гг. Китай продолжит увеличивать производство стали на 9-10 процентов в год

В 2006 году Китай стал значительным чистым экспортером стали

В 2006 году в структуре чистого китайского экспорта преобладала продукция с низкой добавленной стоимостью

Россия – 4-й по величине производитель в мире

Как сообщает Международный институт стали и железа (IISI), благодаря хорошей мировой макроконъюнктуре (мировой ВВП вырос на 3.3% год-к-году) и высокому спросу мировое производство стали увеличилось в 2006 году на 9% год-к-году и достигло исторического максимума, составив 1.2 млрд тонн. В большей степени рост мирового производства объясняется действиями Китая, который в 2006 году увеличил производство стали на 20% год-к-году до 420 млн т, что составило 65% мирового прироста за год. В результате доля Китая в мировом объеме производства возросла с 31% в 2005 г. до 34% в 2006 г. Мировое производство стали без учета Китая в 2006 году выросло на 4.5% год-к-году, при том, что в Европе рост составил 6% год-к-году.

В результате устрожения кредитного и административного регулирования в 2007-08 гг. ожидается замедление роста производства стали в Китае до 9-10%. В 2007 году ожидается рост китайского производства до 460 млн т, а в 2008 году – до 500 млн т. Ожидается, что в 2007 году мировое производство вырастет еще на 5% год-к-году и достигнет 1.3 млрд т, при чем 60% этого роста придется на долю Китая.

В 2006 году Китай стал значительным чистым экспортером стали. По данным за 11 месяцев 2006 года, собранным World Steel Dynamics, мы прогнозируем, что в 2006 году китайский чистый экспорт стали увеличится до 33 млн тонн с почти ничтожно малых 430 тыс тонн в 2005 году и чистого импорта в 13 млн тонн в 2004 году.

В 2006 году в структуре чистого китайского экспорта преобладала продукция с низкой добавленной стоимостью, полуфабрикаты и слитки составляли почти 10 млн т, т.е. 29% всего чистого экспорта, а еще около 10 млн т составлял чистый экспорт прутков и катанки. Однако в 2006 году Китай впервые стал значительным чистым экспортером листового металла – чистый экспорт составил приблизительно 4.6 млн т.

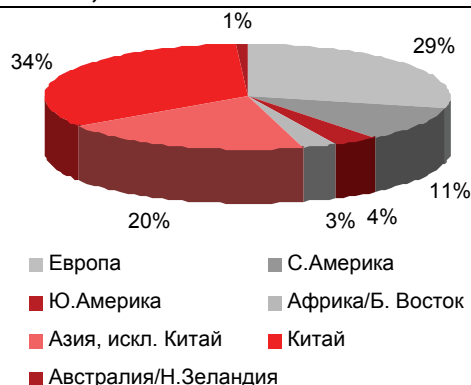
Россия в 2006 г. увеличила производство стали на 7% до 71 млн т, что составляет 6% общемирового объема производства.

Илл. 2: Мировое производство стали в 1994-2006 гг., млн т

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006/2005
Европа	309	305	309	320	340	334	354	6.2%
Сев. Америка	135	120	123	126	134	128	132	3.1%
Юж.Америка	39	37	41	43	46	45	45	0.0%
Африка / Ближний Восток	25	27	28	30	31	33	34	2.1%
Азия без учета Китая	205	203	213	220	230	238	247	3.9%
Китай	127	151	182	222	281	353	419	18.5%
Австралия / Новая Зеландия	8	8	8	8	8	9	9	1.2%
Мировой объем	848	851	904	970	1.069	1.140	1.240	8.8%
Мировой объем без учета КНР	721	700	722	748	789	786	821	4.4%
Доля Китая в мировом приросте, %		846%	59%	61%	59%	103%	65%	

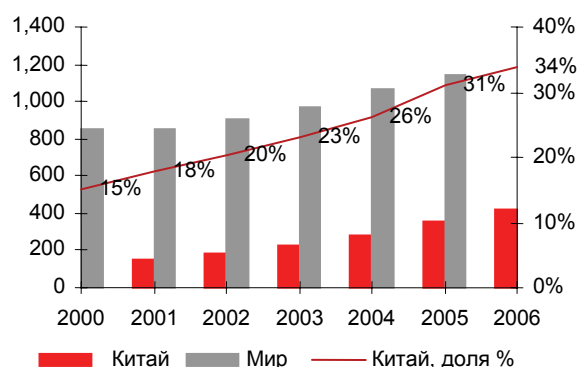
Источник: Международный институт стали и железа, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 3: Мировое производство стали по регионам, 2006 г.



Источник: Международный институт стали и железа, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 4: Доля Китая в мировом производстве



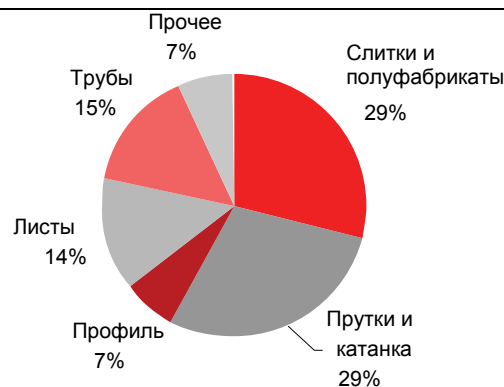
Источник: Международный институт стали и железа, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 5: Чистый экспорт (импорт) китайской стали, тыс т



Источник: World Steel Dynamics, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 6: Китайский чистый экспорт по видам продукции, 2006 г.



Источник: World Steel Dynamics, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 7: Крупнейшие производители стали

Место	Страна	Произ-во стали, млн т		Изменение %	Доля в мировом произв., 2006 %
		2005	2006		
1	Китай	356	419	17.7%	34%
2	Япония	113	116	3.3%	9%
3	США	95	99	3.8%	8%
4	Россия	66	71	6.8%	6%
5	Южная Корея	48	48	1.3%	4%
6	Германия	45	47	6.1%	4%
7	Индия	41	44	7.6%	4%
8	Украина	39	41	5.7%	3%
9	Италия	29	32	7.5%	3%
10	Бразилия	32	31	-2.2%	2%

Источник: Международный институт стали и железа, Отдел исследований Альфа-Банка

Совокупная доля десяти крупнейших производителей стали в мировом объеме производства достигла 28%, но этого мало

В 2004-05 гг. доходы мировой сталелитейной промышленности превысили \$60 млрд

Компании Mittal, которая первой добилась производства 100 млн т в год, принадлежит всего 10% рынка

По сравнению с добычей железной руды и коксующегося угля сталеплавильная отрасль недостаточно консолидирована

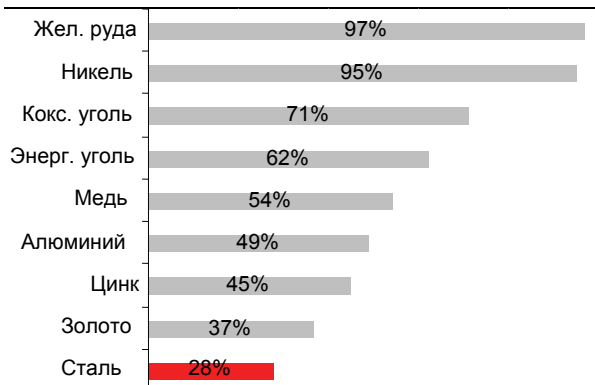
По оценкам World Steel Dynamics (WSD), в 2004 г. благодаря благоприятным ценам на сталь денежные потоки, сгенерированные крупнейшими мировыми производителями вне Китая составили \$50 млрд, а в 2005 на \$10 млрд больше. Рост финансовых позиций и низкий уровень концентрации в отрасли привели к активной глобальной консолидации в сталелитейном секторе в последние несколько лет.

Лидером процесса консолидации остается Mittal Steel, которая стала первым мировым производителем стали, достигшим уровня 100 млн т в год. Пиком M&A активности Mittal стало приобретение в 2006 г. второго крупнейшего производителя стали – компании Arcelor. После этого приобретения Mittal увеличила свой объем производства, составлявший 60 млн т в год, на объем производства Arcelor, который в 2005 г. составлял 53 млн т. Однако в мировом масштабе сталелитейная отрасль остается сравнительно плохо консолидированной: гиганту Mittal принадлежат скромные 10% мирового рынка.

На долю десяти крупнейших производителей в сталелитейной отрасли приходится менее 28% мировых поставок. Этот показатель намного меньше, чем в отраслях, поставляющих сырье для сталелитейной промышленности: в добыче железной руды на первые 10 компаний приходится 97%, а в добыче коксующихся углей – 71%. Мы полагаем, что более слабые позиции крупнейших мировых производителей стали в переговорах с высококонцентрированными поставщиками железной руды и коксующихся углей будут дополнительно стимулировать консолидацию сталелитейной отрасли. Кроме того, консолидация поможет данной отрасли добиться экономии за счет роста масштабов, увеличить сравнительно слабую возможность диктовать цены на переговорах с конечными потребителями, добиться большей гибкости и контроля над регулированием производительности в ответ на снижающийся спрос на сталь.

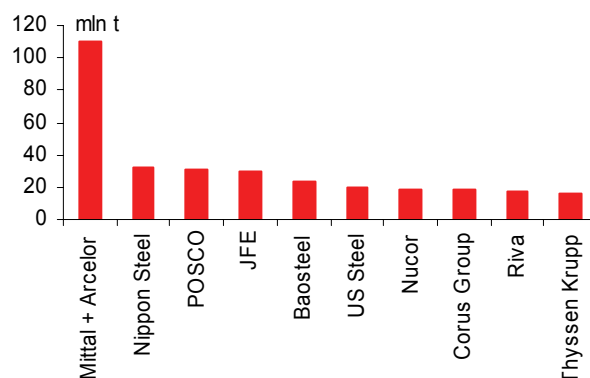
К примеру, по оценкам WSD, к 2010 г. будет существовать от 5 до 10 глобальных сталелитейных компаний с производительностью от 50 до 125 млн т стали. При этом ожидается, что объем производства Mittal достигнет 160 млн т в год.

Илл. 8: Доли крупнейших десяти компаний в разных отраслях



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 9: Десятка крупнейших производителей стали*



* на основе данных о произ-ве стали в 2005 г.

Источник: Международный институт стали и железа, Отдел исследований Альфа-Банка

Цены на сталь в 2007 году не изменятся

Средняя цена на ГК сталь в 2006 г. выросла на 10%, что всего на 2-4% ниже, чем рекордный уровень 2004 года

В 2006 г. премия внутреннего рынка ГК стали по сравнению с экспортом составила \$79 за тонну, или 16%

Вызывает озабоченность избыточное экспортное предложение Китая

Консолидация сталелитейной отрасли улучшает способность производителей реагировать на снижение спроса

Ожидается, что в 2007-2008 гг. цены на сталь останутся без изменений, премия внутреннего рынка составит 10%

В 2006 г. средняя цена на экспортируемую в страны СНГ горячекатаную сталь увеличилась на 10% год-к-году до \$497 за тонну, а цена на холоднокатаную сталь выросла на 3% до \$567 за тонну. При этом достигнутый уровень цен лишь на 2-4% меньше, чем рекордные цены 2004 года, составлявшие \$515 и \$578 за тонну, соответственно. Стартовав в 2006 году с относительно низких отметок в \$380 и \$480 за тонну, цены на экспортируемую в страны СНГ ГК и ХК сталь, соответственно, к июню 2006 г. достигли уровня \$605 и \$645 за тонну, соответственно, а к концу года несколько опустились.

В 2006 г. внутренний рынок стали был значительно сильнее: ГК сталь продавалась с премией к цене экспорта в страны СНГ в \$79 за тонну (16%), а ХК сталь – с премией в \$57 за тонну (10%).

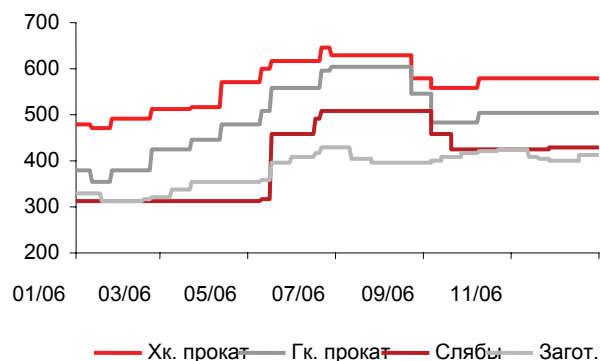
Мы полагаем, что основная озабоченность по поводу сбалансированности мировых рынков стали в 2007-2008 годах связана с угрозой избыточного предложения, вызванного китайским экспортом. Однако эта озабоченность смягчается благоприятным прогнозом спроса на сталь (обусловленного ростом как мирового, так и китайского ВВП, темпы которого, как ожидается, будут медленнее, чем 2006 году, но все же останутся на хорошем уровне в 2.8% и 10%, соответственно) и ограниченным предложением металлического лома и железной руды. При этом ожидается, что согласованное в ходе переговоров увеличение на 9.5% цены на железную руду в 2007 году окажет дополнительное давление на показатели рентабельности китайских сталепроизводителей и все еще высокие цены на коксующийся уголь.

Мы также полагаем, что глобальная консолидация в сталелитейной отрасли приведет к усилению рыночных позиций сталепроизводителей на переговорах как с поставщиками железной руды и коксующихся углей, так и с потребителями стали. Ожидается, что увеличение концентрации в производстве стали улучшит способность производителей (путем снижения объемов производства) на возможное понижение цен на сталь.

Мы ожидаем, что в 2007-2008 гг. цены на сталь останутся почти без изменений в связи с замедлением темпов роста мирового спроса, а

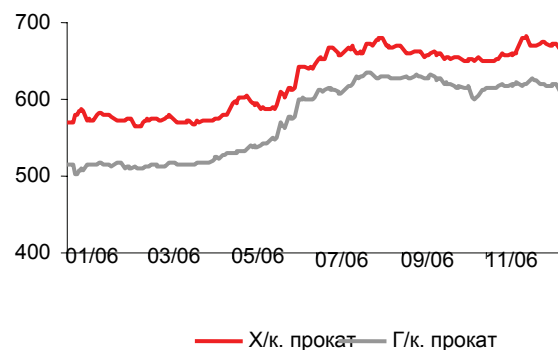
также ожидаем, что премия внутреннего рынка составит 10% по отношению к экспорту в страны СНГ.

Илл. 10: Экспортные цены на российскую сталь, \$/т



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Bloomberg

Илл. 11: Цены внутреннего рынка на российскую сталь, \$/т



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 12: Цены на сталь в 2002–2008П гг.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007П	2008П	03/02	04/03	05/04	06/05	07/06	08/07
Цены внутр. рынка, \$/т													
ХК сталь без НДС	271	395	545	623	625	613	579	46%	38%	14%	0%	-2%	-6%
ГК сталь без НДС	213	322	495	561	576	530	496	51%	54%	13%	3%	-8%	-6%
Цены экспорта в СНГ, \$/т													
ХК сталь	273	382	578	548	567	557	526	40%	51%	-5%	3%	-2%	-6%
ГК сталь	222	281	515	451	497	482	451	27%	83%	-12%	10%	-3%	-6%
Внутренняя премия / (скидка), \$/т													
ХК сталь	-2	13	-33	74	57	56	53	-	-	-	-	-	-
ГК сталь	-8	42	-19	110	79	48	45	-	-	-	-	-	-
Внутренняя премия / (скидка), %													
ХК сталь	-1%	3%	-6%	14%	10%	10%	10%	4%	-9%	19%	-3%	0%	0%
ГК сталь	-4%	15%	-4%	24%	16%	10%	10%	19%	-19%	28%	-8%	-6%	0%

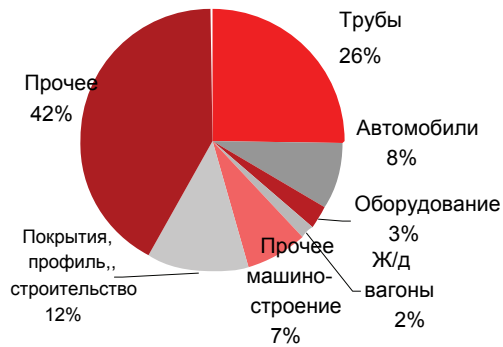
Источник: Bloomberg, Металлторг, Отдел исследований Альфа-Банка

Обзор российской сталелитейной промышленности

Спрос на сталь в России остается высоким

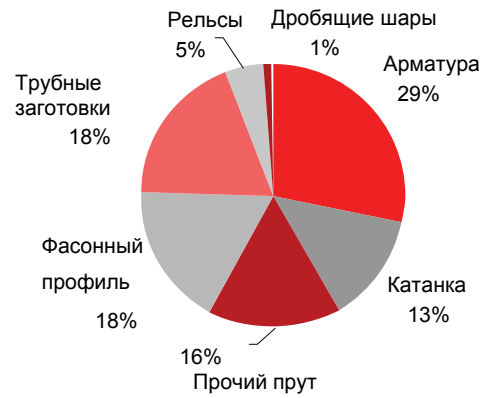
- **В 2006 году крупнейшими потребителями стали в России были трубопрокатная и строительная отрасли.** С точки зрения внутреннего потребления плоского проката, по данным Металл Эксперт, крупнейшими потребителями были трубопрокатная промышленность – 26%, производство покрытий, профилей и строительная отрасли – 12%, а также производители автомобилей – 8%. С точки зрения внутреннего потребления сортового проката большая часть потребления пришлось на строительство, в том числе арматурная сталь – 29%, сортовой прокат фасонного профиля – 18% и трубы – 18%.
- **В 1999-2006 гг. совокупные темпы годового роста производства труб в России составили 12.6%. Ожидается, что потребление продолжит расти.** По данным Росстата, в 2006 году общий объем производства труб в России достиг 7.9 млн т, что на 18% больше, чем в 2005 г. Мы ожидаем, что в дальнейшем потребление труб будет определяться рядом факторов, включая бурение нефтяных скважин, протяженность которых в период 2005-2010 гг. должна вырасти на 7.9% в среднегодовом исчислении и к 2010 году достичь 14 900 км в год. Планы строительства трубопроводов в России, имеющиеся на настоящее время, предполагают прокладку приблизительно 25 тыс км в период с 2007 по 2015 гг. В замене нуждается в общей сложности 223 тыс км устаревшей трубопроводной инфраструктуры, в том числе 160 тыс км газопроводов и 48 тыс км нефтепроводов.
- **Среднегодовой рост внутреннего производства железобетонные конструкции в 1999-2006П годах составил 6.4%, ожидается дальнейший рост.** Спрос на железобетонные конструкции определялся ростом жилищного строительства в стране, который в 1999-2006 гг. в среднегодовом исчислении составлял 7.2%. По данным Федерального агентства по строительству и ЖКХ, в 2006-2010 гг. ожидается ускорение среднегодового роста темпов жилищного строительства до 11.4%.
- **Ускоряется рост автомобильного производства в России.** По данным Росстата, среднегодовой рост производства автомобилей в России в 1999-2006П гг. составлял скромные 3.6%, а в 2006 году составил 11.9% год-к-году, составив 1.5 млн штук. Мы ожидаем дальнейшего роста автомобильного производства в России. Недавние изменения российского законодательства обеспечивают благоприятный режим импортных пошлин на первоначальный период деятельности нового автосборочного производства и стимулируют использование деталей российского производства вместо импортных.

