

Аналитический обзор

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб. 12, 7 под., 18 этаж

14 июля 2008 г.

Тел: 7 (495) 258 1988

Факс: 7 (495) 258 1989

## Сталелитейная промышленность

Итоги 2007 г. и начала 2008 г.

Аналитик: Станислав Фоменко  
Эл. почта: SFomenko@veles-capital.ru

### Основные моменты

➤ Отечественные меткомбинаты большой пятерки уже успели опубликовать отчетность за 2007 г. и за первый квартал 2008 г., кроме Евраза. Евразхолдинг предоставляет инвесторам лишь годовые и полугодовые результаты, которые будут опубликованы в конце августа.

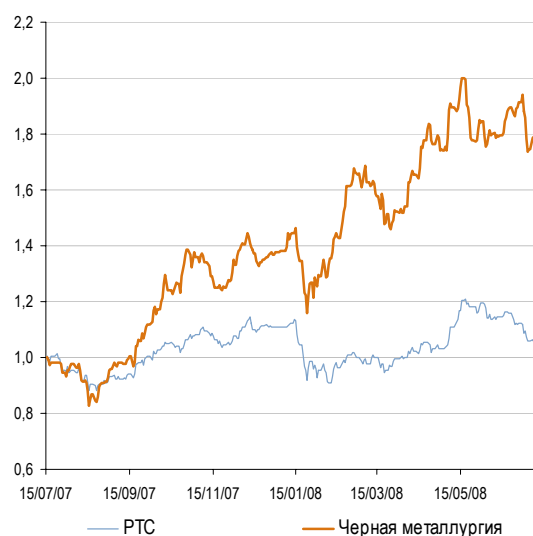
➤ Благодаря росту цен на сырьевых рынках, финансовые результаты компаний сектора все же преподнесли несколько сюрпризов. Во-первых, рост цен на сталепрокатную продукцию помноженный на рост объемов производства привел к увеличению доходов компаний - и по итогам 2007 г., и в начале текущего года. В свою очередь рост объемов продаж связан также с достаточно активной позицией большинства отечественных меткомбинатов на рынке сделок M&A. Это положительный момент.

➤ Во-вторых, из-за роста цена на сырье, компании постепенно демонстрировали снижение прибыльности в четвертом квартале прошлого года, и в первом квартале текущего, что является негативным моментом. Причем рост удельных издержек меткомбинатов был выше, чем рост цен реализации за отчетный период. Основной рост цен на сталь пришелся уже на второй квартал текущего года. Поэтому положительные изменения в эффективности компаний сектора вероятно можно будет уже увидеть только в полугодовых отчетах компаний. Также стоит отметить, что лишь один Мечел выглядел лучше всех в плане экономической эффективности, что связано с тем, что для него добывающий сектор является даже более важным, чем сталелитейный.

➤ После пересмотра моделей компаний сектора и обновления результатов сравнительного анализа, мы получили новые справедливые цены и обновили рекомендации. Так, теперь мы рекомендуем «ПОКУПАТЬ» акции Северстали, акции Евраза, Мечела и ММК – мы рекомендуем «АККУМУЛИРОВАТЬ». По акции НЛМК наша рекомендация – «ДЕРЖАТЬ».

### Основные показатели

Динамика акций компании относительно индекса РТС



#### Мультипликаторы

	P/E	EV/S	EV/ЕБИТДА	P/BV	P/Q
НЛМК	8,7	2,6	6,4	2,5	2,3
Северсталь	6,6	1,0	3,7	1,8	1,3
Евраз	8,8	2,2	6,1	4,3	2,0
Мечел	9,2	1,8	5,3	2,7	0,6
ММК	7,5	1,2	5,1	1,7	1,0

#### Показатели эффективности

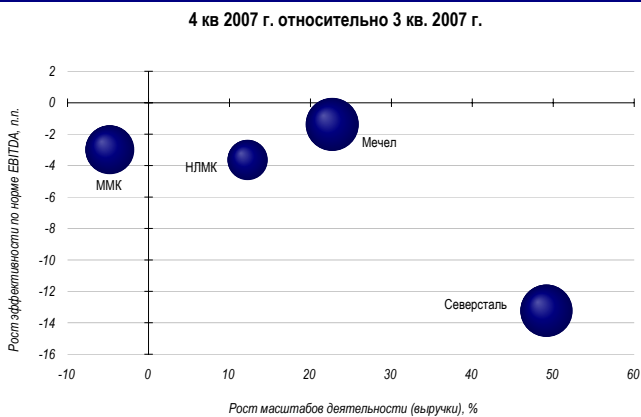
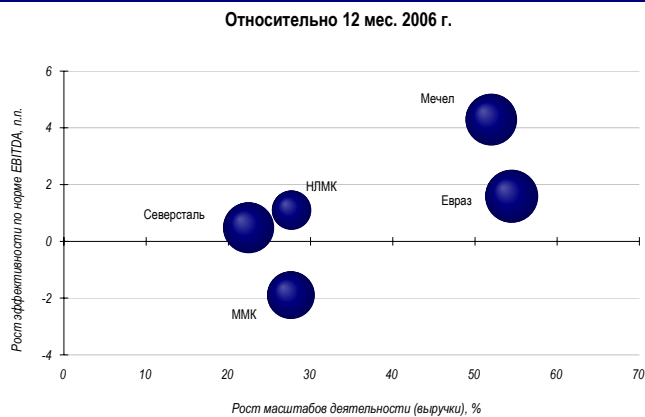
	ROIC/WACC	Норма (%) по: ЕБИТДА	ЧП	ROIC, %	ROE, %
НЛМК	3,7	44,1	29,1	38,4	40,2
Северсталь	2,3	23,9	12,7	25,6	36,3
Евраз	4,6	33,0	16,7	42,6	69,9
Мечел	3,3	25,3	13,7	30,7	34,4
ММК	3,9	27,9	21,6	42,1	55,6

#### Наши рекомендации

	Тек. цена, долл.		Спр. цена, долл.		Тек. потенциал роста, %		Рекомендация	
	пред.	тек.	пред.	тек.	пред.	тек.	пред.	тек.
НЛМК	5,20	5,36	5,75	10,6	АККУМУЛИР.	ДЕРЖАТЬ		
Северсталь	22,25	27,52	32,66	46,8	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ		
Евраз	105,50	103,21	124,76	18,3	АККУМУЛИР.	АККУМУЛИР.		
Мечел	39,10	28,68	43,82	12,1	ПОКУПАТЬ	АККУМУЛИР.		
ММК	1,28	1,75	1,51	18,3	ПОКУПАТЬ	АККУМУЛИР.		

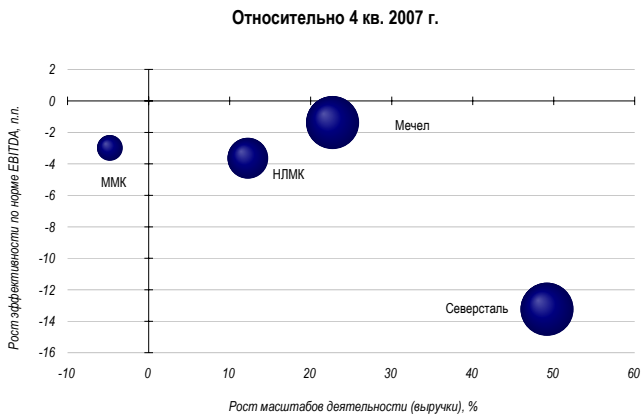
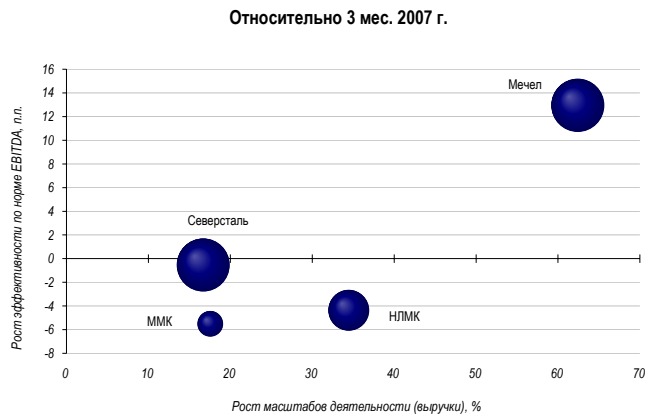
## ОСНОВНЫЕ МОМЕНТЫ

Сравнительная динамика развития компаний сектора по итогам 12 мес. 2007 г.



Размер пузырька соответствует объему выплавки стали за 9 мес. 2007 г.  
Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

Сравнительная динамика развития компаний сектора по итогам 3 мес. 2008 г.