Илл. 13: Видимое потребление плоского проката



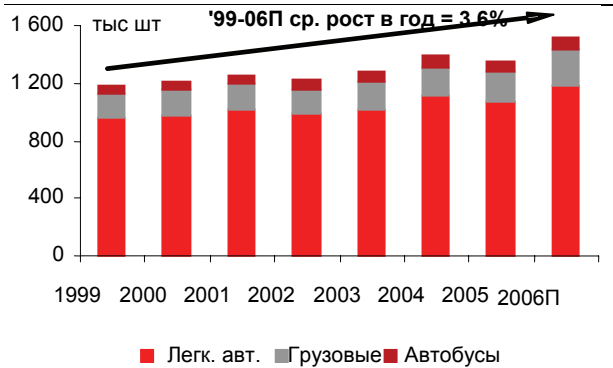
Источник: Металл Эксперт, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 14: Видимое потребление сортового проката



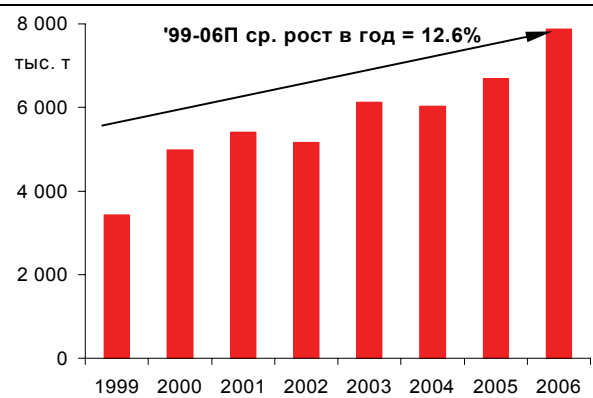
Источник: Металл Эксперт, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 15: Производство автомобилей в России



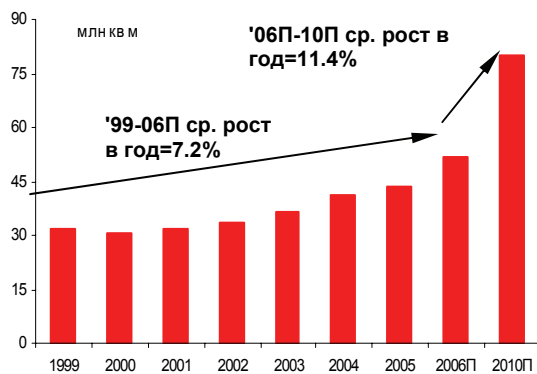
Источник: Росстат, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 16: Производство труб в России



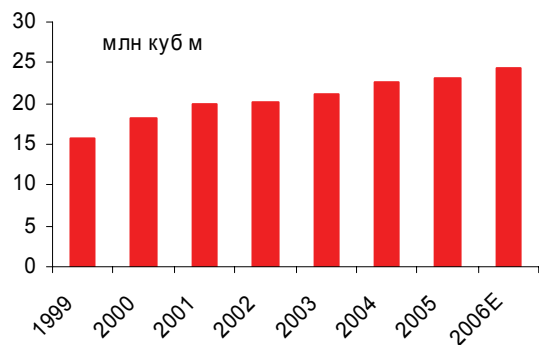
Источник: Росстат, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 17: Жилищное строительство в России



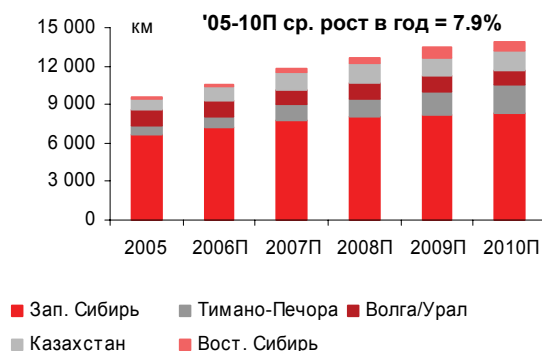
Источник: Росстат, Отдел исследований Альфа-Банка, Федеральное агентство по строительству и ЖКХ

Илл. 18: Производство ЖБК в России



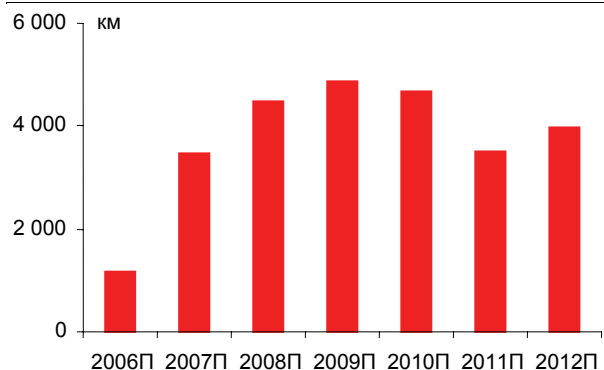
Источник: Росстат, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 19: Бурение нефтяных скважин в России и Казахстане



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 20: Строительство трубопроводов в России*



* предполагая равномерное распределение работ в планируемом периоде строительства трубопроводов
Источник: отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

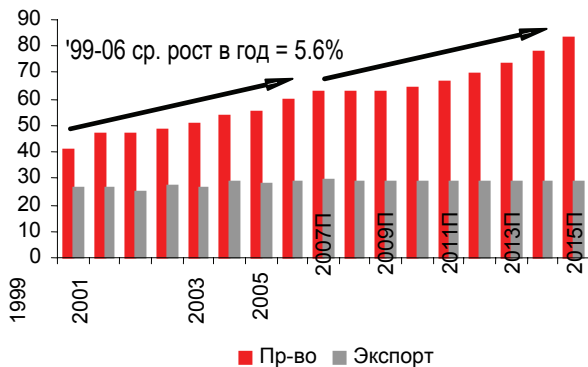
Российский рынок стали продолжит рост

- **Видимый российский спрос на сталь увеличился в 2006 году на 16%, ожидается его дальнейший рост.** Благодаря увеличению ВВП и росту промышленного производства на 6.7% и 4%, соответственно, видимое потребление проката в 2006 году возросло на 16% и достигло 35.6 млн тонн. С точки зрения конечного использования рост был обусловлен спросом со стороны трубопрокатной промышленности, которая выросла на 18%, и строительной отрасли, выросшей на 16% в денежном выражении. Мы полагаем, что эти две отрасли останутся основными движущими силами внутреннего спроса на сталь, который, как ожидается, в 2007 году увеличится еще на 12-15%, а средние темпы годового роста в период с 2007 по 2015 г. составят 6%.
- **Российское производство проката увеличилось в 2006 году на 6,5%, ожидается его дальнейший рост.** По информации Госкомстата России, производство проката в стране возросло на 6.5% год-к-году и достигло в 2006 году 58.2 млн т. Мы ожидаем, что этот рост продолжится благодаря инвестициям в инфраструктуру и росту строительной и трубопрокатной отраслей. Ожидается, что в 2007 году производство проката вырастет еще на 5-6%, а среднегодовой темп роста в 2007-2015 году составит 4%.
- **В 2006 году доля российского экспорта в общем объеме продаж снизилась на 3 п.п., ожидается дальнейшее снижение.** В связи с тем, что внутренний рынок продолжал предлагать премию к экспортным ценам, внутренние продажи выросли на 16% год-к-году в натуральном выражении, а рост экспортных продаж составил лишь 2%. В результате в 2006 году экспорт сократился до 48% от общего объема продаж российского проката по сравнению с 51% в 2005 г. С учетом наших ожиданий, что премия для внутреннего рынка сохранится, мы также ожидаем дальнейшего сокращения экспортных продаж российской стали.
- **Структура экспорта заметно сместилась в сторону слябов, данная тенденция будет сохраняться.** В 2006 году экспорт слябов вырос на 28% год-к-году и достиг 8.4 млн т, экспорт сортового проката вырос незначительно, на 3%, в то время как экспорт заготовок снизился на 4%, а экспорт плоского проката уменьшился на 10% год-к-году. В результате в 2006 году доля слябов в экспортных поставках составила 29% по сравнению с 23% в 2005 г., а доля плоского проката в экспорте снизилась с 40% в 2005 г до 35% в 2006 г. Мы ожидаем, что российский рынок сохранит устойчивость, а поставки Евразом и НЛМК слябов на свои прокатные предприятия в Европе и США возрастут, поэтому структура экспортных продаж будет и далее изменяться в сторону увеличения объема слябов и сокращения плоского проката.
- **Российский импорт составил 13% от объема рынка, ожидается, что его доля останется на прежнем уровне.** В 2006 году импорт увеличился на 18% год-к-году и достиг 4.6 млн т. Однако, как и в предыдущем году, доля импорта составила умеренные 13% общего объема российского рынка стали. Крупнейшим поставщиком стали в Россию была Украина, доля которой составила 40% всего объема импорта в 2006 году. В дальнейшем мы ожидаем рост импорта, учитывая привлекательность цен на российском рынке, однако мы

также считаем, что объем импорта не претерпит серьезных изменений и останется на прежнем уровне.

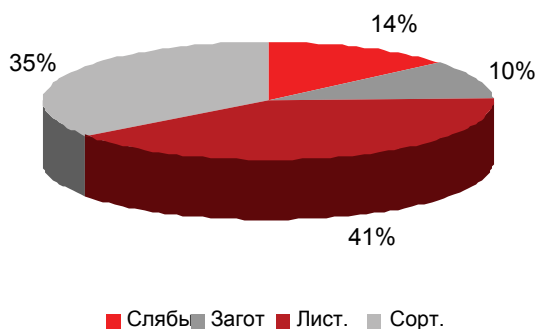
- **Видимый спрос на плоский прокат в 2006 году вызвал наибольший рост всех видов продукции – 20% год-к-году.** Российские сталепроизводители увеличили поставки плоского проката на внутренний рынок на 19% год-к-году, при том, что в 2006 году импорт вырос на 25% год-к-году, но относительно мало изменился по сравнению с 2005 годом и остался на уровне 17% рынка.
- **Видимый спрос на плоский прокат возрос в 2006 году на 12% год-к-году.** Несмотря на солидный рост, спрос на сортовой прокат увеличивался медленнее, чем на полосовую сталь, который вырос на 20% год-к-году. Внутренние производители увеличили производство проката на 13% год-к-году, в соответствии с ростом рынка, сохранив, таким образом, свою рыночную долю.

Илл. 21: Производство/экспорт российской стали, млн т



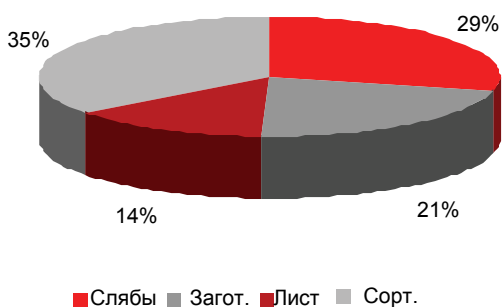
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 23: Производство стали по типам продукции, 2006 г.



Источник: Металл Эксперт, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 25: Экспорт стали по типам продукции, 2006 г.



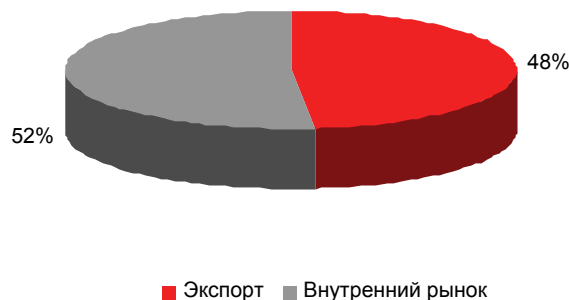
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 22: Российский рынок стали, млн т



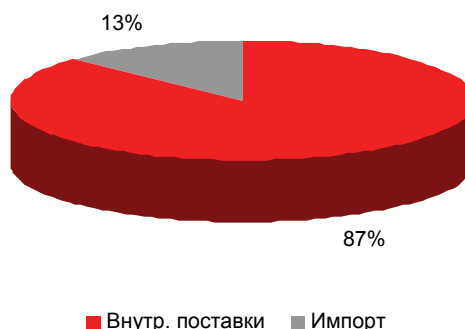
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 24: Продажи стали на внешнем и внутреннем рынках, 2006 г.



Источник: Металл Эксперт, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл.26. Российский рынок стали, 2006 г.



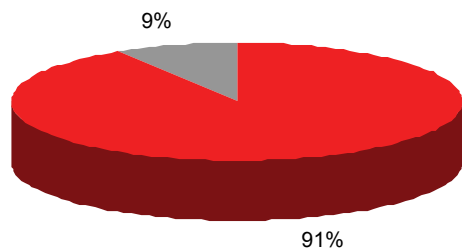
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 26: Российский рынок сортового и плоского проката, тыс тонн

Сортовой прокат	2005	2006	2006/2005
Производство	18.815	20.892	11%
Экспорт	3.990	4.126	3%
Поставки на внутренний рынок	14.826	16.766	13%
Импорт	1.560	1.650	6%
<i>Внутренний спрос</i>	<i>16.386</i>	<i>18.417</i>	<i>12%</i>
Плоский стальной прокат			
Производство	23.274	24.410	5%
Экспорт	11.335	10.164	-10%
Поставки на внутренний рынок	11.939	14.248	19%
Импорт	2.375	2.975	25%
<i>Внутренний спрос</i>	<i>14.314</i>	<i>17.222</i>	<i>20%</i>

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

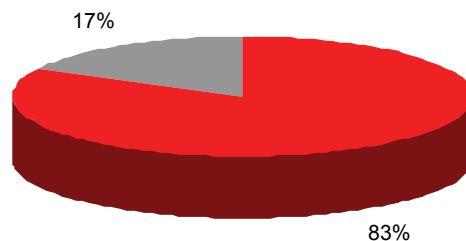
Илл. 27: Российский рынок сортового проката, 2006 г.



■ Внутр. поставки ■ Импорт

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 28: Российский рынок плоского проката, 2006 г.



■ Внутр. поставки ■ Импорт

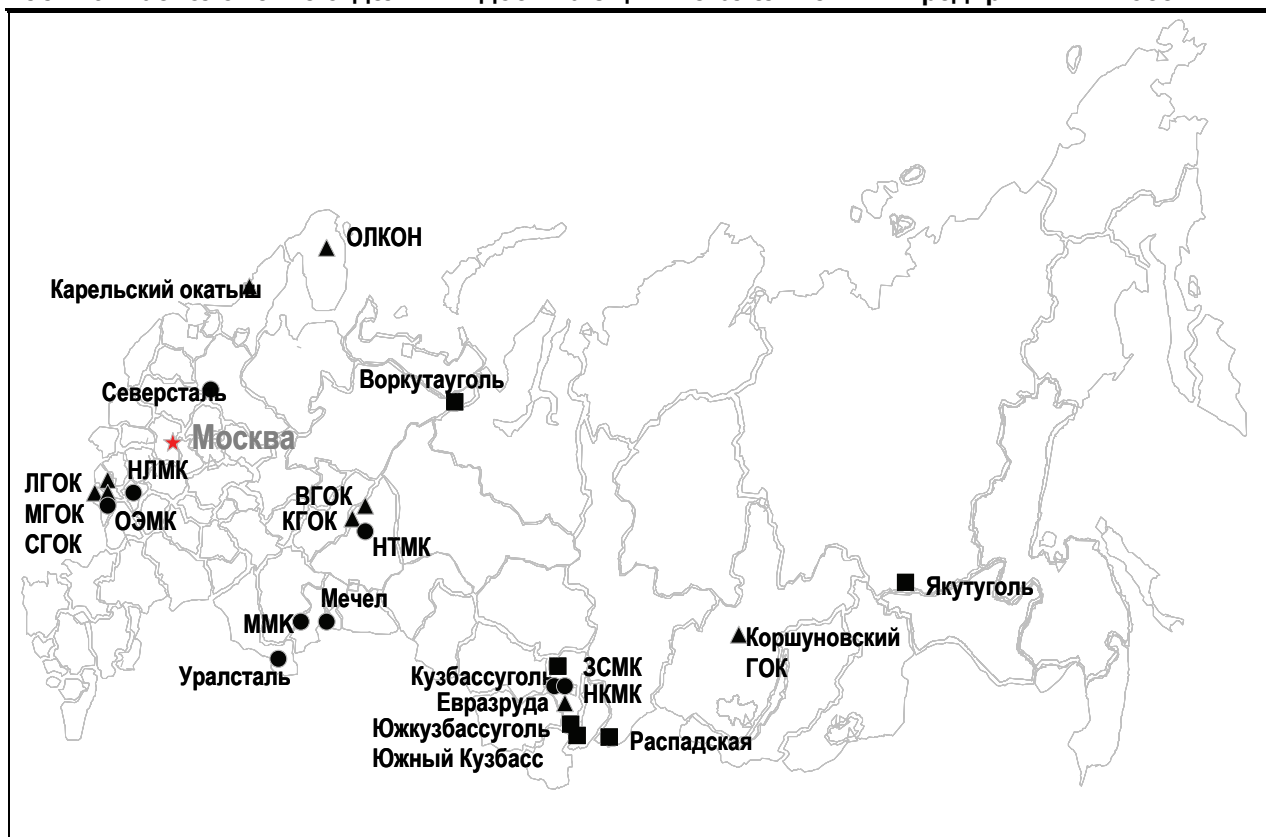
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Описание российской сталелитейной промышленности

- **Высокий уровень концентрации.** В отличие от мировой сталелитейной промышленности, где на 10 крупнейших компаний приходится всего 28% общего объема производства, сталелитейная отрасль в России гораздо более концентрирована. На шесть крупнейших производителей стали – Евраз, ММК, Северсталь, НЛМК, Металлоинвест и Мечел – в 2006 году приходилось около 85% внутреннего объема производства стали. После полной консолидации итальянской Lucchini в 2006 г. Северсталь опередила Евраз и стала крупнейшим в России производителем стали с точки зрения общего объема производства, включая производство вне России. Евраз остается крупнейшим производителем стали на территории России.
- **Высокая концентрация производства стали в большинстве видов продукции.** В 2006 г. почти 90% производимого в России плоского проката выпускали ММК, Северсталь и НЛМК. Производство сортового проката сконцентрировано в Евразе и Мечеле, при этом в 2006 г. Евраз произвел 32% всего выпущенного в России сортового проката, а принадлежащий Мечелу Челябинский металлургический завод – 9%.
- **Вертикальная интеграция с добывающей отраслью.** За исключением ММК, все остальные крупные российские производители стали вертикально интегрированы, т.е. самостоятельно обеспечивают себя железной рудой, что дает им конкурентное преимущество на мировом рынке. Кроме того, большинство производителей стали, такие как Евраз, Северсталь, НЛМК и Мечел, также владеют предприятиями по добыче коксующегося угля.
- **Благоприятное географическое расположение.** Большинство российских сталелитейных заводов (за исключением принадлежащих Евразу НКМК и ЗСМК) находятся в европейской/уральской части страны, близко к крупнейшим потребителям и железнодорожным путям, по которым продукция доставляется в порты Балтийского и Черного морей.
- **ММК – крупнейший российский экспортер плоского проката.** ММК, который является крупнейшим российским производителем плоского проката (38% объема производства в России), также является крупнейшим экспортером плоского проката, в 2006 году на долю ММК приходилось 51% всего российского экспорта этого вида продукции. 25% российского экспорта плоского проката приходится на Северсталь и 17% – на НЛМК.
- **Евраз – крупнейший российский экспортер сортового проката.** Доля Евраза в российском экспорте сортового проката составляет 30%, из которых 21% приходится на ЗСМК и 9% – на НТМК. 22% экспортируемого из России сортового проката произведено на принадлежащем Металлоинвесту ОЭМК и 11% – на Челябинском металлургическом комбинате компании Мечел.
- **Почти все производимые в России слябы заготовки идут на экспорт, крупнейшим экспортером является НЛМК.** НЛМК и Евразу в сумме принадлежит почти 90% объема российского

экспорта плоских заготовок, при этом доля НЛМК составляет 46%, а доли принадлежащих Евразу ЗСМК и НТМК – 22% и 19%, соответственно. На долю Евраз также приходится 31% всего российского экспорта круглых заготовок. Доля Металлинвеста (Уральская Сталь, ОЭМК) в структуре российского экспорта круглых заготовок составляет около 32% , а доля Челябинского металлургического комбината компании Мечел – 13%.