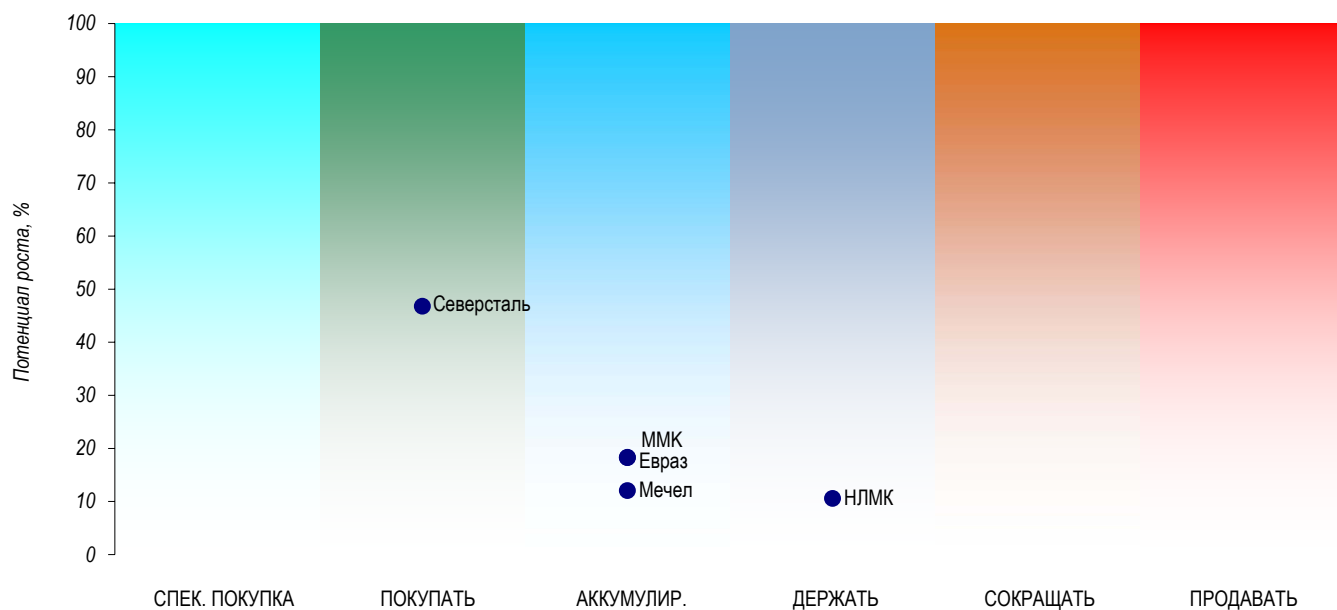


Размер пузырька соответствует объему выплавки стали за 9 мес. 2007 г.  
Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



## Инвестиционное заключение

## Наши рекомендации по акциям компаний сектора



Оценка: Велес Капитал

## История рекомендаций по акциям компаний сектора

	дата предыдущей оценки	Тек. цена, долл.	Справедливая цена, долл.			Тек. потенциал роста, %	Рекомендация	
			пред.	изменение, %	тек.		пред.	тек.
НЛМК	24.04.08	5,20	5,36	7,3	5,75	10,6	АККУМУЛИР.	ДЕРЖАТЬ
Северсталь	20.03.08	22,25	27,52	18,7	32,66	46,8	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ
Евраз	07.04.08	105,50	103,21	20,9	124,76	18,3	АККУМУЛИР.	АККУМУЛИР.
Мечел	28.01.08	39,10	28,68	52,8	43,82	12,1	ПОКУПАТЬ	АККУМУЛИР.
ММК	20.03.08	1,28	1,75	-13,9	1,51	18,3	ПОКУПАТЬ	АККУМУЛИР.

Оценка: Велес Капитал



## Финансовая модель НЛМК

### Баланс, млн долл.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Оборотные активы</b>	<b>1 676</b>	<b>2 587</b>	<b>3 436</b>	<b>3 050</b>	<b>4 388</b>	<b>6 953</b>	<b>7 854</b>	<b>9 884</b>	<b>12 490</b>	<b>15 682</b>	<b>19 093</b>	<b>22 814</b>	<b>26 967</b>
Ден. средства и эквиваленты	910	1 375	1 959	711	1 308	1 687	1 910	3 719	6 140	9 184	12 400	15 920	19 866
Дебиторская задолженность	378	589	709	1 150	1 696	2 913	3 297	3 421	3 523	3 605	3 713	3 824	3 939
Запасы	301	475	559	857	1 236	2 181	2 469	2 561	2 638	2 699	2 780	2 863	2 949
Прочие оборотные активы	86	149	209	331	147	173	178	183	189	194	200	206	212
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>1 409</b>	<b>2 578</b>	<b>2 775</b>	<b>5 667</b>	<b>8 688</b>	<b>11 590</b>	<b>12 390</b>	<b>13 160</b>	<b>13 915</b>	<b>14 261</b>	<b>14 689</b>	<b>15 130</b>	<b>15 583</b>
Основные средства, незаверш. стр. и нематериальные активы	1 333	2 459	2 609	4 747	7 828	10 653	11 425	12 166	12 891	13 207	13 603	14 011	14 431
Прочие активы	77	119	165	921	859	937	965	994	1 024	1 054	1 086	1 119	1 152
<b>Итого активы</b>	<b>3 085</b>	<b>5 166</b>	<b>6 211</b>	<b>8 717</b>	<b>13 076</b>	<b>18 543</b>	<b>20 244</b>	<b>23 044</b>	<b>26 404</b>	<b>29 943</b>	<b>33 782</b>	<b>37 943</b>	<b>42 550</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>281</b>	<b>534</b>	<b>612</b>	<b>993</b>	<b>3 002</b>	<b>3 712</b>	<b>2 467</b>	<b>2 204</b>	<b>2 269</b>	<b>2 322</b>	<b>2 392</b>	<b>2 463</b>	<b>2 537</b>
Краткосрочные займы и кредиты	6	5	5	249	1 537	1 836	343	0	0	0	0	0	0
Беспроцентные обязательства	275	529	607	745	1 466	1 876	2 124	2 204	2 269	2 322	2 392	2 463	2 537
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>178</b>	<b>326</b>	<b>392</b>	<b>781</b>	<b>975</b>	<b>2 440</b>	<b>2 348</b>	<b>2 186</b>	<b>2 028</b>	<b>1 861</b>	<b>1 706</b>	<b>1 603</b>	<b>1 651</b>
Долгосрочные займы и кредиты	12	4	45	48	73	1 219	966	752	551	350	149	0	0
Беспроцентные обязательства	166	322	346	733	902	1 221	1 382	1 434	1 477	1 511	1 556	1 603	1 651
Миноритарная доля	17	86	93	133	107	138	198	261	328	398	474	555	641
<b>Акционерный капитал и резервы</b>	<b>2 610</b>	<b>4 220</b>	<b>5 114</b>	<b>6 809</b>	<b>8 992</b>	<b>12 253</b>	<b>15 230</b>	<b>18 394</b>	<b>21 780</b>	<b>25 361</b>	<b>29 211</b>	<b>33 322</b>	<b>37 721</b>
Уставный капитал	14	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221	221
Добавочный капитал	1	1	2	2	52	52	52	52	52	52	52	52	52
Нераспределенная прибыль и резервы	2 595	3 999	4 891	6 586	8 718	11 980	14 957	18 120	21 506	25 088	28 937	33 049	37 448
<b>Итого пассивы</b>	<b>3 085</b>	<b>5 166</b>	<b>6 211</b>	<b>8 717</b>	<b>13 076</b>	<b>18 543</b>	<b>20 244</b>	<b>23 044</b>	<b>26 404</b>	<b>29 943</b>	<b>33 782</b>	<b>37 943</b>	<b>42 550</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Выручка</b>	<b>2 468</b>	<b>4 460</b>	<b>4 376</b>	<b>6 046</b>	<b>7 719</b>	<b>12 412</b>	<b>14 050</b>	<b>14 576</b>	<b>15 012</b>	<b>15 360</b>	<b>15 821</b>	<b>16 295</b>	<b>16 784</b>
Себестоимость	(1 293)	(2 080)	(2 332)	(3 074)	(3 977)	(6 762)	(7 587)	(7 902)	(8 145)	(8 365)	(8 604)	(8 873)	(9 128)
Коммерч. и админ. расходы	(110)	(150)	(164)	(514)	(657)	(943)	(1 017)	(1 087)	(1 154)	(1 181)	(1 216)	(1 253)	(1 290)
Прочие операц. доходы (расходы)	(182)	(33)	(36)	(214)	(86)	(127)	(137)	(147)	(156)	(159)	(164)	(169)	(174)
<b>Операционная прибыль (ЕБИТ)</b>	<b>882</b>	<b>2 197</b>	<b>1 844</b>	<b>2 243</b>	<b>2 998</b>	<b>4 579</b>	<b>5 309</b>	<b>5 441</b>	<b>5 558</b>	<b>5 654</b>	<b>5 837</b>	<b>6 001</b>	<b>6 192</b>
<b>ЕБИТДА</b>	<b>1 040</b>	<b>2 438</b>	<b>2 127</b>	<b>2 601</b>	<b>3 406</b>	<b>5 100</b>	<b>5 865</b>	<b>6 020</b>	<b>6 172</b>	<b>6 295</b>	<b>6 495</b>	<b>6 678</b>	<b>6 890</b>
Внеоперационные доходы (расходы)	38	143	(25)	371	10	244	264	282	299	306	315	325	334
Финансовые доходы (расходы)	(38)	(2)	74	7	149	(62)	(148)	(25)	207	434	710	1 000	1 307
<b>Прибыль до налогообложения (ЕВТ)</b>	<b>882</b>	<b>2 338</b>	<b>1 892</b>	<b>2 621</b>	<b>3 157</b>	<b>4 761</b>	<b>5 425</b>	<b>5 697</b>	<b>6 063</b>	<b>6 395</b>	<b>6 862</b>	<b>7 325</b>	<b>7 834</b>
Налог на прибыль	(223)	(567)	(494)	(529)	(887)	(1 106)	(1 299)	(1 366)	(1 454)	(1 534)	(1 647)	(1 758)	(1 880)
Прибыль от прекращенных операций			4	177	1								
Доля меньшинства	(2)	(9)	(21)	(26)	(23)	(53)	(60)	(63)	(67)	(71)	(76)	(81)	(86)
<b>Чистая прибыль (ЕАТ)</b>	<b>656</b>	<b>1 762</b>	<b>1 381</b>	<b>2 066</b>	<b>2 247</b>	<b>3 602</b>	<b>4 066</b>	<b>4 269</b>	<b>4 542</b>	<b>4 790</b>	<b>5 140</b>	<b>5 486</b>	<b>5 867</b>
Прибыль на акцию (EPS), долл.	0,11	0,29	0,23	0,34	0,37	0,60	0,68	0,71	0,76	0,80	0,86	0,92	0,98

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### Отчет о движении денежных средств, тыс. долл.