Илл. 29: Расположение отдельных добывающих и сталелитейных предприятий в России



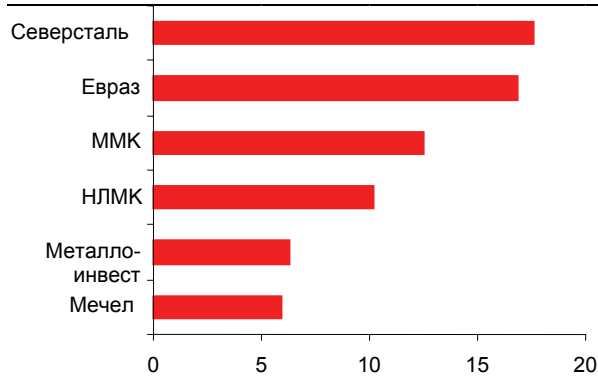
Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 30: Активы крупнейших российских производителей стали

Группа	Сталеплавильные активы		Добывающие активы	
	В России	За рубежом	Основные активы по добыче железной руды	Основные угледобывающие активы
	млн т. стали в 2005 г.	млн т	млн т в 2005 г.	млн т в 2005 г.
ЕвразГрупп	НТМК (5.6).	Палини (0.4).	КГОК (8.6).	Распадская (9.7) ⁽¹⁾
	ЗСМК (5.7).	Витковице (0.9).	Евразруда (5.8).	Южсталь (17.1) ⁽²⁾
	НКМК (2.6).	Орегон (1.7).	ВГОК (2.6).	
Северсталь	Череповецкий металлургический комбинат (10.8)	SNA (2.4).	Олкон (4.0).	Воркутауголь (6.9).
		Lucchini (3.4).	Карельский окатыш (8.8)	Кузбассуголь (1.8)
ММК	ММК (11.4)	-	-	-
НЛМК	НЛМК (8.5)	Dansteel (0.4).	Стойленский ГОК (10.9).	Прокопьевскуголь (4.4)
		Dufargo		
Мечел	ЧМК (4.6).	Заводы в Румынии (0.7).	Коршуновский ГОК (4.5)	Южный Кузбасс (15.6).
	Ижсталь (0.5)	Мечел Нямунас		Якутуголь (8.9) ⁽³⁾
Металлинвест	Уральская сталь (3.6)	-	Михайловский ГОК (15.8)	-
	ОЭМК (2.5)	-	Лебединский ГОК (20.5)	-

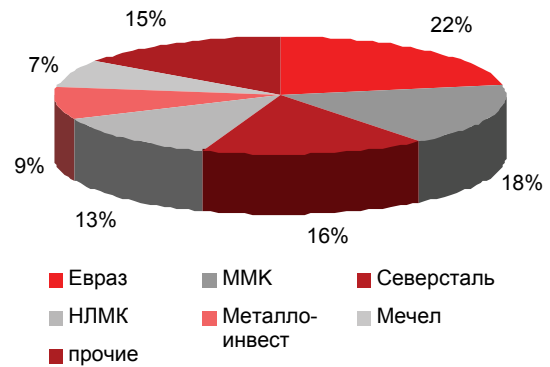
Источник: отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка. Примечания: (1) Евразу принадлежит 40% акций; (2) Евразу принадлежит 50% акций; (3) Мечелу принадлежит 25%+1 акция.

Илл. 31: Произ-во. стали в 2006П г., млн т



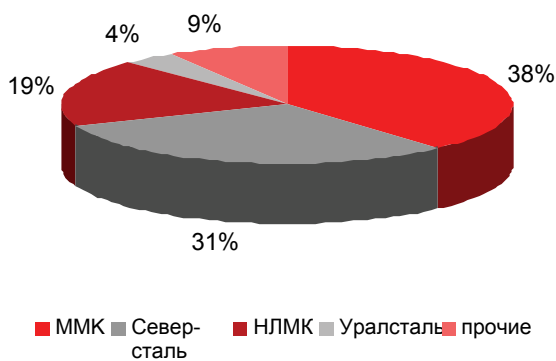
* предварительный прогноз производства для Северстали с Lucchini, Евраз с Орегоном, НЛМК с 50% СП с Dufresco
 Источник: отчеты компаний, отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 32: Доли в российском производстве в 2006П г., т



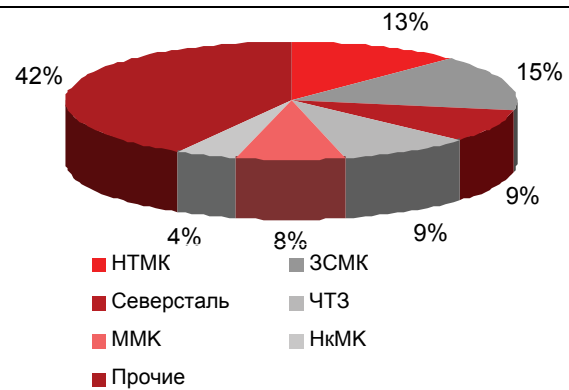
* сталь
 Источник: отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 33: Производство плоского проката в России в 2006 г., т



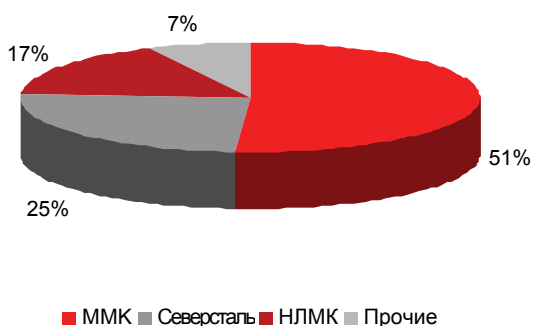
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 34: Производство сортового проката в России в 2006 г., т



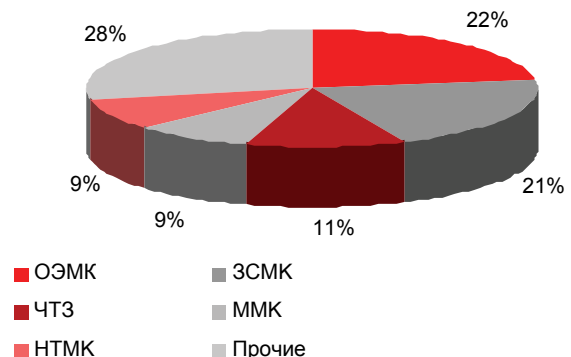
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 35: Российский экспорт плоского проката в 2006 г., т



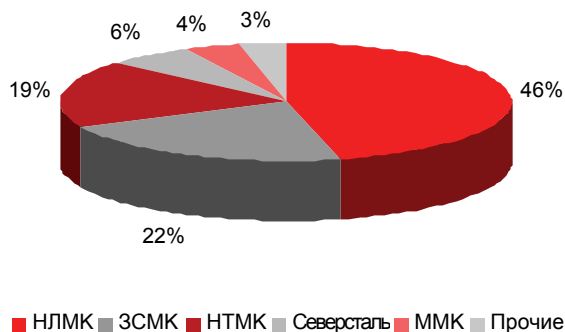
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 36: Российский экспорт сортового проката в 2006 г., т



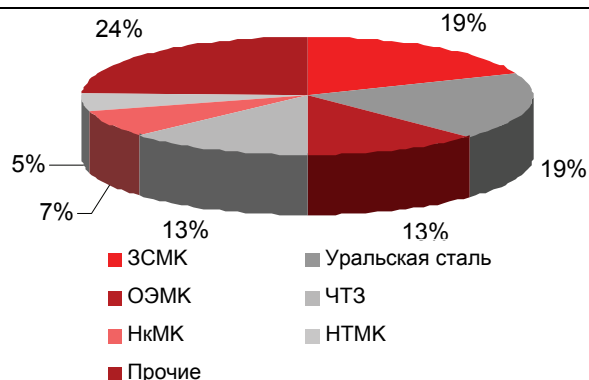
Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 37: Российский экспорт слябов в 2006 г., т



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 38: Российский экспорт заготовок в 2006 г., т



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Технология производства стали – Россия быстро сокращает разрыв

Доля российской стали, полученной в МП, снизилась с 50% в 1990 г. до 18% в 2006 г.

Однако использование МП остается намного выше среднемирового показателя в 3%

Наиболее технологически развитыми являются НЛМК, Северсталь и ММК

НЛМК имеет самую низкую себестоимость производства в российской сталелитейной отрасли

За последние несколько лет российские производители стали значительно модернизировали свои производственные активы. Например, количество стали, выплавляемой в устаревших мартеновских печах (МП), сократилось с 50% общего объема российского производства в 1990 г. до 19% в 2005 г., ожидается, что по итогам 2006 года этот показатель снизится до 18%. В настоящее время большая часть нерафинированной стали выплавляется в конвертерных печах (КП), на долю которых приходится 60% всего российского производства, и в электродуговых печах (ЭДП), на долю которых приходится 21%.

С точки зрения мировых стандартов Россия почти достигла среднего международного уровня - 64% стали, выплавляемой в КП (Международный институт стали и железа, Чермет), - но МП все еще относительно широко используются в России по сравнению со средним международным показателем в 3%. 90% общемирового использования МП приходится на сталепроизводителей стран СНГ, в числе которых на долю России приходится около 40%. Россия также отстает от других стран с точки зрения использования непрерывного литья, на долю которого приходится лишь 66% объема производства в стране, что намного меньше среднемирового показателя (90%).

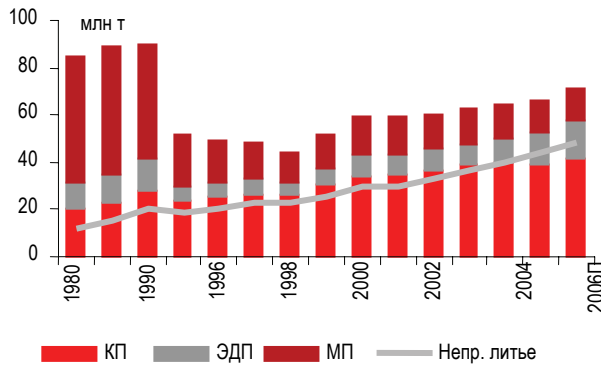
Среди крупнейших российских производителей стали наиболее технологически развитыми являются производители плоского проката Северсталь, ММК и НЛМК. Наибольшая доля продукции, полученной с использованием МП и разлива в слитки, свойственна ЕвразГрупп. Значительная доля продукции компании Мечел также получается методом разлива в слитки.

Российские производители стали продолжают модернизировать свою технологическую базу. Так, по данным Металл Эксперт, ожидается, что выплавка в МП уже к 2009-2011 гг. в России снизится до 10%.

Наиболее современные производственные мощности среди крупнейших российских производителей стали принадлежат НЛМК. Этот комбинат отличается также наименьшей себестоимостью производства слябов, которая, по данным Металл Эксперт, в декабре 2006 г. составляла \$204

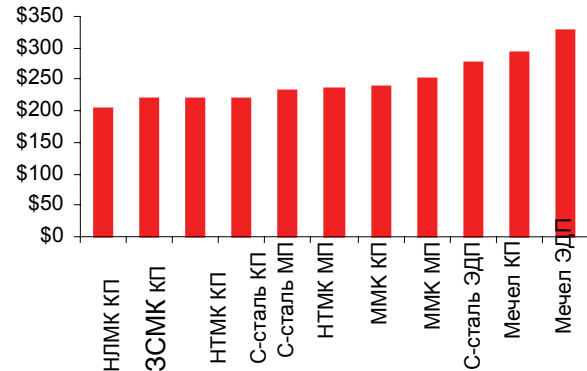
за тонну, что почти на 20% ниже, чем в среднем по России (\$251 за тонну).

Илл. 39: Производство стали в России



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 40: Себестоимость заготовок, \$/т



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Металл Эксперт

Илл. 41: Технологии, используемые в России, по компаниям*

Группа	Технологический уровень, % к объему производства	
	Мартеновские печи	Разливка в слитки
Северсталь	10%	10%
ММК	5%	0%
НЛМК	0%	0%
ЕвразГрупп	20%	66%
Мечел	0%	63%

* По последним имеющимся данным

Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Российские сталепроизводители становятся глобальными игроками, приобретая в основном прокатные мощности

Крупнейшие российские производители стали в 2005-2007 гг. потратили \$5.7 млрд на международные приобретения и слияния

За последние два года мы наблюдали целый ряд международных приобретений, инициаторами которых были российские производители стали. По нашей оценке, к настоящему времени три наиболее активные в этом отношении компании – Евраз, НЛМК и Северсталь – в совокупности израсходовали почти \$5.7 млрд на приобретение активов за рубежом. Наиболее крупным приобретением пока является покупка Евразом компании Oregon Steel за \$2.3 млрд в этом году. В своей международной активности по слиянию и поглощению российские сталепроизводители фокусируются, главным образом, на приобретении прокатных предприятий, выпускающих различные нишевые виды продукции с высокой добавленной стоимостью.

Однако, вероятно, наиболее заметной стала неудачная попытка Северстали сыграть роль "белого рыцаря" для компании Arcelor, когда Mittal сделала попытку ее принудительного поглощения. Держатель контрольного пакета акций Северстали Алексей Мордашов, который на тот момент управлял 90% акций компании, предложил Arcelor

Неудачная попытка слияния Северстали и Arcelor могла стать прецедентом утраты Россией контроля над активами

возможность объединить их активы. Ожидалось, что в результате сделки Мордашов получит 32% и 25% акций в объединенном предприятии по условиям первоначального и пересмотренного предложений, соответственно.

Эта несостоявшаяся сделка стала прецедентом для российской сталелитейной отрасли не только с точки зрения масштабов, но и как первая сделка, которая могла привести к утрате контроля над российскими сталеплавильными активами, и, предположительно, планировалась с согласия Кремля. Мы рассматриваем такое развитие событий как в целом благоприятное для российской сталелитейной промышленности, поскольку она оказывается сильнее вовлеченной в международную деятельность по слиянию и поглощению. Однако мы все еще полагаем, что любое участие российских сталепроизводителей в крупных международных сделках, особенно таких, которые могут привести к переходу контроля над российскими активами за рубеж, требует неофициального одобрения со стороны Кремля.

Илл. 42: Отдельные приобретения крупнейших российских производителей стали в 2005-2007 гг.

Дата	Приобретатель	Приобретенная компания	Отрасль	Приобретенный пакет акций	Объем сделки	EV	Объем произ-ва ⁽¹⁾	Объем продаж (на 100% основе)	ЕБИТДА (на 100% основе)	Рентабельность ЕБИТДА	EV/ЕБИТДА	EV/Произ-во
				%								
Сталь в 2006 г.												
Янв-07	Евраз	Oregon Steel	Сталь	100.0%	2 285	2 285	1 730	1 585	346	22%	6.6	1 321
Дек-06	НЛМК	СП с Dufenco	Сталь	50%	805	1 610	4.5	2 600	346	13%	4.7	358
Окт-06	Северсталь	Lucchini	Сталь	50.82	697	1 372	3.4	2 992	332	11%	4.1	403
Авг-06	НЛМК	ВИЗ-Сталь	Сталь	100%	550	550	0.2	550	300	55%	1.8	2 750
Авг-06	Евраз	Vitkovice Steel	Сталь	1.0%	3	313	870	697	129	19%	2.4	359
Ноя-06	Евраз	Vitkovice Steel	Сталь	99.0%	300	303	870	697	129	19%	2.3	348
Всего / в среднем в 2006 г.					4 640			6 839	1 453	23%	3.7	923
Сталь в 2005 г.												
Дек-05	НЛМК	Dan Steel	Сталь	100%	104	104	0.5	362	49	14%	2.1	208
Ноя-05	Евраз	Vitkovice Steel	Сталь	99.0%	300	303	870	697	129	19%	2.3	348
Авг-05	Евраз	Palini e Bertoli	Сталь	75.0%	119	159	356	225	50	22%	3.1	446
Май-июнь-05	Северсталь	Lucchini	Сталь	19.9	176	884	3.4	2 992	332	11%	2.7	260
Всего / в среднем в 2005 г.					699			4 276	560	17%	2.6	316
Проч.												
Июль-06	Евраз	Highveld Strategic Minerals Corporation	Ванадий	24.9%	208	858	н/д	1 124	510	45%	1.7	н/д
Авг-06	Евраз	Highveld Strategic Minerals Corporation	Ванадий	73.0%	110	151	11 350	258	108	42%	1.4	13 276

(1) производство стали в млн т, производство ванадия представлено в пересчете на V₂O₅
 Источник: отчеты компании, отдел исследований Альфа-Банка

Внутренняя консолидация: в ожидании мегаслияний

Северсталь может стать участником глобальной консолидации

Алексей Мордашов, владелец контрольного пакета акций Северстали, хочет сделать эту компанию игроком действительно мирового уровня. Об этом говорит предпринятая попытка слияния с Arcelor. Кроме того, Мордашов получил от Кремля уникальный карт-бланш на передачу контроля над Северсталью иностранным акционерам. В связи с этим мы рассматриваем Северсталь как участника глобальной консолидации в сталелитейной отрасли.

Ожидается, что Евраз, 41% акций которой принадлежит Абрамовичу, станет консолидатором российских производителей стали

В 2006 г. российский миллиардер Роман Абрамович купил 42% акций крупнейшей в России компании по производству стали – ЕвразГрупп. С тех пор о Евразе говорят как о платформе для консолидации российской сталелитейной промышленности. До настоящего времени Евраз участвовал в выборочном приобретении сталепрокатных предприятий в других странах и создании ванадиевого холдинга. Мы не ожидаем, что Абрамович сузит свое участие до роли пассивного финансового инвестора. Напротив, весьма вероятно, что он сыграет роль посредника, который объединит ключевых игроков российской сталелитейной отрасли.

Газметалл (Металлинвест) рассматривает возможность слияния с ИСД, а также проявляет интерес к Евразу и Северстали

Как обсуждалось в российской прессе в феврале 2007 года, Газметалл (Металлинвест) приступил к переговорам с украинской компанией Индустриальный союз Донбасса о возможном слиянии. В случае если оно состоится, объединенная компания будет добывать почти 40 млн т железной руды и производить почти 15 млн т стали с перспективой наращивания объемов производства до 20 млн т в ближайшие три года. Кроме того, по сообщениям российской и британской прессы, владелец контрольного пакета акций Газметалла Алишер Усманов также выразил желание рассмотреть возможность слияния с Евразом или Северсталью.

Контракт на 10 лет с ССГПО снижает потребность ММК в покупке железнорудных активов

ММК остается единственным в России производителем стали, не имеющим собственных значительных поставок железной руды. Почти все свое сырье компания получает от Соколовско-Сарбайского ГОКа (ССГПО), расположенного вблизи казахской границы. Хотя ССГПО кажется естественным кандидатом на слияние с ММК, предстоящее первоначальное публичное предложение акций компании ENRC, владеющей ССГПО, приводит нас к выводу о том, что слияние ММК с ССГПО в ближайшей перспективе маловероятно. В феврале 2007 г. ММК объявил о подписании давно ожидавшегося десятилетнего контракта с ССГПО, который, по нашим оценкам, обеспечит около 85% долгосрочных потребностей ММК в железнорудном концентрате. Результатом стало снижение необходимости ММК в вертикальной интеграции с предприятиями по добыче железной руды.

НЛМК, скорее всего, сохранит самостоятельность

С нашей точки зрения, при наиболее высоких показателях рентабельности среди российских производителей стали, вертикальная интеграция и сильные позиции в ряде видов продукции с высокой добавленной стоимостью НЛМК вполне комфортно чувствует себя в роли независимой компании.

Российские сталелитейные компании стоимостью \$30 млрд станут публичными

Мечел стал первым крупным российским производителем стали, который провел первичное размещение акций на международной бирже. В конце 2004 г. Мечел разместил 11.5% от акций в обращении в ADR на NYSE по цене \$21 за ADR.

Оценка IPO выросла с 2.7х EV/EBITDA для Евраза в июне 2005 г. до 4.6х для Северстали в ноябре 2006 г.

После первичного размещения акций российских сталелитейных гигантов в 2005-2006 гг. произошло постепенное повышение оценки отчасти благодаря одновременному улучшению рыночных условий. В июне 2005 г. ЕвразГрупп разместила 8.3% акций на LSE, Лондон, по \$14.5 за GDR, в результате оценка Евраза составила \$5.7 млрд, коэффициент EV/EBITDA в 2005П составил 2.7х, что было примерно равно оценке российских аналогов и ниже чем сталелитейные компании стран с развивающейся экономикой. В декабре 2005 г. НЛМК продал 7% акций на LSE, Лондон по \$1.45 за акцию, в результате оценка компании составила \$8.7 млрд, а коэффициент EV/EBITDA составил 3.4х, что представляло небольшую премию по сравнению с аналогичными российскими компаниями. В ноябре 2006 г. Северсталь разместила 9% своих акций в Лондоне по \$12.5 за GDR, в результате оценка компании составила \$12.7 млрд, а коэффициент EV/EBITDA составил 4.6х, что подразумевало премию по сравнению с аналогичными российскими компаниями.