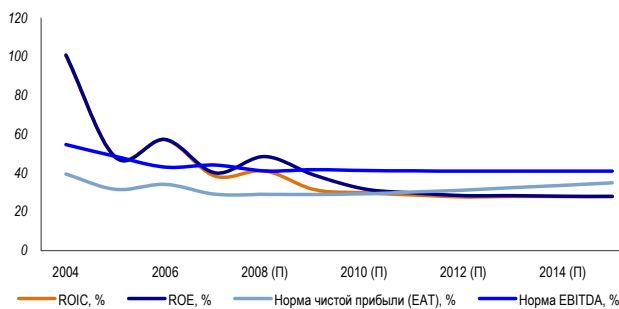
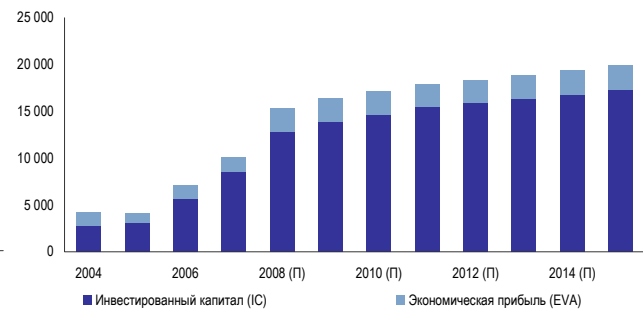
	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Операционная деятельность</b>												
Чистая прибыль (ЕАТ)	1 762	1 381	2 066	2 247	3 602	4 066	4 269	4 542	4 790	5 140	5 486	5 867
Амортизация	241	283	358	408	520	556	579	615	641	658	678	698
Доля меньшинства	9	21	26	23	53	60	63	67	71	76	81	86
Изменение чистых операционных активов	(38)	(162)	(338)	149	(1 457)	(269)	(90)	(76)	(62)	(80)	(82)	(85)
Прочие корректировки	(306)	0	(527)	(304)	(136)	(161)	(157)	(305)	(504)	(754)	(1 018)	(1 307)
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>1 669</b>	<b>1 524</b>	<b>1 585</b>	<b>2 524</b>	<b>2 583</b>	<b>4 252</b>	<b>4 664</b>	<b>4 843</b>	<b>4 935</b>	<b>5 039</b>	<b>5 144</b>	<b>5 260</b>
<b>Инвестиционная деятельность</b>												
Изменение внеоборотных активов	(1 410)	(479)	(3 251)	(3 428)	(3 422)	(1 356)	(1 349)	(1 370)	(987)	(1 086)	(1 118)	(1 152)
Изменение краткоср. фин. вложений	155	(9)	(11)	(108)	153	0	(1 738)	(2 362)	(2 996)	(3 154)	(3 455)	(3 880)
Прочие статьи	1 157	(55)	1 219	2 268	136	161	157	305	504	754	1 018	1 307
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	<b>(98)</b>	<b>(542)</b>	<b>(2 043)</b>	<b>(1 268)</b>	<b>(3 133)</b>	<b>(1 196)</b>	<b>(2 930)</b>	<b>(3 426)</b>	<b>(3 479)</b>	<b>(3 485)</b>	<b>(3 556)</b>	<b>(3 725)</b>
<b>Финансовая деятельность</b>												
Изменение долга	(9)	42	246	1 313	1 445	(1 745)	(557)	(201)	(201)	(201)	(149)	0
Изменение акционерного капитала	241	(115)	515	(915)	667	0	0	0	0	0	0	0
Выплата дивидендов	(333)	(386)	(870)	(722)	(1 029)	(1 089)	(1 105)	(1 156)	(1 208)	(1 291)	(1 375)	(1 468)
Прочие статьи	(925)	113	(824)	(506)								
<b>Финансовый денежный поток</b>	<b>(1 026)</b>	<b>(347)</b>	<b>(933)</b>	<b>(830)</b>	<b>1 082</b>	<b>(2 834)</b>	<b>(1 663)</b>	<b>(1 357)</b>	<b>(1 409)</b>	<b>(1 491)</b>	<b>(1 524)</b>	<b>(1 468)</b>
Влияние курсовых разниц	74	(59)	132	63	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)
<b>Изменение денежных средств за период</b>	<b>619</b>	<b>576</b>	<b>(1 259)</b>	<b>489</b>	<b>532</b>	<b>223</b>	<b>71</b>	<b>59</b>	<b>47</b>	<b>63</b>	<b>65</b>	<b>66</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

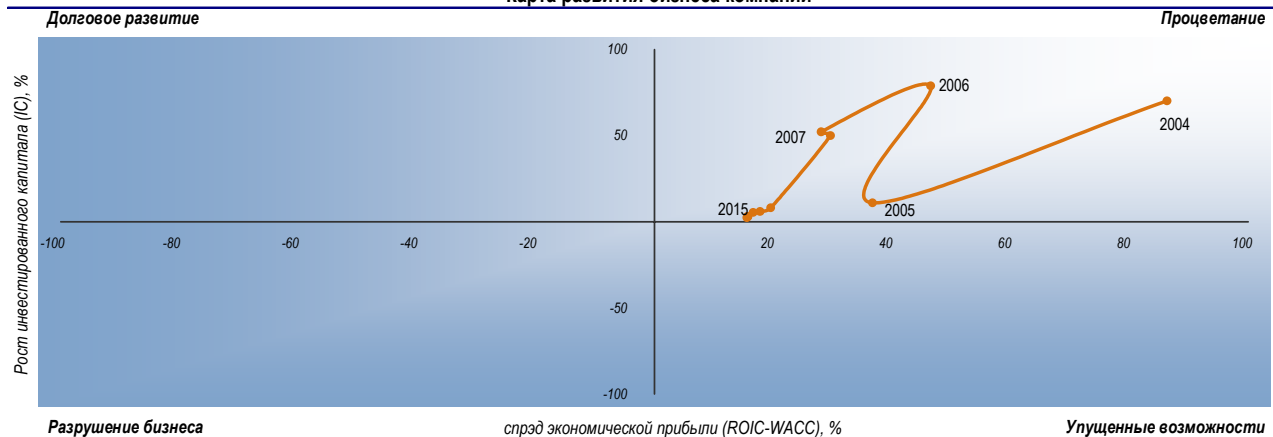
## Анализ финансового состояния НЛМК

### Анализ экономической эффективности бизнеса

		2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Факторный анализ ROIC:</b>													
	чувствит.												
Норма EBITDA, %	0,78	54,7	48,6	43,0	44,1	41,1	41,7	41,3	41,1	41,0	41,1	41,0	41,1
эфф. налоговая ставка, %	-0,42	24,2	26,1	20,2	28,1	23,2	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
период амортизации, лет	0,15	7,9	9,0	10,3	13,9	17,6	19,8	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4
оборотчиваемость капитала	0,30	2,69	1,55	1,93	1,38	1,45	1,10	1,05	1,02	0,99	1,00	1,00	1,00
<b>ROIC, %</b>		<b>100,5</b>	<b>48,3</b>	<b>57,1</b>	<b>38,4</b>	<b>41,2</b>	<b>31,5</b>	<b>29,8</b>	<b>28,7</b>	<b>27,7</b>	<b>27,9</b>	<b>27,9</b>	<b>27,9</b>
ROE, %		101,0	48,1	57,3	40,2	48,5	38,9	31,8	29,8	28,4	28,4	28,1	27,9
ROA, %		57,1	26,7	33,3	25,8	27,5	21,9	21,1	19,7	18,1	17,2	16,2	15,5
Норма чистой прибыли (EAT), %		39,5	31,6	34,2	29,1	29,0	28,9	29,3	30,3	31,2	32,5	33,7	35,0
Норма EBIT, %		49,3	42,1	37,1	38,8	36,9	37,8	37,3	37,0	36,8	36,9	36,8	36,9
Дивидендный выход, %		18,9	28,0	42,1	32,1	28,6	26,8	25,9	25,4	25,2	25,1	25,1	25,0

**Динамика показателей рентабельности, %**

**Динамика стоимости, млн долл.**


### Карта развития бизнеса компании


**Разрушение бизнеса**
**спред экономической прибыли (ROIC-WACC), %**
**Упущенные возможности**

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### Анализ финансового состояния

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)	
<b>Лeverидж:</b>													
Финансовый рычаг	0,00	0,01	0,04	0,18	0,25	0,09	0,04	0,03	0,01	0,01	0,00	0,00	
Эффект операционного рычага	1,03	1,04	0,97	1,04	1,04	1,03	1,03	1,03	1,04	1,03	1,04	1,03	
Эффект финансового рычага	1,01	1,01	1,01	1,01	1,05	1,06	1,03	1,02	1,01	1,01	1,00	1,00	
<b>Показатели долговой нагрузки:</b>													
Долг / EBITDA	0,00	0,02	0,11	0,47	0,60	0,22	0,12	0,09	0,06	0,02	-	-	
Краткосрочный долг / чистая прибыль	0,00	0,00	0,12	0,68	0,51	0,08	-	-	-	-	-	-	
Долг / выручка	0,00	0,01	0,05	0,21	0,25	0,09	0,05	0,04	0,02	0,01	-	-	
Долг / активы	0,00	0,01	0,03	0,12	0,16	0,06	0,03	0,02	0,01	0,00	-	-	
EBITDA / проценты к уплате	189,34	138,32	87,61	108,41	25,69	19,02	33,09	62,59	89,95	148,53	361,31	-	
<b>Показатели ликвидности:</b>													
коэф. покрытия (>2)	4,85	5,62	3,07	1,46	1,87	3,18	4,49	5,50	6,75	7,98	9,26	10,63	
коэф. быстрой ликвидности (>1)	3,68	4,36	1,87	1,00	1,24	2,11	3,24	4,26	5,51	6,74	8,01	9,38	
коэф. абсолют. ликвидности (>0,2)	2,58	3,20	0,72	0,44	0,45	0,77	1,69	2,71	3,95	5,18	6,46	7,83	
<b>Показатели оборачиваемости (дней):</b>													
дебиторской задолженности	48	58	69	79	84	84	84	84	84	84	84	84	
беспроцентных обязательств	69	78	88	110	90	90	90	90	90	90	90	90	
запасов	38	46	51	58	63	63	63	63	63	63	63	63	
внеоборотных активов	208	228	337	405	336	317	325	334	334	334	334	334	
чистого оборотного капитала	208	282	167	133	148	192	244	300	368	434	504	578	

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



## Оценка стоимости НЛМК

## Расчет справедливой стоимости акционерного капитала на конец текущего года, млн долл.

	EV	TV	Сagr, %	Чистый долл	SV	Цена, долл. обывк.	прив.	Вес
Доходный подход								
1. Концепция оценки единого объекта (расчет SV через оценку EV)								
Классический метод DCF (FCFF)	38 013	20 866	3,0	1 368	36 646	6,115	-	0,20
Метод EVA	38 083	13 138	3,0	1 368	36 715	6,126	-	0,20
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV)								
Метод DCF (FCFE)	38 140	20 866	3,0	1 368	36 773	6,136	-	0,20
Метод EBO	38 103	13 138	3,0	1 368	36 735	6,129	-	0,20
Сравнительный подход								
Мультипликативный анализ	26 803	-	-	1 368	25 436	4,244	-	0,20
Затратный подход								
Метод чистых активов	10 359	-	-	1 368	8 992	1,500	-	0,00
<b>Средневзвешенная оценка</b>	<b>35 828</b>				<b>34 461</b>	<b>5,750</b>	<b>-</b>	<b>1,00</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>1. Концепция оценки единого объекта (EV): метод DCF (FCFF)</b>												
NORAT	1 665	1 363	1 790	2 156	3 516	4 037	4 136	4 224	4 298	4 436	4 560	4 706
Валовый операционный ден. поток	1 906	1 646	2 148	2 563	4 036	4 593	4 715	4 839	4 938	5 094	5 238	5 404
Валовые инвестиционные потребности:	(1 405)	(595)	(2 833)	(3 340)	(4 802)	(1 597)	(1 410)	(1 415)	(1 018)	(1 134)	(1 168)	(1 203)
в т.ч. в основные средства	(1 368)	(433)	(2 495)	(3 489)	(3 345)	(1 328)	(1 320)	(1 340)	(956)	(1 054)	(1 086)	(1 118)
в чистые оборотные активы	(38)	(162)	(338)	149	(1 457)	(269)	(90)	(76)	(62)	(80)	(82)	(85)
<b>Своб. ден. поток фирмы (FCFF)</b>	<b>501</b>	<b>1 051</b>	<b>(685)</b>	<b>(777)</b>	<b>(766)</b>	<b>2 996</b>	<b>3 305</b>	<b>3 424</b>	<b>3 920</b>	<b>3 960</b>	<b>4 070</b>	<b>4 201</b>
<b>2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV): метод DCF (FCFE)</b>												
Операционная чистая прибыль (OEAT)	1 655	1 352	1 767	2 133	3 363	3 803	3 998	4 149	4 244	4 403	4 546	4 706
Привлечение (погашение) займов	(9)	42	246	1 313	1 445	(1 745)	(557)	(201)	(201)	(201)	(149)	0
Валовый акционерный ден. поток	1 888	1 676	2 371	3 854	5 328	2 614	4 020	4 563	4 684	4 860	5 075	5 404
Валовые инвестиционные потребности:	(1 405)	(595)	(2 833)	(3 340)	(4 802)	(1 597)	(1 410)	(1 415)	(1 018)	(1 134)	(1 168)	(1 203)
в т.ч. в основные средства	(1 368)	(433)	(2 495)	(3 489)	(3 345)	(1 328)	(1 320)	(1 340)	(956)	(1 054)	(1 086)	(1 118)
в чистые оборотные активы	(38)	(162)	(338)	149	(1 457)	(269)	(90)	(76)	(62)	(80)	(82)	(85)
<b>Своб. ден. поток для акционеров (FCFE)</b>	<b>482</b>	<b>1 081</b>	<b>(462)</b>	<b>514</b>	<b>527</b>	<b>1 017</b>	<b>2 610</b>	<b>3 148</b>	<b>3 667</b>	<b>3 726</b>	<b>3 907</b>	<b>4 201</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Расчет потока экономической прибыли, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>1. Концепция оценки единого объекта (EV): метод EVA</b>												
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	86,3	36,7	46,5	28,1	29,6	19,6	17,8	16,6	15,6	15,7	15,7	15,7
Инвестированный капитал (IC)	2 821	3 133	5 608	8 541	12 822	13 863	14 694	15 494	15 872	16 348	16 838	17 343
<b>Экономическая прибыль (EVA)</b>	<b>1 430</b>	<b>1 036</b>	<b>1 458</b>	<b>1 574</b>	<b>2 531</b>	<b>2 510</b>	<b>2 464</b>	<b>2 442</b>	<b>2 411</b>	<b>2 498</b>	<b>2 560</b>	<b>2 645</b>
<b>2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV): метод EBO</b>												
Спрэд SVA (ROE-ks), %	86,8	36,4	46,4	28,7	35,5	26,5	19,5	17,5	16,1	16,1	15,8	15,7
Акционерный инвестир. капитал (E)	2 812	3 083	5 311	6 931	9 768	12 554	13 942	14 944	15 521	16 198	16 838	17 343
<b>Акционерная эк. прибыль (SVA)</b>	<b>1 423</b>	<b>1 024</b>	<b>1 431</b>	<b>1 525</b>	<b>2 462</b>	<b>2 586</b>	<b>2 450</b>	<b>2 435</b>	<b>2 411</b>	<b>2 502</b>	<b>2 565</b>	<b>2 645</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

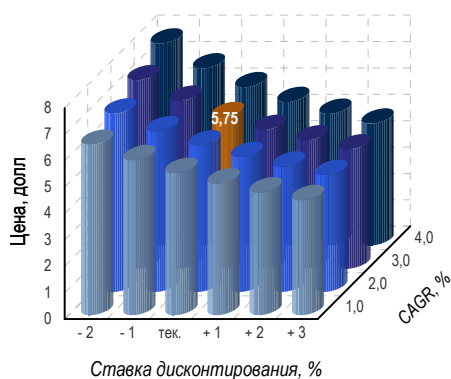
## Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Безрисковая доходность (РФ) <math>k_{RF}</math>, %</b>	<b>8,11</b>	<b>5,57</b>	<b>4,66</b>	<b>4,78</b>	<b>5,95</b>	<b>5,95</b>	<b>5,95</b>	<b>5,95</b>	<b>5,95</b>	<b>5,95</b>	<b>5,95</b>	<b>5,95</b>
Средняя доходность развитых рынков за пять лет, %	3,88	3,40	3,47	3,76	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99
Текущий спрэд дефолта РФ, %	4,23	2,17	1,19	1,02	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
<b>Треб. доходность акционеров <math>k_S</math>, %</b>	<b>14,17</b>	<b>11,65</b>	<b>10,88</b>	<b>11,44</b>	<b>13,01</b>	<b>12,46</b>	<b>12,33</b>	<b>12,30</b>	<b>12,27</b>	<b>12,25</b>	<b>12,24</b>	<b>12,24</b>
Акционерная премия, %	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
$\beta_L$ коэфф. (с учетом финансового левериджа)	0,95	0,96	0,98	1,07	1,15	1,04	1,02	1,01	1,00	1,00	1,00	1,00
Премия за качество корпоративного управления, %	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
<b>Треб. доходность кредиторов <math>k_D</math>, %</b>	<b>9,41</b>	<b>6,87</b>	<b>5,96</b>	<b>6,08</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>
Премия за кредитный риск, %	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
<b>Структура капитала:</b>												
Доля источника «собственный капитал», %	99,8	99,0	95,8	84,8	80,0	92,1	96,1	97,5	98,6	99,5	100,0	100,0
Доля источника «заемный капитал», %	0,2	1,0	4,2	15,2	20,0	7,9	3,9	2,5	1,4	0,5	0,0	0,0
<b>WACC, %</b>	<b>14,15</b>	<b>11,59</b>	<b>10,62</b>	<b>10,37</b>	<b>11,52</b>	<b>11,91</b>	<b>12,06</b>	<b>12,13</b>	<b>12,18</b>	<b>12,21</b>	<b>12,24</b>	<b>12,24</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



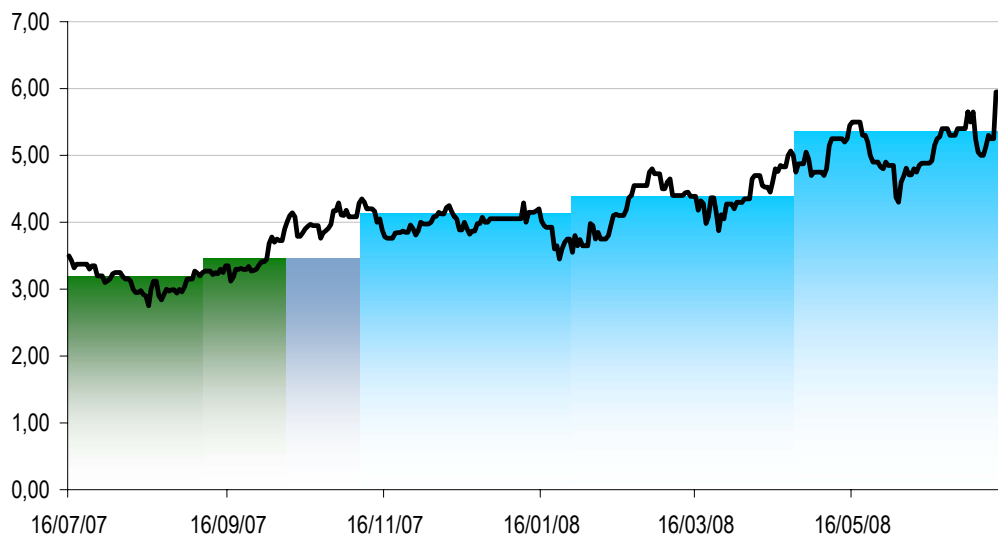
### Анализ чувствительности средневзвешенной справедливой цены акции