Илл. 43: Последние IPO российских сталелитейных компаний

Дата IPO	Компания	Размещено акций, млн	Размещено акция, в % к общему кол-ву	GDR цена IPO, \$	Рын. кап. IPO, \$ млн	EV/EBITDA при IPO	Средний EV/EBITDA аналогов с развивающихся рынков при IPO ⁽¹⁾	Средний EV/EBITDA российских аналогов при IPO*
Июн-05	Евраз ⁽²⁾	97	8.3%	14.5	5.084	2.7	3.3	2.7
Дек-05	НЛМК	420	7%	14.5	8.700	3.4	3.1	3.3
Ноя-06	Северсталь ⁽³⁾	85	9%	12.5	12.738	4.6	5.2	4.4

(1) 2005П для Евраза и НЛМК, 2006П для Северстали.

(2) В январе 2006 г. ЕвразГрупп дополнительно разместила 21 млн GDR по \$18.5 за штуку, что повысило свободное обращение до нынешних 15%.

(3) Одновременно с лондонским IPO компания провела дополнительную эмиссию акций, в результате которой свободное обращение акций компании увеличилось с 10% до 19%.

Источник: Отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

Ожидается, что в середине 2007 г. ММК проведет IPO на \$10-11 млрд

ММК, единственный из крупных российских производителей стали, не представленный на зарубежных фондовых рынках, планирует провести IPO в Лондоне в середине 2007 года. ММК – крупнейший российский производитель плоского проката, выпустил в 2006 году 12.5 млн т стали, 18% всего внутреннего производства. Размещение акций на Лондонской бирже должно послужить основным катализатором для компании, поскольку в настоящее время ММК отличается наименьшей ликвидностью среди российских сталелитейных гигантов, имея в свободном обращении лишь 3% акций. С учетом нынешней оценки сталелитейных компаний мы ожидаем, что оценка ММК составит \$10-11 млрд.

В случае слияния с ИСД Газметалл может провести IPO на сумму \$16-18 млрд в 2007-08 гг.

По информации российской прессы, находящаяся в частной собственности компания Газметалл (Металлинвест) планирует слияние с украинской компанией Индустриальный союз Донбасса (ИСД). В течение года после слияния Газметалл рассмотрит возможность проведения IPO в Лондоне. При условии успешного завершения слияния объединенная

компания добьется уникального позиционирования в качестве крупного игрока на рынке железной руды с уровнем добычи приблизительно 40 млн т в год (40% всего объема добычи в России). Кроме того, компания потенциально станет одним из крупнейших производителей стали в СНГ. В настоящее время компания производит 15 млн т стали в год, ожидается, что в ближайшие три года объем производства увеличится до 20 млн т в год. Газметалл сам по себе мог бы быть оценен в \$10-12 млрд, а прибавление активов ИСД может поднять общую стоимость компании до \$16-18 млрд.

Рентабельность снизилась в 1П06, но в 2П06 ожидается улучшение

Мы сравнили самые последние финансовые показатели крупнейших российских производителей стали за 1П06. На момент публикации этого отчета компаниями Мечел и НЛМК были опубликованы только финансовые показатели на 9М06.

В 1П06 средние цены на экспорт стали в страны СНГ снизились примерно на 10% год-к-году, что было скомпенсировано увеличением производства стали в натуральном выражении большинством производителей, за исключением Мечела. В результате российские производители стали сообщили об отсутствии изменений в выручке в 1П06, заметными исключениями стали НЛМК (+9%) и Мечел (-7%).

ММК, с предстоящим IPO в Лондоне, и Евраз продемонстрировали самые положительные сдвиги в финансовых показателях 1П06, сократив рентабельность по EBITDA на 2% по сравнению со снижением на 10-11% у НЛМК и Северстали. Однако НЛМК сохранил лидерство с точки зрения доходности при рентабельности EBITDA в 42% в 1П06, на 14 п.п. выше, чем в среднем по России.

В 2П06 мы ожидаем роста цен на сталь, экспортируемую в страны СНГ, на 9-16%, при том, что цены на железную руду (кроме окатышей) и коксующиеся угли останутся почти без изменений. Это должно привести к улучшению финансовых показателей крупнейших российских производителей стали. Две компании, которые уже опубликовали свои результаты за 9М06, Мечел и НЛМК, сообщают о повышении коэффициентов рентабельности EBITDA с 18% в 2Кв06 до 27% в 3Кв06 и с 43% до 48%, соответственно.

Илл. 44: Финансовые показатели отдельных российских производителей стали в 1П06, \$ млн

	1П06					1П05					1П06/1П05, %				
	CHMF	NLMK	MMK	EVR	MTL	CHMF	NLMK	MMK	EVR	MTL	CHMF	NLMK	MMK	EVR	MTL
Выручка	4.377	2.602	2.780	3.825	1.927	4.470	2.377	2.695	3.632	2.079	-2%	9%	3%	5%	-7%
Валовая прибыль	1.274	1.153	1.060	1.305	608	1.911	1.209	969	1.381	800	-33%	-5%	9%	-6%	-24%
Операционная прибыль	710	925	690	938	209	1.377	1.107	729	1.005	362	-48%	-16%	-5%	-7%	-42%
EBITDA	1.104	1.084	785	1.096	295	1.579	1.247	817	1.119	440	-30%	-13%	-4%	-2%	-33%
Чистая прибыль	405	944	588	571	181	877	838	503	612	244	-54%	13%	17%	-7%	-25%
Показатели рентабельности, %															
Валовая	29%	44%	38%	34%	32%	43%	51%	36%	38%	38%	-14%	-7%	2%	-4%	-6%
Операционная прибыль	16%	36%	25%	25%	11%	31%	47%	27%	28%	17%	-15%	-11%	-2%	-3%	-6%
EBITDA	25%	42%	28%	29%	15%	35%	52%	30%	31%	21%	-10%	-11%	-2%	-2%	-5%
Чистая	9%	36%	21%	15%	9%	20%	35%	19%	17%	12%	-10%	1%	2%	-2%	-2%

Источник: Отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

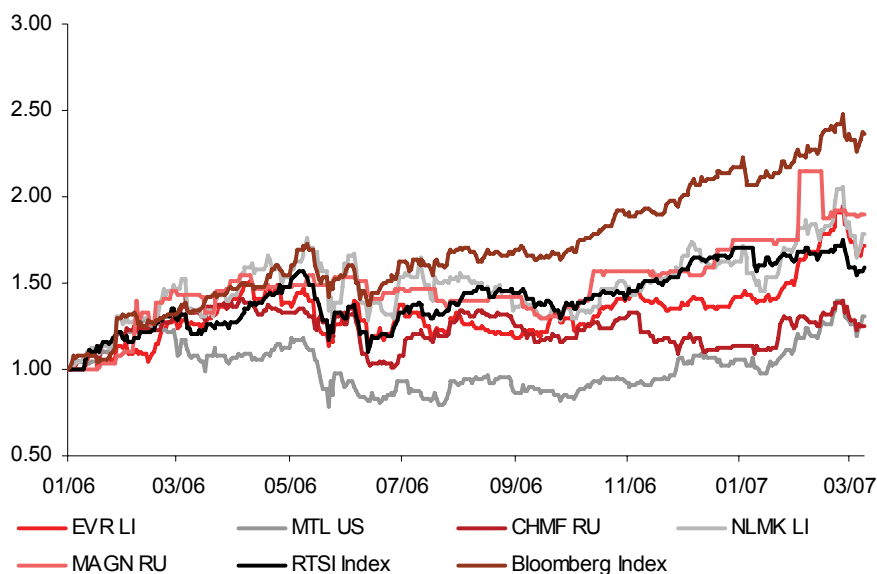
НЛМК: наилучшая динамика акций

В 2006-2007 гг. (до текущей даты) рост акций Евраз, НЛМК и ММК составил 72%, 78% и 90%, соответственно, т.е. они обогнали индекс РТС, который вырос на 59%. Акции Мечела и Северстали за тот же период выросли лишь на 30% и 25%, соответственно. Однако акции всех российских сталепроизводителей значительно отстали от индекса стали Bloomberg (европейские акции), рост которого в 2006-2007 гг. до текущей даты составил 136%.

Со времени лондонского IPO в ноябре 2006 г. акции Северстали оказались позади Евраза и НЛМК. GDR Северстали выросли на 8%, в то время как рост GDR Евраза и НЛМК составил 21% и 23%, соответственно.

НЛМК, Евраз и Мечел демонстрируют относительно близкие уровни ликвидности при средневзвешенном объеме торгов \$5-7.5 млн. ММК, единственный из пяти крупнейших российских сталепроизводителей, не представленный на международных фондовых биржах и имеющий наименьшее свободное обращение, имеет низкую ликвидность со средневзвешенным оборотом \$0.1 млн. Листинг в Лондоне позволил Северстали значительно повысить ликвидность при дневном объеме торгов на LSE \$11.1 млн по сравнению с \$0.7 млн на внутреннем рынке.

Илл. 45: Сравнительная динамика акций в 2006-2007 гг. (до текущей даты), \$



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, Bloomberg

Илл. 46: Статистика торгов в 2006-2007 гг., с начала года

Компания	Последняя цена, \$	Минимум за 52 недели, \$	Максимум за 52 недели, \$	Изм, 2007 г. с начала года, %	Дневной оборот, \$ млн
Евраз	31.10	19.00	35.95	21	7.17
Мечел	31.47	18.59	34.64	24	7.63
НЛМК LI	25.50	18.00	30.00	10	5.04
Северсталь LI	12.35	10.50	14.00	11	11.11
Северсталь RU	12.40	9.95	14.55	11	0.72

Источник: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

Евраз: лидер по производству сортового проката в России, участник консолидации

Основные выводы

В 2006 году Евраз в совокупности произвел 16.1 млн т стали, в том числе примерно 15 млн т – в России. Евраз стал крупнейшим российским производителем стали, его доля составила 22% от общего объема производства в России. Компания также является крупнейшим российским производителем сортового проката, монопольным производителем рельсов и вторым из двух производителей железнодорожных колес.

Плюсы

- **Крупнейший производитель сортового проката в России:** Евраз является монопольным производителем рельсов в России, а также крупнейшим производителем двутавровых балок широкого профиля, швеллеров и арматурных стержней. Компания занимает второе место по производству железнодорожных колес и имеет хорошие возможности для получения выгоды от роста строительства и инвестиций в инфраструктуру российских железных дорог.
- **Обеспеченный долгосрочный спрос на рельсовую продукцию:** Евраз заключил долгосрочный контракт с российским Министерством путей сообщения на общую сумму \$4.8 (126 млрд руб при курсе R26.5/\$) на 2004-2010 гг., по которому компания ежегодно поставляет 450000 колес, 700 тыс т рельсов и 550 тыс т термоустойчивых рельсов до 2010 года.
- **Вертикальная интеграция с производителями сырья:** Основные предприятия компании по производству стали в России на 86% самодостаточны в обеспечении железной рудой и на 100% самодостаточны в обеспечении коксующимся углем.
- **Расширение портфеля прокатных мощностей:** Ряд приобретенных за последние два года прокатных предприятий за рубежом, включая Vitkovice, Palini e Bertoli и Oregon Steel (США), позволяют Евразу повышать показатели рентабельности благодаря поставкам слябов российского производства для дальнейшей переработки и производства добавленной стоимости за рубежом.
- **Ведущий производитель ванадия:** Компания сформировала значительный портфель активов по производству ванадия, начав со своего основного российского поставщика железной руды – Качканарского ГОКА, расширив портфель путем приобретения Highveld и Stratcor, и довела производство пятиоксида ванадия приблизительно до 26.5 тыс т в год. Однако чтобы комиссия Евросоюза утвердила приобретение Highveld, Евразу придется отказаться от отдельных активов Highveld, соответствующих 49% объема производства компанией феррованадия, который составляет 8.6 тыс т.
- **Гибкость переключения между слябами и заготовками:** Располагая мощностями для суммарного производства 5.7 млн т слябов/заготовок в России, компания может изменять долю слябов в структуре

производства от 53% (3 млн т) до 79% (4.5 млн т), в зависимости от изменения рыночной конъюнктуры.

Возможности для роста

- **Реализация ценности ванадиевых активов:** Мы ожидаем, что Евраз, став одним из ведущих мировых производителей ванадия, получит синергетический эффект не только благодаря экономии за счет масштабов и присутствия на мировых рынках, но также благодаря синергии со своим сталелитейным сектором.
- **Активное участие в консолидации внутренних сталелитейных активов:** Учитывая, что 42% акций компании принадлежит Абрамовичу, мы ожидаем, что Евраз будет играть более активную роль в консолидации российской сталелитейной отрасли.
- **Техническая модернизация имеющихся сталелитейных предприятий:** В 2007-2008 гг. компания сделает капвложения на сумму чуть меньше \$800 млн в модернизацию трех последних действующих доменных печей на Запсибе с целью повысить производительность предприятия на 20% до уровня 2.4 млн т в год. Евраз также планирует на 20% увеличить производство арматурной стали на Запсибе и вывести из эксплуатации последнюю мартеновскую печь на НКМК в первом квартале 2007 г.
- **Запуск нерюнгринского угольного проекта:** Проект по добыче угля, реализация которого должна начаться в 2009 г., достигнет полной мощности в 2.7 млн т коксующегося угля к 2010 г., что приведет к увеличению совокупной добычи Евразом коксующегося угля (при условии 100%-ной консолидации Распадской и Южжубассугля) на 10%.
- **Дальнейшие поставки российскому МПС:** Бюджет капвложений этой российской монополии в объеме \$21 млрд предполагает инвестиции в размере \$12.5 млрд в инфраструктуру и \$4.5 млрд – в подвижной состав в 2005-2007 гг.

Минусы и риски

- **Неблагоприятное географическое положение Западно-сибирского металлургического комбината:** Учитывая, что металлургические комбинаты НКМК и ЗСМК расположены дальше к востоку, чем остальные российские сталелитейные предприятия, Евраз несет более высокие транспортные расходы при отгрузке продукции в Европу и через европейские порты.
- **Устаревшая технология производства стали:** 20% продукции компании производится в мартеновских печах и 66% – методом разлива в слитки. Планы Евраза по модернизации предполагают закрытие последней МП на НКМК, однако в ближайшие планы компании не входит закрытие МП на НТМК или замена литейных машин.
- **Рост конкуренции на азиатских рынках со стороны Китая:** Компания активно действует на азиатских рынках, доля которых в выручке компании в 2005 году составила 28%. Частично это объясняется тем, что производственные предприятия компании расположены ближе к востоку. Мы полагаем, что в долгосрочной перспективе это представляет угрозу, поскольку Китай становится чистым экспортером стали и энергично конкурирует на соседних азиатских рынках.
- **Зависимость от одного потребителя и регулируемых тарифов на рельсы и железнодорожные колеса:** Являясь монопольным

поставщиком рельсов для российского МПС, Евраз привязан к этому единственному крупному потребителю. Хотя в настоящее время ценовые условия на рельсовую продукцию вполне удовлетворительны, мы ожидаем, что в будущем компания столкнется с невозможностью дальнейшего поднятия цен в связи с бюджетными ограничениями, отчасти в связи с государственным регулированием железнодорожных тарифов.

- **Способность добиться синергетического эффекта от приобретения Oregon Steel:** Это приобретение дает Евразу возможность переключиться с поставок на азиатские рынки в США. Однако гибкость этого решения будет ограничиваться потребностью Oregon Steel в слябах, которая составляет 1.1 млн т в год при том, что объем их производства Евразом в России составляет 3.6 млн т в год. Евраз также обозначил возможность внедрения американской технологии производства рельсов на своих российских предприятиях. Денежная величина ожидаемого синергетического эффекта пока не ясна, как и то, сможет ли компания оправдать премию, заплаченную за Oregon Steel.

Оценка

Используя модель дисконтированных денежных потоков, мы оцениваем Евраз в \$33.5 за GDR, расчетная цена на 12 месяцев - \$36.7. При нынешней рыночной стоимости компания торгуется по 5.6x EV/EBITDA на 2007П, что представляет незначительную премию в 2% по отношению к аналогичным компаниям с развивающихся рынков, которые в среднем имеют 5.5x EV/EBITDA, и премию в 12% по отношению к аналогичным российским компаниям, средний показатель которых составляет 5.0x 2007E EV/EBITDA. Мы присваиваем акциям Евраза рекомендацию ПОКУПАТЬ при расчетной цене на 12 месяцев в \$36.7 за GDR и потенциале роста 17% от нынешней цены в \$31.5 за GDR.

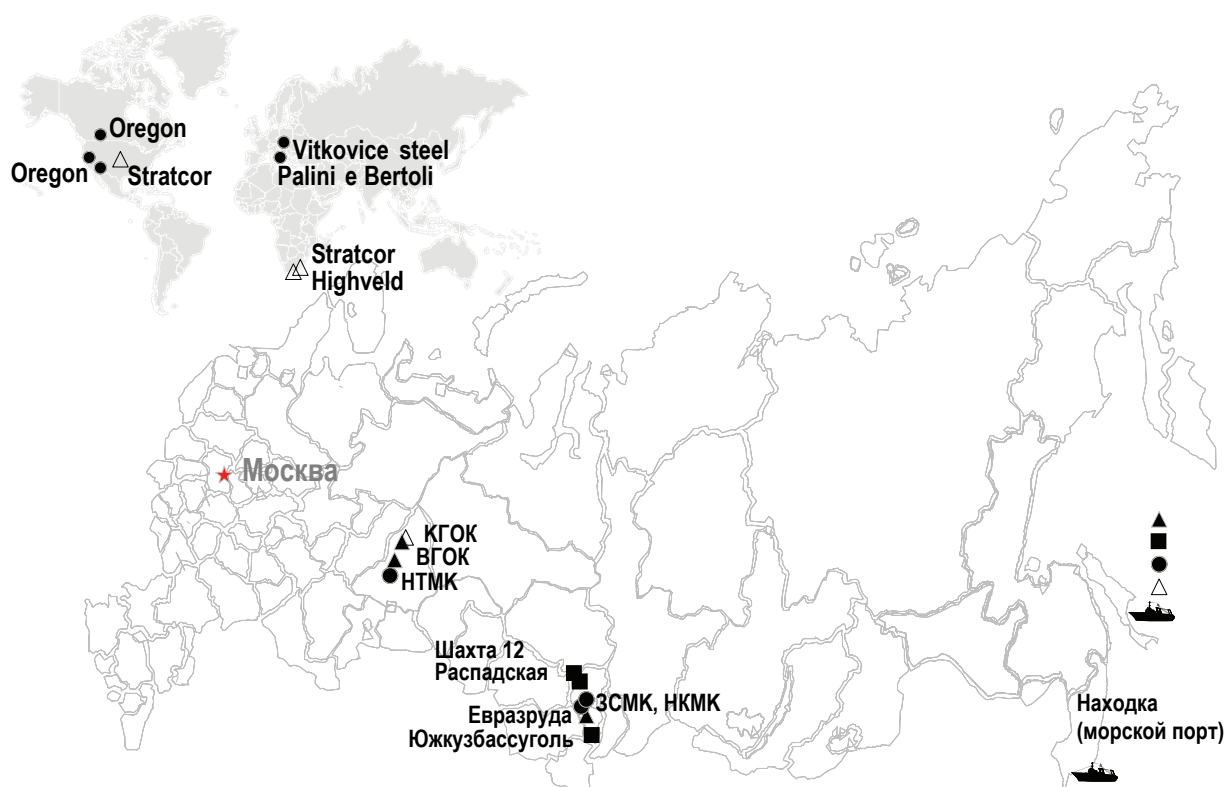
Описание операционных активов

В числе основных активов компании три сталелитейных завода в России: Западно-сибирский (Запсиб), Новокузнецкий (НКМК) и Нижнетагильский (НТМК). Основные активы также включают действующие предприятия по добыче угля и железной руды в России, а также ряд сталепрокатных предприятий за рубежом: Palini e Bertoli (Италия), Vitkovice Steel (Чехия) и недавно приобретенное предприятие Oregon Steel в США. Последнее, но не менее важное: компания владеет портфелем ванадиевых активов, включая Highveld (в Южной Африке) и Stratcor (в США).