Ставка дисконтирования, %	CAGR, %			
	1,0	2,0	3,0	4,0
-3	7,19	7,62	8,18	8,96
-2	6,46	6,76	7,14	7,65
-1	5,87	6,09	6,36	6,71
тек.	5,39	5,55	<b>5,75</b>	6,00
+1	4,99	5,11	5,26	5,44
+2	4,65	4,74	4,85	4,99
+3	4,36	4,43	4,52	4,62

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### История рекомендации



- NLMK RU Equity
  - Цель на год и рекомендация\*:
  - ПОКУПАТЬ
  - СПЕК. ПОКУПКА
  - АККУМУЛИРОВАТЬ
  - ДЕРЖАТЬ
  - СОКРАЩАТЬ
  - ПРОДАВАТЬ
  - ОТСУТСТВУЕТ
- \* Верхняя граница области соответствует справедливому уровню



## Финансовая модель Северстали

### Баланс, млн долл.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Оборотные активы</b>	<b>1 567</b>	<b>3 912</b>	<b>5 996</b>	<b>7 479</b>	<b>8 048</b>	<b>10 883</b>	<b>11 903</b>	<b>13 758</b>	<b>16 680</b>	<b>19 913</b>	<b>23 319</b>	<b>26 888</b>	<b>30 647</b>
Ден. средства и эквиваленты	715	1 587	2 270	3 170	2 493	3 117	3 428	5 241	8 140	11 132	14 275	17 572	21 052
Дебиторская задолженность	219	743	1 348	1 452	1 798	2 725	2 997	3 002	2 999	3 083	3 175	3 270	3 368
Запасы (вкл. НДС)	345	1 024	2 168	2 562	2 893	4 067	4 474	4 482	4 477	4 602	4 740	4 882	5 029
Прочие оборотные активы	288	558	210	295	863	974	1 003	1 034	1 065	1 097	1 129	1 163	1 198
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>2 307</b>	<b>2 671</b>	<b>5 816</b>	<b>7 234</b>	<b>9 273</b>	<b>10 154</b>	<b>10 671</b>	<b>10 988</b>	<b>11 291</b>	<b>11 608</b>	<b>11 956</b>	<b>12 315</b>	<b>12 684</b>
Основные средства, незаверш. стр. и нематериальные активы	1 998	2 495	5 676	7 087	9 032	9 885	10 394	10 703	10 997	11 305	11 644	11 994	12 353
Прочие активы	309	176	139	148	242	269	277	285	294	303	312	321	331
<b>Итого активы</b>	<b>3 874</b>	<b>6 584</b>	<b>11 812</b>	<b>14 714</b>	<b>17 321</b>	<b>21 037</b>	<b>22 574</b>	<b>24 746</b>	<b>27 971</b>	<b>31 521</b>	<b>35 275</b>	<b>39 202</b>	<b>43 331</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>581</b>	<b>952</b>	<b>3 189</b>	<b>2 978</b>	<b>3 291</b>	<b>3 949</b>	<b>4 072</b>	<b>3 726</b>	<b>3 722</b>	<b>3 826</b>	<b>3 941</b>	<b>4 059</b>	<b>4 181</b>
Краткосрочные займы и кредиты	186	228	996	958	973	567	353	0	0	0	0	0	0
Беспроцентные обязательства	395	724	2 193	2 020	2 318	3 382	3 720	3 726	3 722	3 826	3 941	4 059	4 181
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>631</b>	<b>1 708</b>	<b>2 908</b>	<b>3 182</b>	<b>3 924</b>	<b>4 074</b>	<b>2 433</b>	<b>1 811</b>	<b>1 809</b>	<b>1 859</b>	<b>1 915</b>	<b>1 973</b>	<b>2 032</b>
Долгосрочные займы и кредиты	343	1 370	1 932	2 048	2 813	2 431	625	0	0	0	0	0	0
Беспроцентные обязательства	287	338	976	1 134	1 111	1 643	1 808	1 811	1 809	1 859	1 915	1 973	2 032
Миноритарная доля	60	64	491	558	479	600	723	848	974	1 107	1 246	1 391	1 545
<b>Акционерный капитал и резервы</b>	<b>2 601</b>	<b>3 859</b>	<b>5 224</b>	<b>7 996</b>	<b>9 627</b>	<b>12 414</b>	<b>15 345</b>	<b>18 361</b>	<b>21 466</b>	<b>24 729</b>	<b>28 173</b>	<b>31 780</b>	<b>35 574</b>
Уставный капитал	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311
Добавочный капитал	0	0	60	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166
Нераспределенная прибыль и резервы	(710)	548	1 853	3 520	5 150	7 937	10 868	13 884	16 989	20 252	23 697	27 303	31 097
<b>Итого пассивы</b>	<b>3 874</b>	<b>6 584</b>	<b>11 812</b>	<b>14 714</b>	<b>17 321</b>	<b>21 037</b>	<b>22 574</b>	<b>24 746</b>	<b>27 971</b>	<b>31 521</b>	<b>35 275</b>	<b>39 202</b>	<b>43 331</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Выручка</b>	<b>2 468</b>	<b>6 269</b>	<b>10 452</b>	<b>12 449</b>	<b>15 245</b>	<b>21 523</b>	<b>23 675</b>	<b>23 716</b>	<b>23 689</b>	<b>24 352</b>	<b>25 082</b>	<b>25 835</b>	<b>26 610</b>
Себестоимость	(1 883)	(2 920)	(6 831)	(8 601)	(10 542)	(14 996)	(16 293)	(16 430)	(16 488)	(16 967)	(17 455)	(17 999)	(18 518)
Коммерч. и админ. расходы	(470)	(489)	(1 182)	(1 352)	(1 601)	(2 003)	(2 106)	(2 169)	(2 228)	(2 291)	(2 359)	(2 430)	(2 503)
Прочие операц. доходы (расходы)	665	(937)	(132)	(181)	(259)	508	535	551	566	581	599	617	635
<b>Операционная прибыль (ЕВИТ)</b>	<b>780</b>	<b>1 923</b>	<b>2 306</b>	<b>2 314</b>	<b>2 843</b>	<b>5 032</b>	<b>5 810</b>	<b>5 668</b>	<b>5 538</b>	<b>5 676</b>	<b>5 867</b>	<b>6 022</b>	<b>6 224</b>
<b>ЕВИТДА</b>	<b>780</b>	<b>2 051</b>	<b>2 803</b>	<b>2 918</b>	<b>3 646</b>	<b>6 080</b>	<b>6 886</b>	<b>6 766</b>	<b>6 668</b>	<b>6 837</b>	<b>7 062</b>	<b>7 253</b>	<b>7 492</b>
Внеоперационные доходы (расходы)	0	(0)	18	(92)	(76)	(73)	(77)	(79)	(81)	(83)	(86)	(88)	(91)
Финансовые доходы (расходы)	(13)	(33)	(198)	(109)	(112)	(277)	(190)	(14)	218	338	462	593	730
<b>Прибыль до налогообложения (ЕВТ)</b>	<b>766</b>	<b>1 890</b>	<b>2 125</b>	<b>2 112</b>	<b>2 654</b>	<b>4 682</b>	<b>5 544</b>	<b>5 575</b>	<b>5 675</b>	<b>5 930</b>	<b>6 243</b>	<b>6 527</b>	<b>6 863</b>
Налог на прибыль	(162)	(482)	(501)	(602)	(681)	(1 182)	(1 335)	(1 340)	(1 363)	(1 424)	(1 499)	(1 567)	(1 647)
Доля меньшинства	(8)	(7)	(64)	(56)	(37)	(103)	(124)	(124)	(127)	(132)	(139)	(146)	(153)
<b>Чистая прибыль (ЕАТ)</b>	<b>597</b>	<b>1 401</b>	<b>1 561</b>	<b>1 454</b>	<b>1 936</b>	<b>3 397</b>	<b>4 086</b>	<b>4 111</b>	<b>4 185</b>	<b>4 374</b>	<b>4 605</b>	<b>4 815</b>	<b>5 063</b>
Прибыль на акцию (EPS), долл.	0,59	1,39	1,55	1,44	1,92	3,37	4,05	4,08	4,15	4,34	4,57	4,78	5,02