Принадлежащее Евразу производство стали в России вертикально интегрировано, 86% потребностей в железной руде и 100% потребностей в коксующемся угле удовлетворяется за счет собственных источников.

В последние два года компания активно расширяется, главным образом, путем приобретения активов за рубежом. В частности, Евраз сосредоточил усилия на приобретении сталепрокатных предприятий, которые могут дать возможность организовать поставку полуфабрикатов российского производства для дальнейшего производства продукции с высокой добавленной стоимостью. Кроме того, Евраз сосредоточился на приобретении ванадиевых активов.

Илл. 47: Расположение основных активов Евраз



Источник: Отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 48: Сводное описание активов Евраз

Актив	Доля на 2007 г.	Вид производства	Объем производства, 2005 г. (млн т, если не указано иное)	Проч.
Сталелитейный сегмент				
Россия				
Западно-сибирский металлургический комбинат (Запсиб)	96.7%	Сталь и прокат	5.7	
Нижний Тагил (НТМК)	95.0%	Сталь и прокат	5.6	Второй по объему производитель железно-дорожных колес в России
Новокузнецкий металлургический комбинат (НКМК)	100%	Сталь и прокат	2.6	Крупнейший производитель рельсов в России и один из пяти крупнейших – в мире
Зарубежные				
Oregon Steel (США)	100%	Сталь и прокат	Прокат, 1.7	Ведущий производитель сортового проката и труб на западном побережье США
Vitkovice Steel (Чехия)	100%	Сталь и прокат	0.9	Крупнейший производитель толстой листовой стали в Чешской Республике
Palini e Bertoli (Италия)	75%+1	Прокат	Прокат, 0.4	
Добывающий сегмент				
Железная руда				
Качканарский ГОК (КГОК)	97.7%	Феррованадиевый концентрат, окатыши и агломерат	8.6, включая 5.2 окатышей	21% первичных поставок ванадия в мире
Высокогорский ГОК (ВГОК)	95.0%	Железная руда и агломерат	2.6 агломератной руды	
Евразруда	100%	Железная руда	5.8, включая 3.3 агломератной руды	
Угли				
Южжубассуголь	50%	Коксующийся и энергетический уголь	17.1, включая 13 коксующегося угля	Крупнейший производитель коксующегося угля в России
Распадская	40%	Коксующийся и энергетический уголь	9.7 коксующегося угля	Второй по величине производитель коксующегося угля в России
Шахта 12	100%	Коксующийся и энергетический уголь	0.6, включая 0.5 коксующегося угля	
Нерюнгриуголь	70%	Коксующийся уголь	-	Планируется начать добычу в 2007 г. и выйти на уровень 2.7 млн т в год к 2009 г.
Ванадий (зарубежные)				
Stratcor (США)	72.8%	Ванадиевые сплавы и химические соединения	11.8 тыс т V ₂ O ₅ (макс.выработка)	40% мирового объема производства ванадиевых соединений и сплавов; 5% мирового объема производства ванадия
Highveld Steel and Vanadium (ЮАР)	24.9% ⁽¹⁾	Ванадий, сортовой прокат, ферросплавы и продукция из углеродистых материалов	14.7 тыс т V ₂ O ₅ , 0.7 млн т стали	Для соответствия требованиям Еврокомиссии Евраз должен отказаться от активов, соответствующих 49% объема производства феррованадия на Highveld
Транспорт				
Находкинский морской порт	94.4%	Морской порт		Расположен на Дальнем Востоке России, обслуживает большую часть экспортных поставок Евраз

(1) Евраз владеет опционом на покупку еще 54.1% акций Highveld при условии утверждения антимонопольными органами
 Источник: Отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

Стратегия приобретений

Стратегия расширения Евраз строится на сильных сторонах его ключевых производств в России, главным образом на его уверенной позиции в производстве отдельных видов сортового проката и масштабном производстве слябов и заготовок. В целом, по нашей оценке, за последние два года Евраз израсходовал приблизительно \$3.7 млрд на сделки по слиянию и поглощению, в том числе \$3.0 млрд на приобретение активов за рубежом. Приобретения Евраза были, главным образом, сосредоточены на следующем:

- **Вертикальная интеграция добывающих активов:** Благодаря приобретению 50% пакета акций Южжубассугля Евраз стал крупнейшим в России производителем коксующегося угля, добавив этот актив к принадлежащим ему 40% акций шахты Распадская, второго по величине в России производителя коксующегося угля.
- **Диверсификация перерабатывающих активов по производству стальной продукции с высокой добавленной стоимостью:** Приобретение Palini e Bertoli в Италии и Vitkovice Steel в Чешской Республике расширило прокатные мощности Евраза, главным образом, по производству толстого листового проката, что позволило компании организовать производство плоских заготовок в Европе. Недавнее приобретение Oregon Steel в США, куда Евраз и ранее поставлял плоские заготовки, расширило портфель производственных мощностей компании по производству труб, рельсов и сортового проката, а также дало Евразу возможность далее наращивать продажи плоских заготовок на американском рынке, позволяющем выгодно реализовывать продукцию с высокой добавленной стоимостью.
- **Превращение в ведущего мирового производителя ванадия:** Приобретение 24.9% акций Highveld (с опционом на увеличение своего пакета до 79%) и 73% акций Stratcor вывело Евраз на лидирующую позицию в производстве ванадиевых соединений и сплавов.

Илл. 49: Отдельные завершённые приобретения Евраза в 2005-2007 гг.

Дата	Приобретенная компания	Отрасль	Приобретенный пакет акций	Объем сделки	100% стоимости предприятия		Производство	Выручка	EBITDA	Рентаб. EBITDA	EV/ EBITDA	EV/Произв-во
					\$ млн	\$ млн						
Янв-07	Oregon Steel	Сталь	100.0%	2.285	2.285	1.730 ⁽¹⁾	1.585	346	22%	6.6	1,321	
Авг-06	Strategic Minerals Corporation	Ванадий	73.0%	110	151	11.350 ⁽²⁾	258	108	42%	1.4	13,276	
Авг-06	Vitkovice Steel	Сталь	1.0%	3	313	870	697	129	19%	2.4	359	
Июль-06	Highveld	Ванадий	24.9%	208	858	н/д	1.124	510	45%	1.7	н/д	
Дек-05	Южжубассуголь	Уголь	50.0%	675	1.350	17.000	833	413	50%	3.3	75	
Ноя-05	Vitkovice Steel	Сталь	99.0%	300	303	870	697	129	19%	2.3	348	
Авг-05	Palini e Bertoli	Сталь	75.0%	119	159	356	225	50	22%	3.1	446	
Всего / в среднем только сталь				3.700			4.722	1.556	20%	3.6	619	

(1) Прокат, 2005 г., тыс т

(2) Макс. выработка V₂O₅

(3) тыс т стальной продукции, преимущественно высококачественная толстая листовая сталь

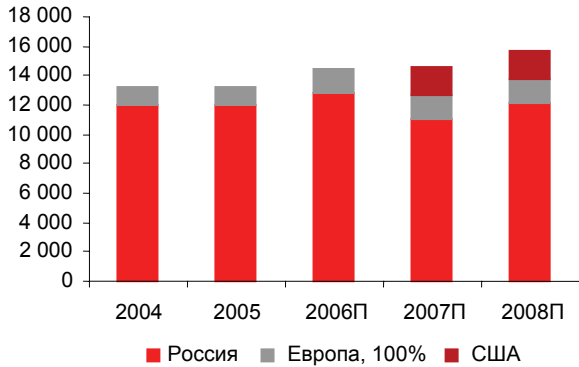
(4) Уровень добычи в 2005 г. – 13 млн т коксующегося и 4 млн т энергетического угля

(5) Выработка в 2004 г., тыс т

Источник: Отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

В производстве стали преобладают сортовой прокат и полуфабрикаты

Илл. 50: Производство стального проката Евраз. тыс т



Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 51: Производство стали на предприятиях Евраз в России. т



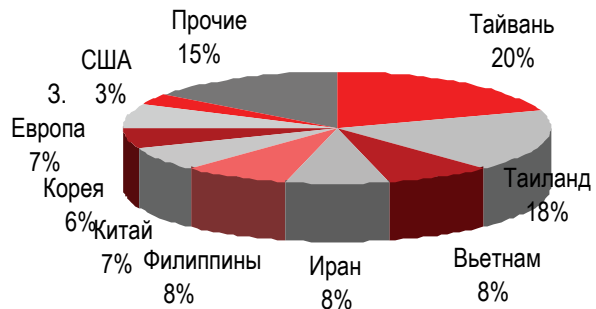
Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 52: Продажи Евраз на внутреннем и внешнем рынках в 2005 г., т



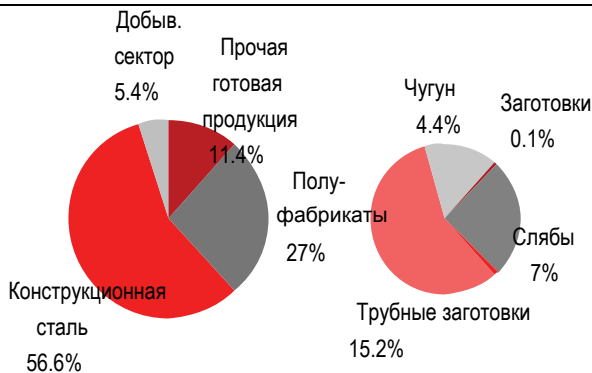
Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 53: Экспортные продажи Евраз в 2005 г., \$



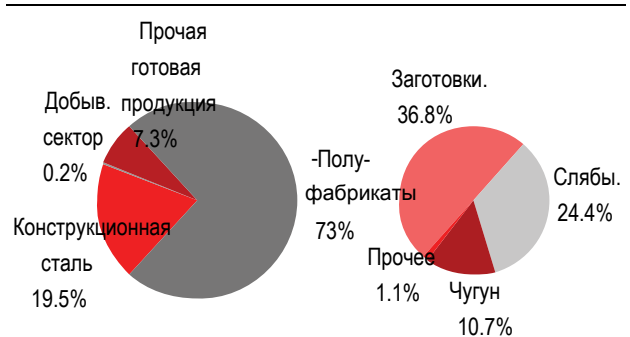
Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 54: Продажи Евраз на внутреннем рынке в 2005 г., т



Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 55: Экспортные продажи Евраз в 2005 г., т



Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Стратегия развития

По нашей текущей оценке, капиталовложения Евраз в его сталелитейные предприятия в 2007-2008 гг. составят почти \$800 млн. Ожидается, что значительное влияние на производство чугуна и стального проката окажут следующие проекты:

- Модернизация последней из трех действующих доменных печей на Запсибе, в настоящее время производящей 2 млн т в год. Начало работ запланировано на 2Кв07; ожидается, что они продлятся 4-6 месяцев. Ожидается, что после модернизации производительность печи возрастет на 20% и достигнет 2.4 млн т в год. В результате модернизации произойдет сокращение производительности Запсиба приблизительно на 1 млн т в 2007 г. (что составляет 17% от 5.9 млн т, произведенных в 2006 г.), а в 2008 г. производительность увеличится до 6.4 млн т в год.
- Мы ожидаем, что компания продолжит наращивать производство арматуры на Запсибе, и в 2007 г. их производство увеличится примерно на 20%.
- На 1Кв07 запланировано закрытие последней мартеновской печи на НКМК. Ожидается, что до закрытия данная печь в 2007 г. произведет 250 тыс т. После закрытия печи НКМК почти вдвое сократит объем производства, поскольку в эксплуатации останется только одна электродуговая печь производительностью 1.4 млн т в год.
- В ближайшие планы компании не входит закрытие последней мартеновской печи, выпускающей 2 млн т в год на НТМК. Ожидается, что конвертерные печи на НТМК будут производить 3.6 млн т в год. Компания рассматривает возможность наращивания в 2009-2010 гг. производительности своих конвертерных печей на 600 тыс т в год.

Принадлежащая Евразу на 40% шахта Распадская с учетом недавно приобретенных дочерних предприятий МУК-96 и разрез Распадский планирует увеличить добычу угля с 9.7 млн т в 2005 г. до 17 млн т в 2010 г. Ожидается, что в этом объеме добыча на шахте Распадской увеличится с 6.4 млн т в 2005 г. до 11 млн т в 2010 г.

Евраз также планирует в 2009 г. совместно с Mitsui начать добычу угля на принадлежащем ему на 70% предприятии Нерюнгриуголь. Ожидается, что к 2010 г. объем добычи достигнет 2.7 млн т в год.

Сводные финансовые показатели

Илл. 56: Операционные и финансовые показатели Евраз

	2004	2005	2005П	2007П	2008П
Основные предположения					
Цена экспорта слябов в СНГ, \$/т	457	379	407	402	381
Цена экспорта заготовок в СНГ, \$/т	355	333	382	377	357
Арматура, экспорт в СНГ, \$/т	413	380	430	417	367
Пр-во стального проката по производителям, млн т					
Евраз (Россия)	12,1	11,8	13,2	11,5	12,6
Vitkovice и Pallini (Европа)	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3
Oregon Steel (США)	-	-	-	2,0	1,9
Отчет о прибылях и убытках, \$ млн					
Выручка	5 933	6 508	8 385	9 121	8 844
Себестоимость реализованной продукции	3 290	3 917	5 084	5 762	5 669
Амортизация	196	243	257	370	392
Валовая прибыль	2 447	2 348	3 044	2 989	2 783
Операционная прибыль	1 837	1 584	2 138	2 025	1 848
Прочие расходы	114	65	171	380	380
Прибыль до налогов	1 722	1 519	1 968	1 645	1 468
Налоги	377	476	512	395	352
Доля меньшинства	165	137	90	170	152
Чистая прибыль	1 180	905	1 366	1 079	963
ЕБИТДА	2 033	1 827	2 395	2 395	2 240
Капвложения	534	695	550	497	397
Показатели рентабельности					
Валовая рентабельность	41%	36%	36%	33%	31%
Операционная рентабельность	31%	24%	26%	22%	21%
Рентабельность ЕБИТДА	34%	28%	29%	26%	25%
Чистая рентабельность	20%	14%	16%	12%	11%
Бухгалтерский баланс, \$ млн					
Активы					
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	293	641	794	1 700	2 424
Дебиторская задолженность	286	375	483	667	646
Мат. запасы	808	964	965	1 176	1 169
Всего оборотных активов	1 995	2 644	3 097	4 696	5 358
Всего внеоборотных активов	2 258	4 007	4 716	7 070	7 076
Всего активов	4 253	6 651	7 814	11 767	12 434
Обязательства					
Кредиторская задолженность	228	398	512	648	628
Краткосрочный долг	530	835	291	599	599
Прочие краткосрочные обязательства	378	663	663	772	772
Всего краткосрочных обязательств	1 136	1 896	1 466	2 018	1 998
Долгосрочный долг	788	1 515	1 947	3 578	3 572
Прочие долгосрочные обязательства	363	355	355	736	736
Всего долгосрочных пассивов	1 151	1 870	2 302	4 315	4 308
Итого обязательств	2 287	3 766	3 768	6 333	6 307
Акционерный капитал	1 609	2 695	3 903	5 275	5 969

Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Акционеры

В июне 2006 г. российский миллиардер Роман Абрамович купил через подконтрольную ему компанию 50% пакет акций Lanebrook Limited, владевшей 83.2% акций ЕвразГрупп. В результате Роман Абрамович стал фактическим владельцем 41.6% акций Евраза. Другие подробности сделки не сообщались. По информации Millhouse, акции были приобретены по цене, "соответствующей рыночному уровню".

Илл. 57: Акционеры Евраза по данным на 31 декабря 2006 г.

Акционер	Пакет акций, %
Lanebrook Limited	41.6%
Роман Абрамович (фактический владелец)	41.6%
Свободное обращение	15.3%
Проч.	1.5%
Итого	100.0%

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, отчеты компании

Мы считаем, что Роман Абрамович может использовать свой пакет акций Евраза (и Абрамович подтвердил эту точку зрения) в качестве основы для объединения предприятий, включая российские и мировые металлургические компании. Поэтому мы считаем такое развитие событий положительным для ЕвразГрупп в долгосрочной перспективе.

Оценка

Используя метод дисконтированных денежных потоков, мы оценили Евраз в \$33.5 за GDR, расчетная цена на 12 месяцев - \$36.7. При нынешней рыночной стоимости компания торгуется по 5.6x EV/EBITDA на 2007П, что представляет незначительную премию в 2% по отношению к аналогичным компаниям с развивающихся рынков, которые в среднем имеют 5.5x EV/EBITDA, и премию в 12% по отношению к аналогичным российским компаниям, средний показатель которых составляет 5.0x 2007E EV/EBITDA.

Мы присваиваем акциям Евраза рекомендацию **ПОКУПАТЬ** при расчетной цене на 12 месяцев в \$36.7 за GDR и потенциале роста 17% от нынешней цены в \$31.5 за GDR.

Илл. 58: Оценка Евраза методом ДДП, \$ млн, если не указано иное

\$ млн	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
ЕВИТ	2 025	1 848	1 100	692	726
Налоги (на ЕВИТ)	-486	-444	-264	-166	-174
Капитальные затраты	-2 797	-397	-397	-405	-416
Амортизация	370	392	413	436	458
Изменение оборотного капитала	535	42	246	181	-48
СДП	-353	1 441	1 098	737	546
Текущая стоимость	-337	1 260	879	540	366
Конечный темп роста, %	3%				
Конечная стоимость, \$ млн	7 447				
Стоимость предприятия, \$ млн	11 868				
Чистый долг на 2006П, \$ млн	1 443				
Доли меньшинства, \$ млн	365				
Непрофильные активы, \$ млн	1 787				
Стоимость акционерного капитала, \$ млн	11 847				
GDR, млн	352				
EqV на GDR, \$	33,5				
12-месячная расчетная цена за GDR, \$	36,7				
WACC	9,3%				
Стоимость акционерного капитала	10,8%				
Безрисковая ставка	5,8%				
Премия за риск	5,0%				
Бета	1,0				
Стоимость привлечения внешних заемных средств	5,7%				
Стоимость привлечения заемных средств	7,5%				
Налоговая ставка	24,0%				
% акционерного капитала	70,0%				
% долга	30,0%				

Источник: Отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Катализаторы

Приход Романа Абрамовича в ЕвразГрупп в качестве владельца 41.6% акций вызвало ожидания того, что Евраз станет лидером процесса консолидации в российском сталелитейном секторе. Учитывая, что в прошлом компания активно участвовала в слияниях и поглощениях, мы ожидаем, что некоторые будущие катализаторы роста цен акций будут связаны с новыми приобретениями, в которых Евраз может участвовать, хотя их сроки предсказать трудно.

Илл. 59: Основные катализаторы

Срок	Катализатор
Среднесрочн.	Потенциальная консолидация сталелитейной отрасли при участии Абрамовича
Среднесрочн.	Интеграция с Oregon Steel и проявление синергетического эффекта
Среднесрочн.	Интеграция ванадиевых активов и проявление синергетического эффекта
2007	ИРО Южжубассуголь
2008	Начало нерюнгринского угольного проекта

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка, отчеты компании

НЛМК: мировой лидер по рентабельности

Основные выводы

НЛМК – четвертый по величине российский производитель стали, выпустивший в 2006 году 9.1 млн т стали, что составило 13% общего объема внутреннего производства. Кроме того, это наиболее технологически развитая компания в России; 100% производимой ею стали выплавляется в КП и 100% методом непрерывного литья. Компания является третьим по величине производителем плоского проката (19% от общего количества производимого плоского проката), при этом акцент делается на высококачественной продукции; она занимает монопольное положение на Российском рынке текстурованной стали. НЛМК является крупнейшим российским производителем слябов, на долю которого приходится 13% мирового рынка. Компания является наиболее прибыльным производителем стали не только в России, но и во всем мире, с ожидаемой в 2006 году рентабельностью EBITDA 44%.

Плюсы

- **Наиболее технологически развитый производитель стали в России:** 100% стали производится в КП и 100% непрерывным литьем.
- **Ведущий российский производитель плоского проката с высокой добавленной стоимостью:** НЛМК является крупнейшим производителем ХК стали, доля местного производства составляет 36%. Кроме того, она является лидером в производстве стали с покрытием (29% от общего количества).
- **Благоприятное географическое расположение:** НЛМК располагается в европейской части России, вблизи от месторождений железной руды мирового класса, Курской магнитной аномалии, и железнодорожных путей, по которым продукция доставляется в порты Балтийского и Черного морей, что приводит к относительно низкой стоимости транспортировки.
- **Вертикальная интеграция с производителями сырья:** Основные сталелитейные активы компании, расположенные в России, на 100% обеспечивают ее железной рудой и на 50% - коксующимся углем, не смотря на то, что компания, по имеющимся данным, хочет отделить недавно приобретенную угольную компанию Прокопьевскуголь, из-за ее неудовлетворительной деятельности и плохих финансовых результатов (убыточности). Если это произойдет, мы будем рассматривать это как позитивное явление, так как Прокопьевскуголь была изначально приобретен «в нагрузку» к Алтай-коксу.
- **Сбалансированная стратегия приобретений:** До настоящего момента, приобретения делались на основе привлекательных оценочных коэффициентов. Основной целью являлось увеличение самодостаточности в поставках сырья и дальнейшее расширение портфеля производственных активов компании, посредством селективного присоединения сталепрокатных мощностей, производящих продукцию с высокой добавленной стоимостью на территории России и за ее пределами. В течение последних двух лет, компания приобрела в России угольную компанию

(Прокопьевскуголь) и коксохимическое предприятие (Алтай-кокс), а так же сталепрокатные компании DanSteel (Дания) и ВИЗ-Сталь (Россия). Компания так же создала совместное предприятие с Dufesco с долей владения 50/50 для сталепрокатных активов в США, Бельгии, Франции и Италии.

- **Географически диверсифицированные экспортные продажи:** Экспортные продажи хорошо сбалансированы между несколькими основными рынками, включая Азию, Средний Восток/Турцию, Европу и США.
- **Лидер по себестоимости в российской сталелитейной промышленности:** Благодаря применению наиболее современного производственного оборудования в России в непосредственной близости от источников поставки железной руды и гарантированной поставки коксующего угля, у НЛМК самые низкие затраты в российской сталелитейной отрасли. По данным *Металл Эксперт*, компания представила в декабре 2006 года самую низкую себестоимость производства полуфабрикатной продукции - \$204/т.
- **Наиболее прибыльный производитель стали в России и среди ведущих мировых компаний:** Ожидаемая рентабельность EBITDA за 2006 год составляет 44%, что намного выше среднего значения развитого рынка (25%) и среднего уровня по России (32%).

Возможности для роста

- **\$3.1 млрд капвложений, запланированных на 2007-2011 для дальнейшего повышения эффективности и производства стали:** Компания планирует увеличить производство стали на Липецком сталелитейном заводе на 39% до 12.4 млн т и плоского проката на 4.5 млн т до 9.5 млн т, включая ожидаемое увеличение соответствующего производства до 3.2 млн т к 2011 году в компании Dufesco.
- **\$1 млрд капвложений запланировано на увеличение добычи руды:** По ожиданиям, общие объемы производства железной руды НЛМК к 2009 году возрастут до 15 млн т (концентраты) и 3 млн т (окатыши). Производство коксующего угля, по прогнозам, вырастет к 2011 году до 5-8 млн т, большую часть которого ожидается получить от месторождения Жерновское, которые предположительно начнет разрабатываться в 2008 году.
- **Увеличение выпуска продукции с высокой добавленной стоимостью:** Согласно недавно выпущенной долгосрочной стратегии развития компании, доля продукции с высокой добавленной стоимостью в общем объеме выпуска компании к 2012 году будет увеличена с 42% (показатель за 2006П) до 60% (включая совместное предприятие с Dufesco).
- **Запуск проекта по добыче угля Жерновское:** Запуск ожидается в 2009 году, планируемая добыча коксующего угля за этот год составит 3 млн т, общая производственная мощность, которая будет достигнута к 2010 году - 6 млн т. К тому моменту как проект достигнет полной мощности, НЛМК сможет полностью обеспечивать себя коксующимся углем.
- **Энергетическая самодостаточность к 2011 году достигнет 60%:** Энергетическая самодостаточность, по прогнозам, вырастет с

текущих 43% до 60% путем увеличения мощности электрогенерирующего оборудования.

Минусы и возможные проблемы

- **Большая зависимость от экспортных рынков и слябов:** Как один из крупнейших экспортеров стали в России, экспортирующих приблизительно 70% от выпуска прокатна в 2006 году, 55% из которых представлены слябами, НЛМК является наиболее уязвимым по отношению к мировым рыночным тенденциям среди российских производителей стали.
- **Растущая конкуренция в области поставок продукции российским автопроизводителям:** Растущая конкуренция связана, в основном, с Северсталью и может снизить количество продаж компании на этом привлекательном рынке. Однако, заглядывая вперед, можно увидеть, что намечается увеличение внутреннего автомобилестроения и рост потребления, в результате, что может ограничить риск.
- **Задержка в активном наращивании производственных показателей:** По нашему мнению, существуют значительные операционные риски, потенциально связанные с активными планами компании по увеличению производства нерафинированной стали к 2011 году на 40%.
- **Возможная потеря в связи с лишением прав собственности на Прокопьевскуголь:** По слухам, компания рассматривает возможность продажи недавно приобретенной угольной компании, что может привести к возникновению капитальных убытков в размере до \$250 млн. Однако НЛМК приобрела компанию «в нагрузку» к Алтай-коксу, поэтому, мы считаем, что возможное отделение может немного улучшить производственные финансовые показатели.

Оценка

Используя модель DCF, мы оценили НЛМК в \$29.9 за GDR с расчетной ценой на 12 мес в \$32.8 за GDR. По текущей рыночной стоимости, компания торгуется с коэффициентом 5.0x 2007П EV/EBITDA, то есть с 9% дисконтом к аналогам на развивающихся рынках, которые торгуются в среднем с коэффициентом 5.5x EV/EBITDA, и на одном уровне с российскими аналогами.

Однако, принимая во внимание повышенное качество активов НЛМК, мы все еще прогнозируем рост акций, и считаем, что они заслуживают более высокой премии. Например, при сравнении со средним 6.1x 2007П EV/EBITDA развитых рынков, НЛМК торгуется с более значительным дисконтом 18%.

На основе нашей модели DCF, мы даем для НЛМК рекомендацию ПОКУПАТЬ, с расчетной ценой \$32.8 за GDR и потенциалом роста 28%.

Ключевые активы НЛМК включают ряд недавно приобретенных международных заводов

Липецкий сталелитейный завод расположен в 350 км от месторождений железной руды мирового класса, Курской магнитной аномалии

НЛМК расширил портфель производственных активов продукцией с высокой добавленной стоимостью

Описание операционных активов

Ключевые активы НЛМК представлены Липецким сталелитейным заводом и российским сталепрокатным производителем электростали ВИЗ-Сталь, а также рядом недавно приобретенных международных компаний. Среди них датская сталепрокатная компания DanSteel и совместное предприятие с Dufesco, состоящее из шести сталелитейных заводов в США, Бельгии, Франции и Италии. НЛМК так же владеет рядом других активов в России, включая производителя железной руды Стойленский ГОК (СГОК), угольную компанию Прокопьевскуголь, коксохимическое предприятие Алтай-кокс и морские порты в Туапсе на Черном море. Основное предприятие по производству стали компании – Липецкий сталелитейный завод – располагается всего в 350 км от месторождений железной руды мирового класса, Курской магнитной аномалии, и находится в непосредственной близости от большинства отечественных потребителей, не далее 1 500 км. Более того, НЛМК имеет удобный железнодорожный доступ к портам Балтийского и Черного морей.

Производство стали НЛМК в России является вертикально интегрированным с производителями сырья, СГОК обеспечивает 100% его нужд в концентрате железной руды, а Прокопьевскуголь предоставляет 50% от потребности в коксующемся угле.

В течение последних двух лет, компания активно увеличивала свой портфель производственных активов продукцией с высокой добавленной стоимостью, посредством приобретений, как на внутреннем, так и на международном рынках, а так же увеличивала обеспечение коксом и коксующимся углем.

Илл. 60: Расположение первичных активов НЛМК*



Источник: отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка Примечание: * По сообщениям НЛМК хочет отделить Прокопьевскуголь

Илл. 61: НЛМК: Обзор

Актив	Доля	Вид добычи	Уровни добычи, 2005	Дополнительная информация
Сталелитейный сегмент				
<i>Россия</i>				
Новолипецкий металлургический завод	100%	Сталь и прокат	8,5 млн т	Четвертый по величине сталелитейный завод в России
ВИЗ-сталь	100%	Прокат	0,2 млн т	Крупнейший российский производитель стали
<i>Международные</i>				
DanSteel	100%	Прокат	0,4 млн т	Производитель листов
СП с Duferco	50%	Сталь и прокат	Около 4.5 млн т проката стали	5 заводов в Европе и 1 завод в США
Добывающий сегмент				
<i>Железная руда</i>				
Стойленский ГОК	97%	Железная руда	10.8 млн т концентратов железной руды, 1.1 млн т аглоруды	Третий по величине производитель железной руды в России
<i>Уголь</i>				
Прокопьевскуголь	100%	Коксующийся и энергетический уголь	4.4 млн т, что включает 2.6 млн т коксующегося угля	Может быть отделен
<i>Коксохимический</i>				
Алтай-кокс	94%	Производство кокса	2,7 млн т	Крупнейший неинтегрированный производитель в России, с 85% на открытом рынке
Транспорт				
Морской порт Туапсе	69%	Морской порт		

Источник: отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 62: НЛМК: Обзор совместного предприятия с Dufenco: структура собственности 50/50

Компания	Страна	Доля	Вид оборудования	производство за 2006г., млн т	Производство на совместном предприятии за 2006г., млн т	Основная продукция
Duferco Farrell Corporation	США	100%	Прокат	1.6	1.6	ГК сталь, ХК сталь
Carsid SA	Бельгия	100%	Сталь и прокат	1.9	1.9	Слябы
Duferco Clabecq SA	Бельгия	99.7%	Прокат	0.6	0.6	листы
Duferco La Louviere SA	Бельгия	87.90%	Прокат	2.1	1.8	ХК сталь
Duferco Coating SAS	Франция	90.60%	Прокат	0.5	0.5	оцинкованная сталь, не крашенная сталь
Acciaierie Grigoli S.p.a.	Италия	75%	Прокат	0.2	0.1	листы
Итого (исключая заготовки)				5.0	4.6	

Источник: отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

Стратегия приобретений

В течение двух последних лет, НЛМК израсходовала \$2.1 млрд. на приобретения в России и за рубежом

В сумме, по нашим оценкам, за последние 10 лет НЛМК израсходовала \$2.1 млрд. на приобретения, из которых \$1.5 млрд потрачены в сталелитейном секторе российского и международного рынков. \$650млн. были использованы для закупки коксующегося угля и коксовых/химических активов в России. В основном, приобретения компании были сосредоточены на вертикальной интеграции ее активов и диверсификации продукции.

- В результате вертикальной интеграции с производителями сырья** компания приобрела пакет, включающий 100% акций компании Прокопьевскуголь и 81% акций Алтай-кокс, крупнейшего в России производителя кокса и химикатов. Приобретение Прокопьевскуголь было первоначально задумано с целью не только удовлетворить потребность НЛМК в коксующемся угле на 50%, но также для создания возможной синергии с действующим на данный момент проектом компании Жерновское-1. Однако ввиду неудовлетворительной деятельности и плохих финансовых результатов компании Прокопьевскуголь, НЛМК ищет возможность отказаться от этого актива, что может привести к капитальным убыткам в размере \$250 млн. В долгосрочной перспективе ожидается, что операционные и финансовые результаты НЛМК улучшатся после продажи. Более того, благодаря контрольному пакету акций компании в Алтай-кокс, к производственным мощностям НЛМК добавились такие компоненты как кокс и химикаты. Это должно способствовать эффективному взаимодействию в рамках проекта Жерновское-1 по добыче угля, который будет запущен в 2009 году.
- Диверсификация сталелитейной продукции с добавленной стоимостью.** Приобретение европейской DanSteel и российской ВИЗ-Стали позволило НЛМК перерабатывать слябы и горячекатаные рулоны в продукцию с высокой добавленной стоимостью. Схожие мотивы стали поводом для принятия руководством НЛМК решения создать совместное предприятие с Dufesco. В целом, компания планирует увеличить выпуск продукции с добавленной стоимостью с 42% в 2006П до 60% в 2012П.

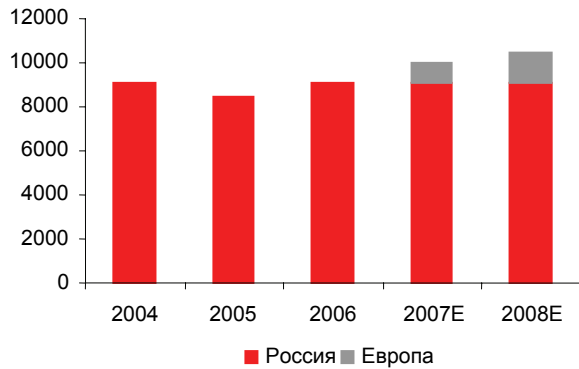
Илл. 63: НЛМК: Отдельные завершённые приобретения в 2005-2006 гг.

Дата	Приобретенная компания	Отрасль	Пакет	Объем сделки, \$ млн	EV, \$ млн	Продукция млн тонн*	Продажи*, \$ млн	ЕБИТДА, \$ млн*	Рентабельность ЕБИТДА, %	EV/ЕБИТДА	EV/Продукция
Дек-06	СП с Dufesco	Сталь	50%	805	1610	4.5	2600	346	13%	4.7	358
Авг-06	ВИЗ-Сталь	Сталь	100%	550	550	0.2	550	300	55%	1.8	2750
Апр-06	Алтай-кокс	Кокс-химикаты	82%	550	671	2.7	412	49	12%	13.7	249
Апр-06	Прокопьевск уголь	Уголь	100%	100	250	4.4	194	н/д	н/д	н/д	57
Янв-06	DanSteel	Сталь	100%	104	104	0.5	362	49	14%	2.1	208
Общее/среднее				2,109			4118	744	24%	5.6	

Источник: Отчеты компаний, отдел исследований Альфа-Банка; Примечание: *ожидаемые финансовые результаты за 2006г., за исключением финансовых результатов Dufesco за 2005г

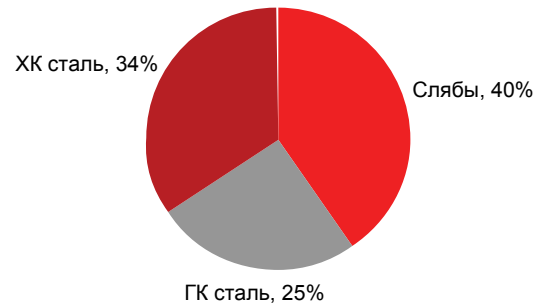
Производство стали: слябы и плоский прокат с добавленной стоимостью

Илл. 64: Производство стали*, тыс т



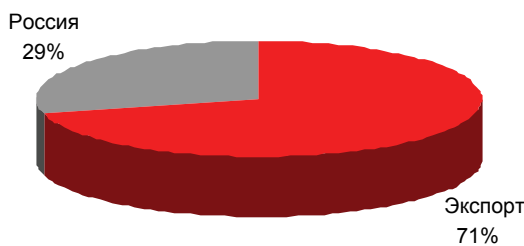
Источник: Отчеты компаний, отдел исследований Альфа-Банка;
Примечание: Показатели 2007Г и 2008Г включают показатели производства совместного предприятия НЛМК и Dufasco

Илл. 65: Производство стали в России в 2005 г., т



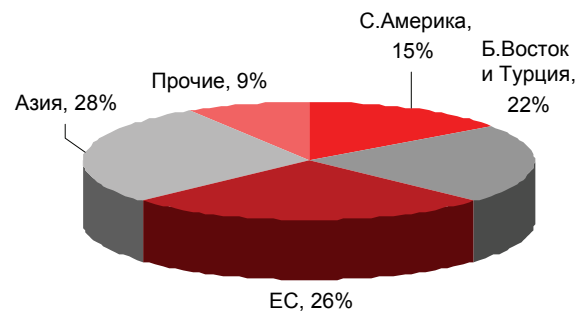
Источник: Отчеты компаний, отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 66: НЛМК: Объемы экспорта и импорта за 2005 г.



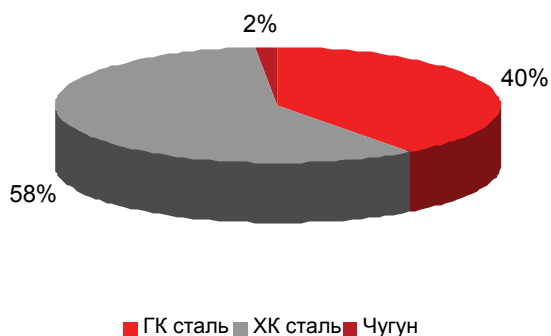
Источник: Отчеты компаний, отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 67: НЛМК: Экспорт по регионам в 2005 г., \$



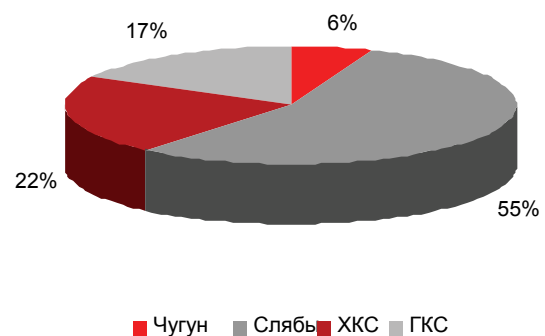
Источник: Отчеты компаний, отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 68: НЛМК: Продажи на внутреннем рынке в 2005 г., т



Источник: Отчеты компаний, отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 69: НЛМК: Доля экспорта разной продукции 2005 г., т



Источник: Отчеты компаний, отдел исследований Альфа-Банка

НЛМК планирует внести \$4.4 млрд в виде капиталовложений для программы обновления со сроком 2007-2011 гг.

Стратегия развития

НЛМК недавно закончила первую стадию технической модернизации, которая прошла в период с 2000 по 2005 годы и потребовала \$1.3 млрд капвложений. В сентябре 2006 года компания объявила о своей стратегии развития на 2007-2011, которая включает программу на \$4.4 млрд, и будет финансироваться из собственных фондов компании. Новая долгосрочная стратегия развития компании НЛМК будет сосредоточена на:

- **Увеличение производства стали на Липецком сталелитейном заводе на 39% до 12,4 млн т в год.** Рост будет достигнут, в основном, с помощью новой доменной печи с заявленной производственной мощностью 3.4 млн т в год. Ведение ее в производство ожидается в 2011г. Компания также планирует обновить три из пяти доменных печей и мастерские КП. В общей сложности НЛМК выделила около \$2.9 млрд на обновление Липецкого сталелитейного завода, \$0.9 млрд из которых на доменные печи, \$1.0 млрд на производство стали и \$0.1млрд на обновления, связанные с инфраструктурой и вспомогательными сооружениями.
- **Увеличение производства обработанного плоского проката на 90% до 9.5 млн т в год.** НЛМК планирует увеличить стальной прокат на 4.5 млн т, что включает ожидаемый рост связанного с ним производства на совместном предприятии с Dufenco до 3.2 млн т к 2011 году. Помимо запланированного расширения производства Липецкого сталелитейного завода, в связи с обновлением его стана горячего проката и строительства реверсивных станков, НЛМК также планирует модернизировать недавно приобретенные заводы ВИЗ-Сталь и DanSteel.
- **Достижение обеспеченности на 100% сырьем – железной рудой и коксующимся углем, наравне с прогнозируемым увеличением производства стали.** В отношении компании Стойленский ГОК НЛМК планирует строительство фабрики по производству железорудных окатышей с производственной мощностью 3 млн т в год к 2009 году, а также повышение объема производства железорудного концентрата с 12.5 до 15 млн т в год. Компания должна достигнуть 100%-ной обеспеченности коксующимся углем к 2009 году с увеличением годового объема производства до 5-8 млн т к 2011 году. НЛМК распределила общую сумму в размере \$1 млрд в виде капиталовложений среди своих добывающих компаний, из которых \$0.5 млрд выделено для компании Стойленский ГОК и \$0.5 млрд для проекта по добыче угля компании Жерновское-1. В недавно приобретенный завод Алтай-кокс будет вложено еще \$17 млн.
- **Расширение топливно-энергетических мощностей Липецкого сталелитейного завода.** НЛМК выделила \$0.3 млрд для того, чтобы иметь возможность перерабатывать газы от доменных печей и кокса на заводе, что должно увеличить долю собственной электроэнергетики с текущих 43% до 60% в 2011 году.