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### Отчет о движении денежных средств, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Операционная деятельность</b>												
Чистая прибыль (ЕАТ)	1 401	1 561	1 454	1 936	3 397	4 086	4 111	4 185	4 374	4 605	4 815	5 063
Амортизация	128	497	604	803	1 048	1 076	1 099	1 130	1 161	1 195	1 231	1 268
Доля меньшинства	7	64	56	37	103	124	124	127	132	139	146	153
Изменение чистых операционных активов	(1 094)	707	(598)	(970)	(616)	(206)	(33)	(29)	(86)	(93)	(96)	(99)
Прочие корректировки	194	(894)	214	509	(124)	(139)	(142)	(218)	(338)	(462)	(593)	(730)
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>637</b>	<b>1 935</b>	<b>1 730</b>	<b>2 315</b>	<b>3 808</b>	<b>4 940</b>	<b>5 158</b>	<b>5 195</b>	<b>5 243</b>	<b>5 384</b>	<b>5 503</b>	<b>5 655</b>
<b>Инвестиционная деятельность</b>												
Изменение внеоборотных активов	(492)	(3 641)	(2 022)	(2 841)	(1 929)	(1 592)	(1 415)	(1 433)	(1 478)	(1 543)	(1 590)	(1 637)
Изменение краткоср. фин. вложений	(412)	(280)	(527)	596	874	0	(1 806)	(2 903)	(2 896)	(3 037)	(3 188)	(3 367)
Прочие статьи	68	2 743	380	264	124	139	142	218	338	462	593	730
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	<b>(836)</b>	<b>(1 178)</b>	<b>(2 169)</b>	<b>(1 982)</b>	<b>(931)</b>	<b>(1 453)</b>	<b>(3 079)</b>	<b>(4 119)</b>	<b>(4 036)</b>	<b>(4 118)</b>	<b>(4 185)</b>	<b>(4 275)</b>
<b>Финансовая деятельность</b>												
Изменение долга	1 069	1 329	78	780	(787)	(2 021)	(978)	0	0	0	0	0
Изменение акционерного капитала	190	444	1 598	315	478	0	0	0	0	0	0	0
Выплата дивидендов	(337)	(278)	(269)	(736)	(1 070)	(1 154)	(1 095)	(1 080)	(1 111)	(1 161)	(1 209)	(1 268)
Прочие статьи	(255)	(1 945)	(680)	(928)								
<b>Финансовый денежный поток</b>	<b>667</b>	<b>(449)</b>	<b>726</b>	<b>(569)</b>	<b>(1 380)</b>	<b>(3 175)</b>	<b>(2 072)</b>	<b>(1 080)</b>	<b>(1 111)</b>	<b>(1 161)</b>	<b>(1 209)</b>	<b>(1 268)</b>
Влияние курсовых разниц	(7)	95	86	155	0	(0)	0	(0)	0	(0)	(0)	0
<b>Изменение денежных средств за период</b>	<b>461</b>	<b>404</b>	<b>373</b>	<b>(81)</b>	<b>1 497</b>	<b>312</b>	<b>6</b>	<b>(4)</b>	<b>96</b>	<b>106</b>	<b>109</b>	<b>112</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



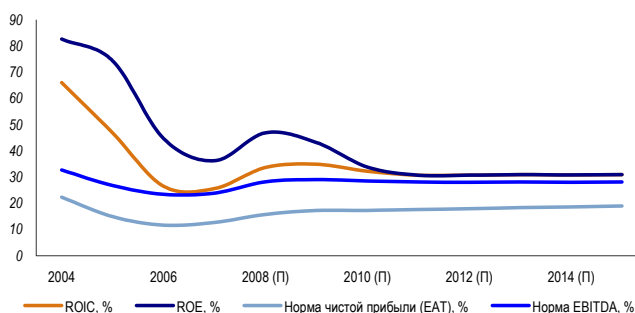


## Анализ финансового состояния Северстали

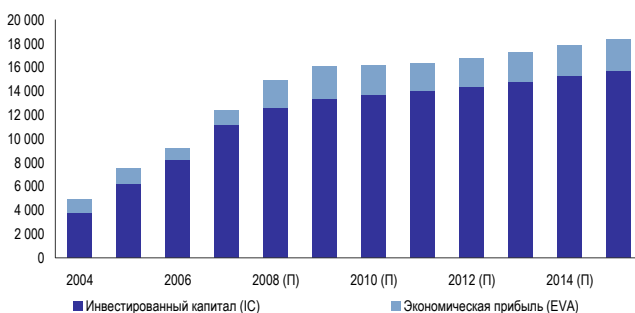
## Анализ экономической эффективности бизнеса

		2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Факторный анализ ROIC:</b>													
	чувствит.												
Норма EBITDA, %	1,16	32,7	26,8	23,4	23,9	28,2	29,1	28,5	28,1	28,1	28,2	28,1	28,2
эфф. налоговая ставка, %	-0,35	25,5	23,6	28,5	25,7	25,2	24,1	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
период амортизации, лет	0,06	17,6	8,2	10,6	12,2	9,1	9,4	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
оборачиваемость капитала	0,19	2,89	2,78	2,00	1,85	1,93	1,87	1,78	1,73	1,74	1,74	1,74	1,74
<b>ROIC, %</b>		<b>66,1</b>	<b>46,9</b>	<b>26,5</b>	<b>25,6</b>	<b>33,7</b>	<b>34,9</b>	<b>32,3</b>	<b>30,8</b>	<b>30,8</b>	<b>31,0</b>	<b>30,9</b>	<b>31,0</b>
ROE, %		82,7	74,4	44,7	36,3	47,0	43,2	33,9	30,8	30,8	31,0	30,9	31,0
ROA, %		36,2	23,7	12,3	13,2	19,6	19,4	18,2	16,9	15,6	14,6	13,6	12,9
Норма чистой прибыли (EAT), %		22,4	14,9	11,7	12,7	15,8	17,3	17,3	17,7	18,0	18,4	18,6	19,0
Норма EBIT, %		30,7	22,1	18,6	18,7	23,4	24,5	23,9	23,4	23,3	23,4	23,3	23,4
Дивидендный выход, %		24,1	17,8	18,5	38,0	31,5	28,3	26,6	25,8	25,4	25,2	25,1	25,1

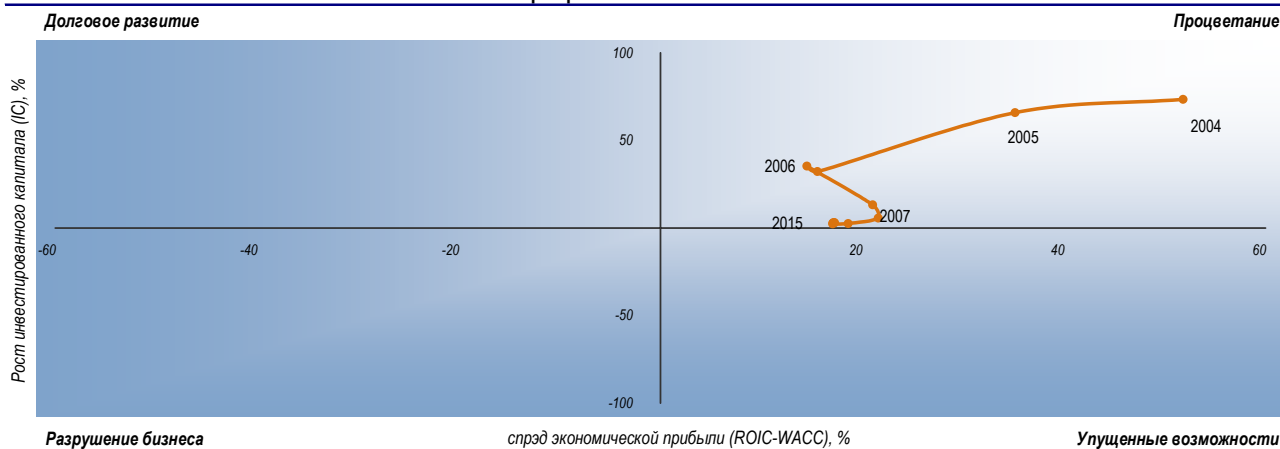
Динамика показателей рентабельности, %



Динамика стоимости, млн долл.



## Карта развития бизнеса компании



Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Анализ финансового состояния

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Лeverидж:</b>												
Финансовый рычаг	0,41	0,56	0,38	0,39	0,24	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Эффект операционного рычага	0,59	1,09	1,11	1,10	1,22	1,19	1,21	1,21	1,22	1,21	1,22	1,21
Эффект финансового рычага	1,06	1,10	1,12	1,11	1,09	1,06	1,03	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Показатели долговой нагрузки:</b>												
Долг / EBITDA	0,78	1,04	1,03	1,04	0,49	0,14	-	-	-	-	-	-
Краткосрочный долг / чистая прибыль	0,16	0,64	0,66	0,50	0,17	0,09	-	-	-	-	-	-
Долг / выручка	0,25	0,28	0,24	0,25	0,14	0,04	-	-	-	-	-	-
Долг / активы	0,24	0,25	0,20	0,22	0,14	0,04	-	-	-	-	-	-
EBITDA / проценты к уплате	19,71	13,80	11,91	12,65	15,14	20,95	43,32	-	-	-	-	-
<b>Показатели ликвидности:</b>												
коэф. покрытия (>2)	4,11	1,88	2,51	2,45	2,76	2,92	3,69	4,48	5,20	5,92	6,62	7,33
коэф. быстрой ликвидности (>1)	2,45	1,13	1,55	1,30	1,48	1,58	2,21	2,99	3,72	4,43	5,13	5,84
коэф. абсолют. ликвидности (>0,2)	1,67	0,71	1,06	0,76	0,79	0,84	1,41	2,19	2,91	3,62	4,33	5,04
<b>Показатели оборачиваемости (дней):</b>												
дебиторской задолженности	43	46	42	42	46	46	46	46	46	46	46	46
беспроцентных обязательств	61	109	91	81	84	84	84	84	84	84	84	84
запасов	59	75	74	68	68	68	68	68	68	68	68	68
внеоборотных активов	153	200	209	219	170	162	167	172	172	172	172	172
чистого оборотного капитала	212	172	189	167	173	176	209	253	294	335	375	415

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



## Оценка стоимости Северстали

## Расчет справедливой стоимости акционерного капитала на конец текущего года, млн долл.

	EV	TV	Сagr, %	Чистый долг	SV	Цена, долл. обывк. прив.		Вес
Доходный подход								
1. Концепция оценки единого объекта (расчет SV через оценку EV)								
Классический метод DCF (FCFF)	33 472	16 713	3	(118)	33 590	33,33	-	0,20
Метод EVA	33 519	10 311	3	(118)	33 638	33,38	-	0,20
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV)								
Метод DCF (FCFE)	33 613	16 713	3	(118)	33 731	33,47	-	0,20
Метод EBO	33 610	10 311	3	(118)	33 728	33,47	-	0,20
Сравнительный подход								
Мультипликативный анализ	29 740	-	-	(118)	29 858	29,63	-	0,20
Затратный подход								
Метод чистых активов	9 508	-	-	(118)	9 627	9,55	-	0,00
<b>Средневзвешенная оценка</b>	<b>32 791</b>				<b>32 909</b>	<b>32,66</b>	<b>-</b>	<b>1,00</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
1. Концепция оценки единого объекта (EV): метод DCF (FCFF)												
NORAT	1 433	1 763	1 654	2 114	3 761	4 411	4 305	4 208	4 313	4 458	4 577	4 730
Валовый операционный ден. поток	1 561	2 259	2 258	2 916	4 810	5 487	5 404	5 338	5 474	5 653	5 808	5 998
Валовые инвестиционные потребности:	(1 719)	(2 971)	(2 612)	(3 718)	(2 518)	(1 790)	(1 441)	(1 453)	(1 555)	(1 627)	(1 676)	(1 726)
в т.ч. в основные средства	(625)	(3 678)	(2 014)	(2 747)	(1 902)	(1 584)	(1 407)	(1 425)	(1 469)	(1 534)	(1 580)	(1 628)
в чистые оборотные активы	(1 094)	707	(598)	(970)	(616)	(206)	(33)	(29)	(86)	(93)	(96)	(99)
<b>Своб. ден. поток фирмы (FCFF)</b>	<b>(158)</b>	<b>(712)</b>	<b>(354)</b>	<b>(801)</b>	<b>2 292</b>	<b>3 697</b>	<b>3 963</b>	<b>3 884</b>	<b>3 919</b>	<b>4 026</b>	<b>4 132</b>	<b>4 272</b>
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV): метод DCF (FCFE)												
Операционная чистая прибыль (OEAT)	1 355	1 607	1 479	1 899	3 461	4 162	4 187	4 208	4 313	4 458	4 577	4 730
Привлечение (погашение) займов	1 069	1 329	78	780	(787)	(2 021)	(978)	0	0	0	0	0
Валовый акционерный ден. поток	2 552	3 433	2 161	3 482	3 722	3 217	4 307	5 338	5 474	5 653	5 808	5 998
Валовые инвестиционные потребности:	(1 719)	(2 971)	(2 612)	(3 718)	(2 518)	(1 790)	(1 441)	(1 453)	(1 555)	(1 627)	(1 676)	(1 726)
в т.ч. в основные средства	(625)	(3 678)	(2 014)	(2 747)	(1 902)	(1 584)	(1 407)	(1 425)	(1 469)	(1 534)	(1 580)	(1 628)
в чистые оборотные активы	(1 094)	707	(598)	(970)	(616)	(206)	(33)	(29)	(86)	(93)	(96)	(99)
<b>Своб. ден. поток для акционеров (FCFE)</b>	<b>833</b>	<b>462</b>	<b>(452)</b>	<b>(235)</b>	<b>1 204</b>	<b>1 427</b>	<b>2 867</b>	<b>3 884</b>	<b>3 919</b>	<b>4 026</b>	<b>4 132</b>	<b>4 272</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Расчет потока экономической прибыли, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
1. Концепция оценки единого объекта (EV): метод EVA												
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	51,8	35,2	15,6	14,5	21,0	21,6	18,6	17,1	17,1	17,3	17,2	17,3
Инвестированный капитал (IC)	3 759	6 233	8 242	11 157	12 627	13 341	13 683	14 007	14 401	14 833	15 278	15 736
<b>Экономическая прибыль (EVA)</b>	<b>1 123</b>	<b>1 321</b>	<b>971</b>	<b>1 197</b>	<b>2 348</b>	<b>2 726</b>	<b>2 485</b>	<b>2 337</b>	<b>2 396</b>	<b>2 486</b>	<b>2 544</b>	<b>2 636</b>
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV): метод EBO												
Спрэд SVA (ROE-ks), %	65,6	59,2	31,3	22,6	32,5	29,4	20,2	17,1	17,1	17,3	17,2	17,3
Акционерный инвестир. капитал (E)	2 160	3 306	5 236	7 371	9 628	12 363	13 683	14 007	14 401	14 833	15 278	15 736
<b>Акционерная эк. прибыль (SVA)</b>	<b>1 075</b>	<b>1 280</b>	<b>1 033</b>	<b>1 181</b>	<b>2 398</b>	<b>2 829</b>	<b>2 500</b>	<b>2 337</b>	<b>2 396</b>	<b>2 486</b>	<b>2 544</b>	<b>2 636</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

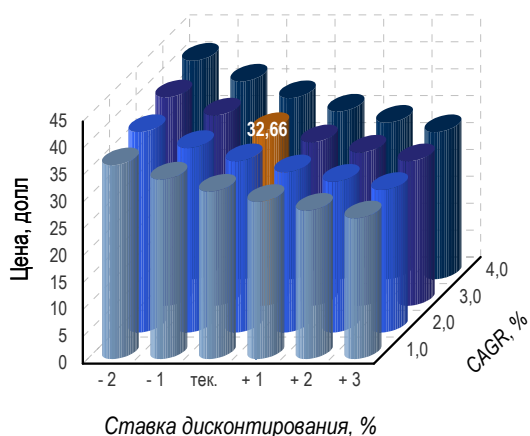
## Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Безрисковая доходность (PФ) k<sub>т</sub>, %</b>												
Средняя доходность развитых рынков за пять лет, %	3,88	3,40	3,47	3,76	3,96	3,96	3,96	3,96	3,96	3,96	3,96	3,96
Текущий спрэд дефолта РФ, %	4,23	2,17	1,19	1,02	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
<b>Треб. доходность акционеров k<sub>с</sub>, %</b>												
Акционерная премия, %	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
βL коэфф. (с учетом финансового левериджа)	1,24	1,36	1,21	1,23	1,14	1,03	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00	1,00
Премия за качество корпоративного управления, %	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80	2,80
<b>Треб. доходность кредиторов k<sub>д</sub>, %</b>												
Премия за кредитный риск, %	1,80	1,80	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
<b>Структура капитала:</b>												
Доля источника «собственный капитал», %	70,7	64,1	72,7	71,8	80,5	94,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Доля источника «заемный капитал», %	29,3	35,9	27,3	28,2	19,5	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>WACC, %</b>	<b>14,27</b>	<b>11,74</b>	<b>10,97</b>	<b>11,12</b>	<b>12,67</b>	<b>13,34</b>	<b>13,65</b>	<b>13,67</b>	<b>13,69</b>	<b>13,70</b>	<b>13,71</b>	<b>13,71</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



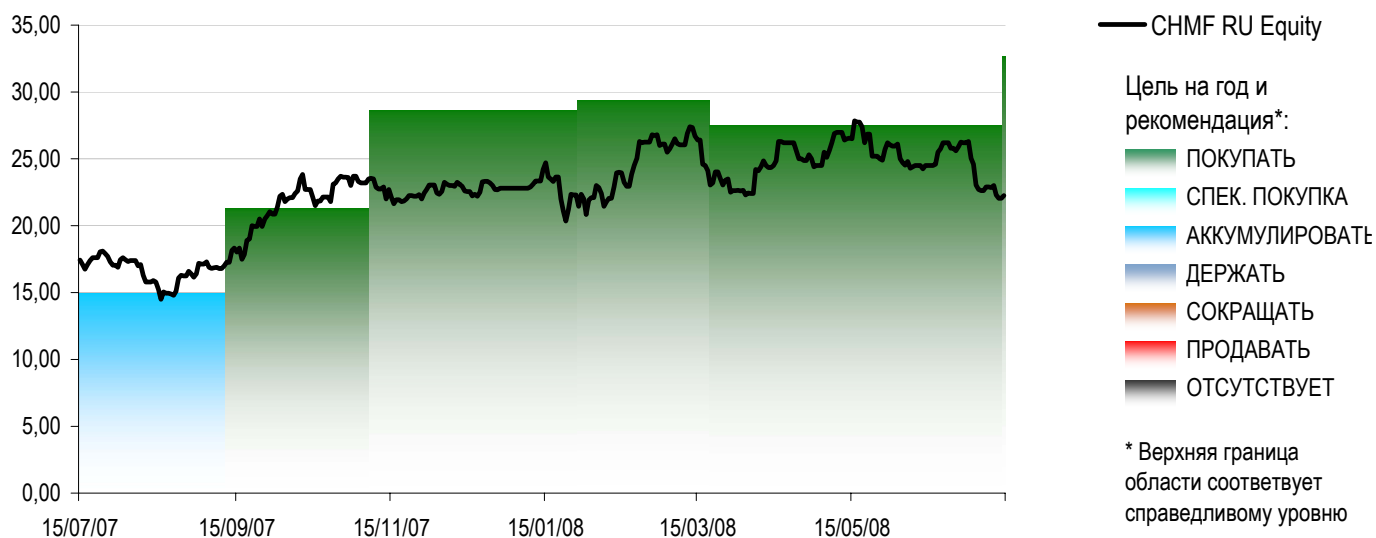
### Анализ чувствительности средневзвешенной справедливой цены акции