Сводные финансовые показатели

Илл. 70: НЛМК: Финансовые и операционные и результаты

	2004	2005	2006П	2007П	2008П
Основные предположения					
Экспортная цена слябов СНГ, \$/т	457	379	407	402	381
Экспортная цена горячекатанных рулонов СНГ, \$/т	515	451	497	482	451
Экспортная цена ХК стали СНГ, \$/т	578	548	567	557	526
Производство проката по происхождению производства млн т					
Липецкий завод (Россия)	8,6	8,0	8,5	8,5	8,5
DanSteel (Европа)	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
ВИЗ-Сталь (Россия)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Отчет о прибылях и убытках, \$ млн					
Выручка	4 539	4 469	6 083	6 574	6 286
Себестоимость реализованной продукции	1 889	2 118	2 889	3 184	3 103
Амортизация	244	284	339	370	405
Валовая прибыль	2 406	2 067	2 855	3 020	2 777
Операционная прибыль	2 223	1 860	2 330	2 387	2 170
Прочие расходы	-141	-46	-368	-8	-45
Прибыль до налогов	2 364	1 906	2 698	2 395	2 215
Налоги	572	496	651	577	534
Доля меньшинства	19	25	37	33	30
Чистая прибыль	1 773	1 385	2 185	1 785	1 652
ЕБИТДА	2 467	2 144	2 669	2 758	2 575
Капвложения	270	573	550	798	800
Показатели рентабельности					
Валовая рентабельность	53%	46%	47%	46%	44%
Операционная рентабельность	49%	42%	38%	36%	35%
Рентабельность ЕБИТДА	54%	48%	44%	42%	41%
Чистая рентабельность	39%	31%	36%	27%	26%
Бухгалтерский баланс, \$ млн					
Активы					
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	1 349	1 924	995	2 242	3 210
Дебиторская задолженность	589	709	965	1 042	997
Материальные запасы	475	559	764	830	823
Всего оборотных активов	2 588	3 436	3 278	4 713	5 602
Всего внеоборотных активов	2 578	2 775	5 089	4 814	5 208
Всего активов	5 166	6 211	8 368	9 527	10 811
Обязательства					
Кредиторская задолженность	450	566	761	838	827
Краткоср. долг	5	5	5	5	5
Прочие краткосрочные обязательства	79	41	279	279	279
Всего краткосрочных обязательств	534	612	1 045	1 122	1 111
Долгосроч. долг	4	45	45	45	45
Прочие долгосрочные обязательства	322	346	519	519	519
Всего долгосрочных пассивов	326	392	565	565	565
Итого обязательств	860	1 003	1 610	1 687	1 676
Акционерный капитал	4 306	5 207	6 758	7 840	9 135

Источник: Отчеты компаний, отдел исследований Альфа-Банка

Акционеры

После IPO компании НЛМК в декабре 2006г., основной акционер компании Владимир Лисин сейчас контролирует примерно 83% акций в обращении, а руководство компании остальные 4% акций. Принимая во внимание значительный и, в сущности, чрезмерно большой контрольный пакет акций, удерживаемый Лисиным, мы не исключаем возможности дальнейшего разводнения, включая использование акций НЛМК в качестве валюты приобретения.

Илл. 71: Акционеры НЛМК

Акционеры	Доля акционеров, %
Глава совета директоров, Владимир Лисин	83%
Руководство	4%
Св. обращение	13%

Источник: Отчеты компаний, отдел исследований Альфа-Банка

Оценка

Используя модель DCF, мы оценили НЛМК в \$29.9 за GDR с расчетной ценой на 12 мес в \$32.8 за GDR. Что касается текущей рыночной стоимости компании, то НЛМК торгуется с коэффициентом 5.0x 2007П EV/EBITDA, то есть, на одном уровне с конкурентами в России и с дисконтом в 9% к аналогам на развивающихся рынках, которые торгуются в среднем с коэффициентом 5.5x EV/EBITDA.

Однако, принимая во внимание премиальное качество активов НЛМК, мы все еще прогнозируем рост акций, и считаем, что они заслуживают более высокой премии. Так, например, в сравнении со средним коэффициентом 6.1x 2007E EV/EBITDA для развитых рынков, НЛМК торгуется с еще более значительным дисконтом на уровне 18%

На основе данных модели DCF, мы присваиваем НЛМК рекомендацию ПОКУПАТЬ с расчетной ценой \$32.8 на GDR и ростом в 28%.

Илл. 72: НЛМК: Оценка DCF

\$ млн	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
ЕВИТ	2 370	2 153	1 654	1 319	1 167
Налоги (ЕВИТ)	-569	-517	-397	-317	-280
Капитальные затраты	-798	-800	-797	-795	-807
Амортизация	373	408	444	482	520
Изменение в оборотном капитале	-111	67	166	94	-68
СДП	1 265	1 312	1 070	783	532
Справедливая стоимость	1 206	1 139	846	564	350
Непрерывный рост, %	3%				
Конечная стоимость, \$ млн	9 593				
Стоимость предприятия, \$ млн	16 293				
Чистый долг, на конец 2006П, \$ млн	-945				
Доля меньшинства, \$ млн	130				
СП с Dufesco, \$ млн	805				
Стоимость акционерного капитала, \$ млн	17 913				
Кол-во акций, млн	5 993				
EqV/акция, \$	3,0				
Расчетная цена на 12 мес. на GDR, \$	3,3				
WACC	9,8%				
Стоимость собственного капитала	10,8%				
Безрисковая ставка	5,8%				
Премия за риск	5,0%				
Бета	1,0				
Стоимость долга с использованием кредитного плеча	5,7%				
Стоимость привлечения заемных средств	7,5%				
Ставка налога	24,0%				
% Собств. кап.	80,0%				
% Долга	20,0%				

Источник: Отчеты компаний, отдел исследований Альфа-Банка

В долгосрочной перспективе, основным катализатором для НЛМК будет являться реализация амбициозных планов роста

Катализаторы

Мы считаем, что в долгосрочной перспективе основным катализатором для НЛМК будет являться успешная реализация амбициозных планов роста производства. Мы думаем, что запуск месторождения угля Жерновское-1, будет еще одним важным фактором для НЛМК, так как оно поможет улучшить и без того сильные финансовые показатели компании. Учитывая предыдущий опыт компании в сфере слияний и поглощений, мы ожидаем, что НЛМК будет участвовать в дальнейших поглощениях, хотя и не так агрессивно, как Евраз или Северсталь.

Илл. 73: Ключевые катализаторы

Дата	Катализатор
2007-2011	Увеличение производства проката в соответствии со стратегией развития
2007-2011	Интеграция совместного предприятия с Dufargo; ожидаемый синергетический эффект в \$55 млн в год, начиная с 2010 года
2009-2010	Своевременный запуск разработки месторождения угля Жерновское-1.

Источник: отчеты компаний, Отдел исследований Альфа-Банка

Северсталь: ведущий поставщик для автомобильной промышленности и участник консолидации

Основные выводы

Северсталь – третий по величине производитель стали в России, выпускающий 16% от общего объема

В 2006 году Северсталь произвела 17.6 млн т стали, включая приблизительно 11.2 млн т стали только в России. Компания является третьим по величине производителем стали в России с 16% долей от общего объема производства в стране. Северсталь также является вторым по величине в России производителем плоского проката, давая 31% общего объема производства. После консолидации с Lucchini в 2006 году Северсталь вошла в десятку крупнейших мировых производителей стали по объему выпуска стали. Международные сталелитейные активы Северстали включают Severstal North America (SNA, ранее Rouge Steel) в США и Lucchini Steel (Lucchini) в Европе.

Плюсы

- **Ведущий российский производитель плоского проката с высокой добавленной стоимостью** – Северсталь является вторым по величине производителем ХК стали в России; доля составляет 28% от общего объема производства в стране. Компания также является вторым по величине российским производителем стали с покрытием (30% от общего объема производства в России).
- **Удобное географическое положение** – сталелитейные предприятия Северстали расположены в северо-западном регионе России, что обеспечивает удобное железнодорожное сообщение не только с добывающими предприятиями, но и с российскими потребителями и морскими портами Балтики. Кроме того, компания SNA в США расположена вблизи автопроизводителей, являющихся основными американскими потребителями продукции компании.
- **Расширение портфеля производственных активов за пределами России** – после приобретения Rouge Industries (переименованной в SNA) в США Северсталь стала ведущим поставщиком высококачественной стали для автомобильной промышленности США с 8% рыночной долей. Приобретение 71% пакета Lucchini в Европе обеспечило Северстали контроль над одним из ведущих европейских производителей высококачественного сортового проката, а также крупнейшим европейским поставщиком конструкционной стали. Lucchini также принадлежит 13% доли рынка рельсов в Европе и 80% – в Италии.
- **Вертикальная интеграция с производителями сырья** – российские предприятия Северстали в настоящее время на 100% самодостаточны с точки зрения обеспечения железной рудой и коксующимся углем. SNA гарантировала поставки железной руды в рамках долгосрочных контрактов. Большая часть коксующегося угля должна поступить от СП с Mountain State Carbon. Европейское дочернее предприятие Северстали Lucchini получает железорудный

окатыш и коксующийся уголь от российских добывающих активов Северстали.

- **Ориентация на производство сырья с высокой добавленной стоимостью** – добывающие активы Северстали ориентированы на производство высококачественного сырья: железорудного окатыша, концентрата коксующегося угля и качественного твердого коксующегося угля. Доля железорудного окатыша в общем объеме добываемой Северсталью железной руды к 2010 году должна составить 70%, а концентрат коксующегося угля – 67% от общего объема угледобычи к тому же сроку.
- **Вход на прибыльный рынок труб большого диаметра** – после ввода в 2006 году Стана 5000 и предприятия по производству труб большого диаметра Северсталь намерена выйти на прибыльный рынок труб большого диаметра с расчетной производительностью 450 тыс т в год.

Возможности для роста

- **Капвложения в стальной сегмент в размере \$5.1 млрд в 2006-2010 гг должны увеличить объемы производства и расширить спектр выпускаемой продукции.** Северсталь планирует увеличить производство готовой стали на Череповецком металлургическом комбинате на 11% до 11 млн т, одновременно увеличив производство стали на SNA на 15% до 3.1 млн т и на Lucchini на 30% до 3 млн т. Компания планирует увеличить объем выпуска продукции с высокой добавленной стоимостью: жести, оцинкованного листа и труб, а также разрабатывать новые виды продукции.
- **\$1.8 млрд капвложений в добывающие активы в 2006-2010 гг для расширения производства и снижения затрат.** Данным вливанием капитала Северсталь планирует увеличить добычу железной руды на 25% до 16 млн т в год, и добычу концентрата угля на 44% до 12.5 млн т в год.
- **Расширение портфеля продукции с добавленной стоимостью путем слияний и приобретений.** Северсталь планирует стать мировым лидером по выпуску продукции с высокой добавленной стоимостью и публично высказывает свои намерения по расширению международного присутствия путем проведения слияний и приобретений.
- **Сильный кандидат на консолидацию российского рынка стали.** С учетом амбиций мажоритарного акционера компании Алексея Мордашова, мы считаем, что Северсталь является сильным кандидатом на роль лидера по консолидации стального сектора России.
- **Консолидация 70% пакета в СП SeverCorr.** В настоящее время Северсталь контролирует 20% этого СП, но планирует увеличить свой пакет до 70% к концу текущего года. SeverCorr является СП с SteelCorr (США) – новой сталелитейной компанией, строящей предприятие по выпуску плоского стального проката нового поколения. Запуск производства SeverCorr намечен на 2008 год, что обеспечит автомобильную промышленность США 3 млн т стали.

Минусы и возможные проблемы

- **SNA находится в зависимости от слабеющей автомобильной промышленности США.** Почти 50% продукции SNA продается американским автопроизводителям, таким как Ford, DaimlerChrysler и GM. Продажи американских автомобилей продолжают сокращаться из-за проблем с качеством, а также из-за высоких цен на бензин. Кроме того, автомобили американского производства, как правило, потребляют больше топлива, в связи с чем испытывают жесткую конкуренцию с японскими автомобилями.
- **Отсутствие улучшения показателей Lucchini и SNA.** Показатель рентабельности EBITDA компании Lucchini составляет 11%, а компании SNA – 6%, что размывает 29% рентабельность российских сталелитейных предприятий Северстали. В 2006-2010 гг. Северсталь планирует инвестировать \$1.0 млрд в повышение рентабельности Lucchini и еще \$0.9 млрд – в SNA с целью повысить производительность и увеличить объем производства на предприятии.

- **Задержка выхода на рынок труб большого диаметра.** Хотя Северсталь установила прокатный стан "5000" и оборудование для производства труб большого диаметра, компания испытывает трудности с началом широкомасштабного производства труб большого диаметра, отчасти вызванные проблемами с качеством, а отчасти – нехваткой квалифицированных кадров. Мы полагаем, что компания, в конечном счете, решит эти проблемы, но по-прежнему будет сталкиваться с серьезными трудностями в сбыте, поскольку она пытается выйти на рынок одного потребителя: единственный покупатель труб большого диаметра в России – это Газпром.
- **Относительно высокие затраты на добычу руды, особенно на ОАО Воркутауголь.** В 2006-2010 гг. Северсталь планирует добиться снижения затрат на добычу, особенно это касается добычи угля на ОАО Воркутауголь.
- **Снижение акционерной стоимости в связи с приобретениями.** Мы испытываем опасения по поводу способности Северстали увеличить акционерную стоимость компании путем финансового оздоровления отстающих зарубежных сталелитейных активов и создания финансовой синергии с ее российскими предприятиями. Мы полагаем, что неудачная попытка слияния Северстали с Arcelor свидетельствует о стремлении владельцев контрольного пакета расширять компанию, даже в ущерб ее стоимости. Мы ожидаем, что Северсталь будет и в будущем искать возможность для мегаслияний.
- **Размытие стоимости в связи с операциями с заинтересованными сторонами.** В прошлом Мордашов часто самостоятельно приобретал активы с целью в дальнейшем перепродать Северстали. До настоящего времени наиболее значительными операциями между Северсталью и держателем ее контрольного пакета являются консолидация добывающих активов Северстали с премией по стоимостной оценке по отношению к аналогичным российским компаниям и приобретение 71% акций Lucchini в 2006 г. В планах компании на 2007 год значится консолидация принадлежащей Мордашову 50% доли в СП SeverCorr, 20% которой сейчас контролируется Северсталью.

Оценка

Используя модель дисконтированных денежных потоков, мы оцениваем Северсталь в \$13.8 за GDR, расчетная цена на 12 месяцев - \$15.3 за GDR. При нынешних рыночных ценах компания торгуется с коэффициентом EV/EBITDA на 2007П в 4.8x, что предполагает 12% дисконт к аналогичным компаниям развивающихся рынков, которые торгуются с коэффициентом 5.5x.

Мы присваиваем акциям Северстали рекомендацию ПОКУПАТЬ при 12-месячной расчетной цене в \$15.3 за GDR и потенциале роста в 23%.

Описание операционных активов

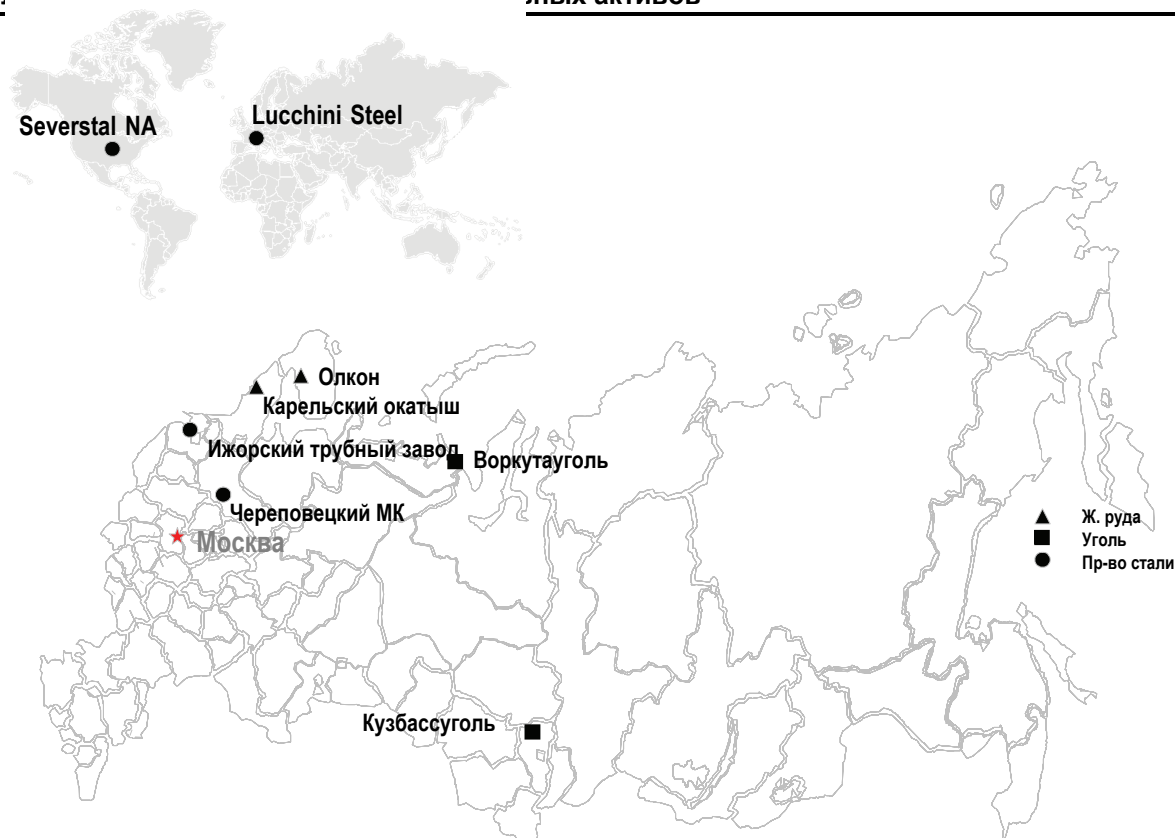
Выгодное географическое положение Северстали дает значительную экономию в транспортных расходах

Северсталь на 100% самодостаточна с точки зрения обеспечения железной рудой и коксующимся углем

Основные операционные активы Северстали включают в себя российские сталелитейные предприятия Череповецкий металлургический комбинат и Ижорский трубный завод, Lucchini Steel (Lucchini) в Италии и Северсталь Северная Америка (SNA) в США. Кроме того, компания владеет крупными добывающими активами в России, которые включают в себя производителей железной руды Карельский окатыш и Олкон, а также угледобывающие компании Воркутауголь и Кузбассуголь. Головное предприятие Северстали – Череповецкий металлургический комбинат расположен в 620 км к северо-востоку от Москвы и в 475 км к юго-востоку от Санкт-Петербурга. Такое выгодное географическое положение позволяет компании экономить значительные средства на транспортировке, используя дешевый водный транспорт.

Российские сталелитейные заводы Северстали вертикально интегрированы с производителями сырья и на 100% обеспечены железной рудой и коксующимся углем.

Илл. 74. Северсталь: расположение основных активов



Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 75: Северсталь: общее описание активов

Активы	Доля	Вид производства	Объем производства, 2005 г.	Дополнительная информация
Сталелитейный сегмент				
Россия				
Череповецкий металлургический комбинат	100%	Сталь и прокат		Один из пяти крупнейших в мире сталелитейных заводов с точки зрения объемов производства стали
Ижорский трубный завод	100%	Трубы большого диаметра	10.8 млн т стали	
Северсталь-Метиз	100%	Металлические изделия		
Севергаль	75%	Оцинкованная сталь		
Зарубежные				
Lucchini Steel (Италия)	70.8%	Сталь и прокат (сортовой)	3.4 млн т стали	Второй крупнейший сталелитейный комплекс в Италии
Северсталь Северная Америка (США)	93%	Сталь и прокат (плоская углеродистая сталь)	2.7 млн т стали	4-й по величине интегрированный производитель стали в США
Добывающий сегмент				
Железная руда				
Олкон	91.9%	Железорудная мелочь	4.0 млн т	4-й по величине производитель железной руды в России
Карельский окатыш	90.8%	Железорудные окатыши	8.8 млн т	
Уголь				
Воркутауголь	87.83%	Концентрированный и необогащенный коксующийся уголь, энергетический уголь	6.9 млн т, 3.9 млн т концентрата коксующегося угля	
Воргашорская	68.8%			
Кузбассуголь		Концентрированный и необогащенный коксующийся уголь	1,8 млн т	
Первомайская	99.3%			
Березовская	99.8%			

Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Стратегия приобретений

Северсталь позиционирует себя как одного из основных консолидаторов в сталелитейной отрасли

В 2005-2006 гг. Северсталь потратила приблизительно \$5.2 млрд на слияния и приобретения, из них лишь \$0.9 млрд в денежном выражении, которые пошли на международные сделки. Оставшиеся \$4.3 млрд компания потратила в виде новых акций, эмитированных в обмен на доли в российских горнодобывающих активах. По информации Председателя Совета директоров Северстали Алексея Мордашова, компания планирует расширить свое присутствие в США, Европе, Азии и Латинской Америке посредством слияний и приобретений. Северсталь позиционирует себя как одного из крупнейших консолидаторов на российском и европейском рынках стали.

До настоящего момента стратегия приобретений Северстали была ориентирована на консолидацию ее горнодобывающих активов, а также приобретение и инвестирование в проекты по производству стальной продукции с высокой добавленной стоимостью.

- **Де юре вертикальная интеграция с добывающими предприятиями** В 2006 году Северсталь приобрела (от мажоритарного акционера) контрольные пакеты горнодобывающих активов, покрывающих 100% потребностей компании в железной руде и коксующемся угле. Это приобретение позволило Северстали улучшить показатели рентабельности путем консолидации финансовых показателей добывающих активов. Северсталь также начала поставку части производимого в России сырья на недавно приобретенное европейское дочернее предприятие Lucchini;
- **Ориентация на продукцию с высокой добавленной стоимостью.** Приобретение Lucchini, являющегося одним из крупнейших в Европе производителей высококачественной продукции из специальных сталей, и Rouge Industries (переименованной в SNA) укрепило положение компании как ведущего поставщика стали для автомобильной промышленности.

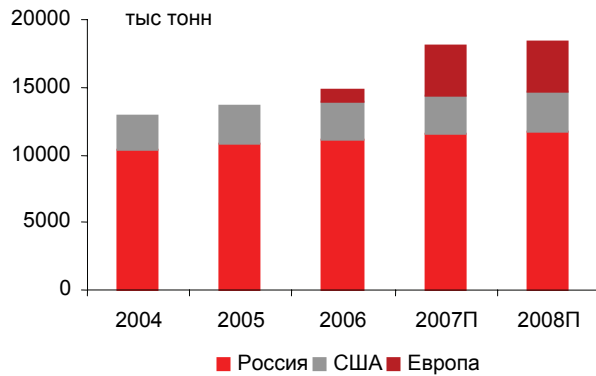
Илл. 76: Северсталь: завершённые сделки по приобретению в 2005-2006 гг.

Дата	Приобретенная компания	Отрасль	Пакет	Объем сделки, \$ млн	EV, \$ млн	Объем производства, млн т	Продажи \$ млн*	ЕБИТДА, \$ млн*	Рентабельность ЕБИТДА, %	EV/ЕБИТДА	EV/Произв-во
октябрь 2006	Lucchini	Сталь	50.82	697	1 372	3.4	2 992	332	11%	4.1	403
май-июнь 2005	Lucchini	Сталь	19.9	176	884	3.4	2 992	332	11%	2.7	260
Российские добывающие активы											
май 2006	Карельский окатыш	Железная руда	90.8	1 992	2 194	8.8	697	373	54%	5.9	249
май 2006	Олкон	Железная руда	92	442	480	4.0	160	59	37%	8.1	119
май 2006	Воркутауголь	Уголь	88.9	1 267	1 425	5.3	443	128	29%	11.1	269
май 2006	Воргашорская	Уголь	72.1	164	227	1.5	61	11	18%	20.6	152
май 2006	Березовская	Уголь	96.1	251	261	0.9	45	17	38%	15.4	290
май 2006	Первомайская	Уголь	99.3	258	260	1.1	35	18	51%	14.4	236
Всего/среднее по добывающим активам				4,374			1 441	606	38%	12.6	
Всего/среднее				5 247			4 433	938	34%	10.3	

Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

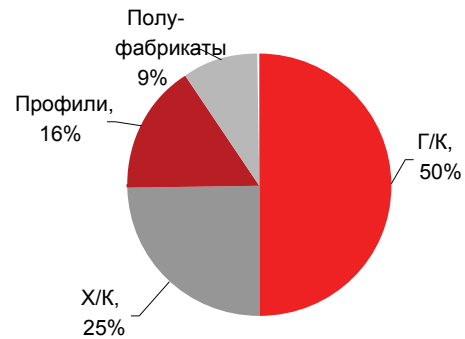
Производство стали: упор на плоский прокат

Илл. 77: Северсталь: производство стали*



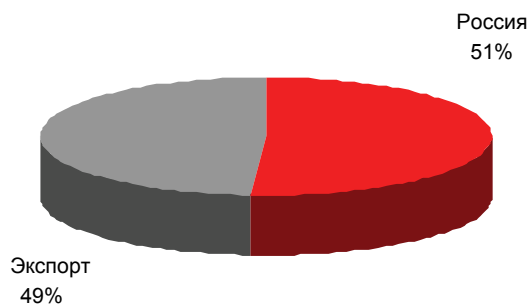
* включая Lucchini с момента консолидации (октябрь 2006).
Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 78: Производство стали в России в 2005 г, т



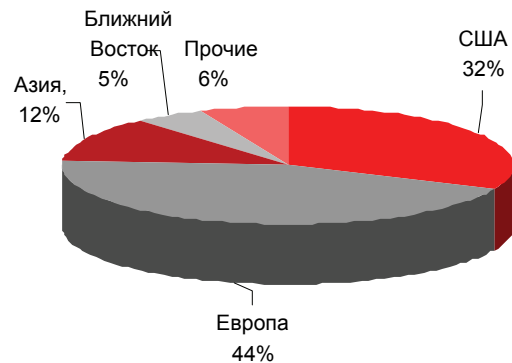
Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 79: Северсталь: продажи в 2005 г, тонн



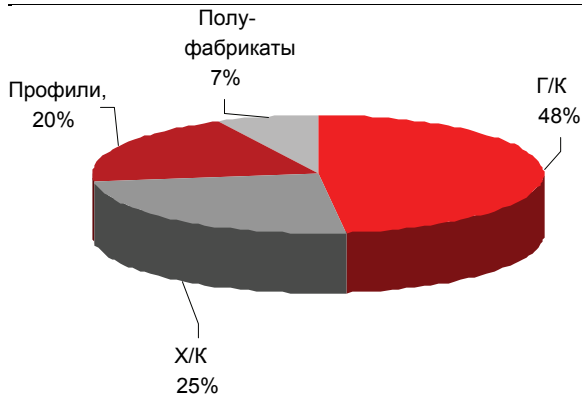
Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 80: Северсталь: международные продажи в 2005* г, \$



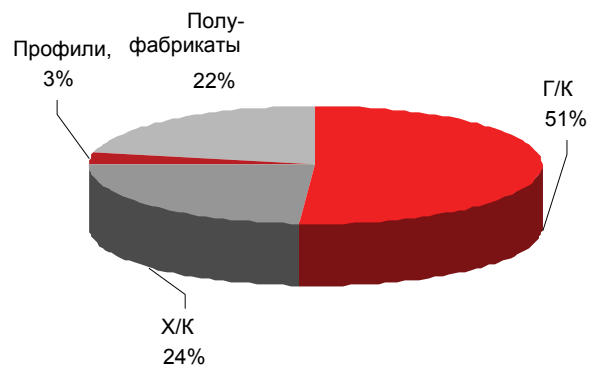
*Экспортные продажи указаны для российских сталелитейных и металлургических предприятий, SNA и предварительно Lucchini
Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 81: Продажи в России в 2005 г, тонн



Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 82: Северсталь: экспорт в 2005 г, тонн



Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Стратегия развития

Стратегия Северстали – стать мировым лидером в секторе стали с особым упором на производство стальной продукции с высокой добавленной стоимостью. Инвестпрограмма компании до 2010 года объемом \$6.9 млрд предусматривает инвестирование \$5.1 млрд в сегмент стали и \$1.8 млрд в добывающие компании. Стратегия развития компании детализируется по подразделениям и ориентирована на следующее:

- **Модернизация производственных мощностей и увеличение производительности российских сталелитейных предприятий.** Северсталь планирует осуществить капвложения в объеме \$3.2 млрд, включая \$1.2 млрд, выделенные на модернизацию трех доменных печей, батареи коксовых печей и агломерационной установки. Оставшиеся \$2 млрд будут использованы на увеличение производительности установок непрерывного литья на 13% до 1.1 млн т, что поможет компенсировать уменьшение мощностей в результате закрытия цехов с МП. Кроме того, мощность Стана 5000 должна увеличиться более чем на 50% до 850 тыс т в год, а производительность X/K мощностей – на 25% до 3.5 млн т в год после строительства новых энергогенерирующих объектов.
- **Модернизация мощностей SNA и увеличение производительности фабрики горячего проката на 9% до 3.6 млн т в год.** Северсталь выделила \$0.9 млрд на модернизацию SNA, что должно снизить затраты и улучшить качество продукции.
- **Снижение производственных затрат и расширение спектра производимой продукции на Lucchini, для которой Северсталь предусматривает \$1 млрд капвложений.**
- **Увеличение производства сырья с высокой добавленной стоимостью и общего объема добычи.** Северсталь планирует осуществить капвложения в свои добывающие активы в размере \$1.8 млрд, из которых \$0.9 млрд будет использовано для увеличения добычи угля Воркутауглем на 28% с 8.6 млн т в 2006 г до 11 млн т в год к 2010 году. Кроме того, доля производства концентрата твердого коксующегося угля на Воркутаугле должна увеличиться до 75% от общего объема производства. Компания также планирует консолидировать существующие месторождения в одно и устранить узкие места. Модернизация на Кузбассугле должна поднять производство концентрата полутвердого коксующегося угля до 3.5 млн т в год. Одновременно ожидается, что производство концентрата на Олконе увеличится на 12% с 4.5 млн в 2006 году до 5.0 млн т к 2010 году. Карельский окатыш должен увеличить производство на 17% с 9.5 млн т до 11.1 млн т окатыша к 2010 году.

Сводные финансовые показатели

Илл. 83: Северсталь: Производственные и финансовые показатели

	2004	2005	2005П	2007П	2008П
Основные предположения					
Цена экспорта слэбов в СНГ, \$/т	457	379	407	402	381
Цена экспорта ГК стали в СНГ, \$/т	515	451	497	482	451
Цена экспорта ХК стали в СНГ, \$/т	578	548	567	557	526
Производство, прокат, млн					
Череповецкий металлургический комбинат	9,3	9,8	10,2	10,5	10,6
SNA	2,5	2,9	3,4	3,5	3,6
Lucchini	3,1	3,3	3,3	3,5	3,7
Отчет о прибылях и убытках, \$ млн					
Выручка	10 065	11 574	12 697	12 588	12 449
Себестоимость реализованной продукции	6 371	7 217	8 262	8 230	8 345
Амортизация	490	538	943	1 046	1 171
Валовая прибыль	3 204	3 819	3 492	3 311	2 933
Операционная прибыль	2 159	2 479	1 944	1 875	1 559
Прочие расходы	208	33	0	0	0
Прибыль до налогов	1 951	2 447	1 944	1 875	1 559
Налоги	516	595	543	417	356
Доля меньшинства	41	90	11	27	17
Чистая прибыль	1 395	1 755	1 161	1 203	998
ЕБИТДА	2 649	3 017	2 887	2 921	2 730
Капвложения	840	1 277	1 628	1 800	1 490
<i>Показатели рентабельности</i>					
Валовая рентабельность	32%	33%	28%	26%	24%
Операционная рентабельность	21%	21%	15%	15%	13%
Рентабельность ЕБИТДА	26%	26%	23%	23%	22%
Чистая рентабельность	14%	15%	9%	10%	8%
Бухгалтерский баланс, \$ млн*					
Активы					
Денежные средства и ликвидные ценные бумаги	1 090	1 326	2 317	2 585	2 261
Дебиторская задолженность	777	1 350	1 518	1 478	1 475
Мат. запасы	1 123	1 723	1 724	1 866	1 908
Всего оборотных активов	4 149	5 991	7 155	7 526	7 240
Всего внеоборотных активов	3 688	9 373	10 894	11 648	11 967
Всего активов	7 837	15 364	18 049	19 174	19 207
Обязательства					
Кредиторская задолженность	559	1 352	1 176	1 148	1 146
Краткосрочный долг	274	993	984	984	384
Прочие краткосрочные обязательства	761	808	803	803	803
Всего краткосрочных обязательств	1 593	3 154	2 964	2 935	2 333
Долгосрочный долг	1 399	1 931	2 183	2 363	2 259
Прочие долгосрочные обязательства	574	1 887	1 862	1 862	1 862
Всего долгосрочных пассивов	1 973	3 818	4 045	4 225	4 121
Итого обязательств	3 566	6 972	7 009	7 160	6 454
Акционерный капитал	4 271	8 392	11 040	12 013	12 753

*2005 бухгалтерский баланс – предварительный с Lucchini

Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Акционеры

Мажоритарный акционер Северстали Алексей Мордашов владеет 83% пакетом и является Председателем Совета директоров компании. С учетом прецедента попытки слияния Северстали с Arcelor, мы не исключаем возможность использования Мордашовым своих акций для новых сделок по слиянию и приобретению.

Илл. 84: Северсталь: Структура собственности

Алексей Мордашов	82.37%
Акции в свободном обращении	17.63%

Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Оценка

Используя модель дисконтированных денежных потоков, мы оцениваем Северсталь в \$13.8 за GDR, расчетная цена на 12 месяцев - \$15.3 за GDR. При нынешних рыночных ценах компания торгуется с коэффициентом EV/EBITDA на 2007П в 4.8х, что предполагает 12% дисконт к аналогичным компаниям развивающихся рынков, которые торгуются с коэффициентом 5.5х.

Мы присваиваем акциям Северстали рекомендацию **ПОКУПАТЬ** с расчетной ценой на 12 месяцев \$15.3 за GDR с потенциалом роста 23%.

Илл. 85: Северсталь: Оценка DCF

\$ млн	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
ЕБИТ	1 875	1 559	1 073	633	662
Налоги (на ЕБИТ)	-450	-374	-257	-152	-159
Капитальные затраты	-1 800	-1 490	-982	-877	-880
Амортизация	1 046	1 171	1 262	1 342	1 418
Изменение оборотного капитала	-131	-41	219	202	-50
СДП	540	825	1 314	1 148	990
Текущая стоимость	513	709	1 021	806	629
Конечный темп роста, %	3%				
Конечная стоимость, \$ млн	9 283				
Стоимость предприятия, \$ млн	15 498				
Чистый долг на 2006П, \$ млн	850				
Доли меньшинства, \$ млн	742				
Стоимость акционерного капитала, \$ млн	13 906				
Кол-во акций, млн	1 008				
EqV на акцию, \$	13,8				
12-месячная расчетная цена за GDR, \$	15,3				
WACC	10,6%				
Стоимость акционерного капитала	11,8%				
Безрисковая ставка	5,8%				
Премия за риск	6,0%				
Бета	1				
Стоимость привлечения внешних заемных средств	5,7%				
Стоимость привлечения заемных средств	7,5%				
Налоговая ставка	24,0%				
% акционерного капитала	80,0%				
% долга	20,0%				

Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Катализаторы

В ближайшем будущем одним из ключевых катализаторов для Северстали будет успешная реализация ее инвестпрограммы. Компания планирует снизить производственные затраты, особенно на своих зарубежных сталелитейных предприятиях и в добывающем сегменте, для увеличения производительности. К концу 2007 года Северсталь планирует консолидировать 70% пакет в СП SeverCorr, которое будет производить сталь для автомобильной промышленности.

Компания также активно ищет возможности для роста посредством сделок по слияниям и приобретениям. Успешная деятельность по слияниям и поглощениям является одним из главных катализаторов в среднесрочном и долгосрочном периодах.

Илл. 86: Основные катализаторы

Срок	Катализатор
2007	Запуск крупномасштабного промышленного производства труб большого диаметра и стана 5000
2007-2010	Повышение рентабельности на SNA и Lucchini
2007-2008	Консолидация 70% пакета SeverCorr

Источник: отчеты компании, Отдел исследований Альфа-Банка

Информация

Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций
Телефон/Факс

Аналитический отдел

Телефон/Факс
Начальник аналитического отдела
Стратегия
Нефтяная и газовая промышленность

Макроэкономика, банковский сектор
Телекоммуникации/ИТ/Интернет
Металлургия, машиностроение
Потребительские товары
Энергетика
Государственные ценные бумаги
Технический анализ
Аналитическая поддержка российских клиентов
Редакторы
Стратегия на рынке казахстанских акций
Перевод
Подготовка публикаций

Торговые операции и продажи

Телефон
Продажи иностранным клиентам
Продажи российским клиентам

Адрес

Alfa Capital Markets (Лондон)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс
Продажи, торговые операции
Продажи
Адрес

Доминик Гуалтиери
(7 495) 795-3649/(7 495) 745-7897

(7 495) 795-3676/(7 495) 745-7897
Рональд П. Смит
Кристофер Уифер, Эрик ДеПой
Дмитрий Лукашов, CFA, Константин Батунин,
Андрей Федоров
Наталья Орлова, Ольга Найденова
Виталий Купеев
Владимир Жуков, к.э.н., Валентина Богомолова
Брэди Мартин, Ульяна Есаулкова
Александр Корнилов, Элина Кулиева
Екатерина Леонова
Владимир Кравчук, к.ф.-м. н.
Ангелика Генкель, к.э.н.,
Владимир Дорогов
Майкл Макавати, Коул Эйксон
Дмитрий Лукашов, CFA, Ринат Гайнуллин
Анна Шоломицкая
Алексей Балашов

(7 495) 795-3672, (7 495) 795-3673
Кирилл Суриков, Михаил Шипицин, Шани Коган
Олег Мартыненко, Александр Насонов
Константин Шапшаров, Дмитрий Садовый,
Сергей Суворов
Проспект Академика Сахарова, 12
Москва Россия 107078

(44 20) 7588-8500/(44 20) 7382-4170
Росс Хассетт
Максим Шашенков, Марк Коулей
City Tower, 40 Basinghall Street
London, EC2V 5DE

(212) 421-8563/1-866-999-ALFA/(212) 421-7500
Джек Пауэрс
Сабрина Риччи, Скотт Ликамель, Роман Коган
540 Madison Avenue, 30th Floor
New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2007 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации ОАО «Альфа-Банк» (далее Альфа-Банк). Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и (или) суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и его дочерние компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, берут на себя валютный риск. Вложения в России сопряжены со значительным риском, и поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной третьей стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее "Alfa Capital"), являющейся дочерним предприятием Альфа-груп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица, на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.