Ставка дисконтирования, %	CAGR, %			
	1,0	2,0	3,0	4,0
- 3	39,26	40,89	42,95	45,63
- 2	36,03	37,24	38,73	40,61
- 1	33,37	34,28	35,38	36,73
тек.	31,13	31,83	<b>32,66</b>	33,66
+ 1	29,22	29,77	30,40	31,15
+ 2	27,58	28,01	28,50	29,08
+ 3	26,15	26,49	26,88	27,32

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### История рекомендации





## Финансовая модель Евраз

### Баланс, млн долл.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Оборотные активы</b>	<b>1 188</b>	<b>1 995</b>	<b>2 644</b>	<b>2 929</b>	<b>4 033</b>	<b>6 178</b>	<b>8 128</b>	<b>6 875</b>	<b>7 901</b>	<b>12 046</b>	<b>16 427</b>	<b>21 185</b>	<b>26 203</b>
Ден. средства и эквиваленты	272	327	684	867	352	645	2 089	722	1 646	5 511	9 591	14 144	18 951
Дебиторская задолженность	282	463	519	711	1 400	2 262	2 489	2 532	2 570	2 690	2 820	2 905	2 992
Запасы	484	808	964	864	1 575	2 544	2 800	2 849	2 891	3 026	3 173	3 268	3 366
Прочие оборотные активы	149	398	477	487	706	727	749	771	795	818	843	868	894
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>1 044</b>	<b>2 258</b>	<b>4 110</b>	<b>5 581</b>	<b>12 347</b>	<b>16 894</b>	<b>17 672</b>	<b>18 418</b>	<b>19 092</b>	<b>19 843</b>	<b>20 737</b>	<b>21 359</b>	<b>22 000</b>
Основные средства, незаверш. стр. и нематериальные активы	1 001	2 036	4 054	5 298	10 238	14 722	15 435	16 114	16 718	17 398	18 219	18 765	19 328
Прочие активы	43	222	56	283	2 109	2 172	2 237	2 305	2 374	2 445	2 518	2 594	2 672
<b>Итого активы</b>	<b>2 232</b>	<b>4 253</b>	<b>6 754</b>	<b>8 510</b>	<b>16 380</b>	<b>23 072</b>	<b>25 800</b>	<b>25 294</b>	<b>26 993</b>	<b>31 888</b>	<b>37 164</b>	<b>42 544</b>	<b>48 203</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>881</b>	<b>1 136</b>	<b>1 895</b>	<b>1 898</b>	<b>3 566</b>	<b>3 741</b>	<b>2 859</b>	<b>2 909</b>	<b>2 952</b>	<b>3 090</b>	<b>3 239</b>	<b>3 337</b>	<b>3 437</b>
Краткосрочные займы и кредиты	289	583	735	741	1 958	1 144	0	0	0	0	0	0	0
Беспроцентные обязательства	592	553	1 160	1 157	1 608	2 598	2 859	2 909	2 952	3 090	3 239	3 337	3 437
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>792</b>	<b>1 151</b>	<b>1 972</b>	<b>2 377</b>	<b>6 457</b>	<b>10 034</b>	<b>10 019</b>	<b>5 712</b>	<b>3 212</b>	<b>3 362</b>	<b>3 525</b>	<b>3 631</b>	<b>3 740</b>
Долгосрочные займы и кредиты	462	834	1 545	1 897	4 707	7 207	6 907	2 546	0	0	0	0	0
Беспроцентные обязательства	330	317	427	480	1 750	2 827	3 112	3 166	3 212	3 362	3 525	3 631	3 740
Миноритарная доля	193	358	179	169	371	517	685	854	1 037	1 239	1 455	1 680	1 917
<b>Акционерный капитал и резервы</b>	<b>367</b>	<b>1 609</b>	<b>2 708</b>	<b>4 066</b>	<b>5 986</b>	<b>8 780</b>	<b>12 237</b>	<b>15 819</b>	<b>19 792</b>	<b>24 198</b>	<b>28 944</b>	<b>33 896</b>	<b>39 109</b>
Уставный капитал	139	0,04	316	318	320	320	320	320	320	320	320	320	320
Добавочный капитал	1	319	547	531	286	286	286	286	286	286	286	286	286
Нераспределенная прибыль и резервы	227	1 290	1 845	3 217	5 380	8 174	11 631	15 213	19 186	23 592	28 338	33 290	38 503
<b>Итого пассивы</b>	<b>2 232</b>	<b>4 253</b>	<b>6 754</b>	<b>8 510</b>	<b>16 380</b>	<b>23 072</b>	<b>25 800</b>	<b>25 294</b>	<b>26 993</b>	<b>31 888</b>	<b>37 164</b>	<b>42 544</b>	<b>48 203</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Выручка</b>	<b>5 933</b>	<b>6 508</b>	<b>8 292</b>	<b>12 808</b>	<b>20 690</b>	<b>22 773</b>	<b>23 169</b>	<b>23 510</b>	<b>24 608</b>	<b>25 802</b>	<b>26 576</b>	<b>27 373</b>
Себестоимость	(3 514)	(4 172)	(5 163)	(7 875)	(12 336)	(13 301)	(13 696)	(13 984)	(14 661)	(15 320)	(15 835)	(16 278)
Коммерч. и админ. расходы	(528)	(648)	(737)	(1 220)	(1 451)	(1 519)	(1 593)	(1 668)	(1 746)	(1 831)	(1 885)	(1 942)
Прочие операц. доходы (расходы)	(55)	(104)	(94)	(190)	(226)	(237)	(248)	(260)	(272)	(285)	(294)	(302)
<b>Операционная прибыль (ЕВИТ)</b>	<b>1 837</b>	<b>1 584</b>	<b>2 298</b>	<b>3 523</b>	<b>6 678</b>	<b>7 717</b>	<b>7 631</b>	<b>7 599</b>	<b>7 930</b>	<b>8 366</b>	<b>8 562</b>	<b>8 850</b>
<b>ЕВИТДА</b>	<b>2 033</b>	<b>1 829</b>	<b>2 601</b>	<b>4 221</b>	<b>7 461</b>	<b>8 504</b>	<b>8 459</b>	<b>8 460</b>	<b>8 825</b>	<b>9 301</b>	<b>9 532</b>	<b>9 850</b>
Внеоперационные доходы (расходы)	(19)	62	(9)	46	55	57	60	63	66	69	71	73
Финансовые доходы (расходы)	(96)	(127)	(202)	(368)	(853)	(1 053)	(969)	(331)	63	212	369	544
<b>Прибыль до налогообложения (ЕВТ)</b>	<b>1 722</b>	<b>1 519</b>	<b>2 087</b>	<b>3 201</b>	<b>5 879</b>	<b>6 721</b>	<b>6 723</b>	<b>7 331</b>	<b>8 059</b>	<b>8 647</b>	<b>9 001</b>	<b>9 467</b>
Налог на прибыль	(377)	(476)	(637)	(984)	(1 436)	(1 615)	(1 614)	(1 760)	(1 934)	(2 075)	(2 160)	(2 272)
Доля меньшинства	(165)	(137)	(73)	(73)	(146)	(168)	(168)	(183)	(202)	(216)	(225)	(237)
<b>Чистая прибыль (ЕАТ)</b>	<b>1 180</b>	<b>905</b>	<b>1 377</b>	<b>2 144</b>	<b>4 297</b>	<b>4 938</b>	<b>4 940</b>	<b>5 387</b>	<b>5 923</b>	<b>6 355</b>	<b>6 616</b>	<b>6 958</b>
Прибыль на ГДР, долл.	3,31	2,54	3,86	6,01	12,04	13,84	13,84	15,09	16,60	17,81	18,54	19,50

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### Отчет о движении денежных средств, млн долл.

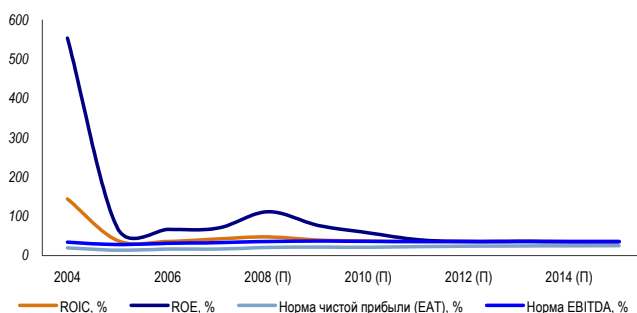
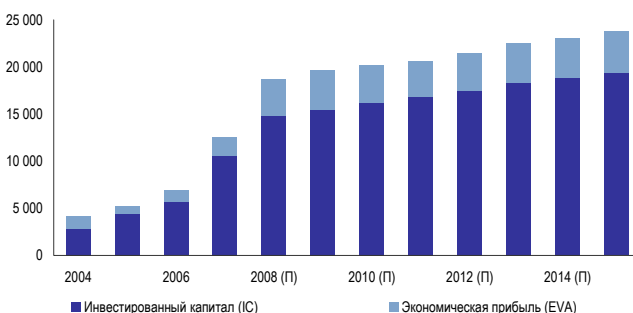
	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Операционная деятельность</b>												
Чистая прибыль (ЕАТ)	1 180	905	1 377	2 144	4 297	4 938	4 940	5 387	5 923	6 355	6 616	6 958
Амортизация	196	245	303	698	784	787	828	861	895	934	970	999
Доля меньшинства	165	137	73	73	146	168	168	183	202	216	225	237
Изменение чистых операционных активов	(805)	425	(52)	102	215	40	(11)	(13)	9	11	(2)	(2)
Прочие корректировки	210	(216)	383	(60)	(55)	(124)	(80)	(28)	(63)	(212)	(369)	(544)
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>946</b>	<b>1 496</b>	<b>2 084</b>	<b>2 957</b>	<b>5 386</b>	<b>5 810</b>	<b>5 845</b>	<b>6 391</b>	<b>6 965</b>	<b>7 305</b>	<b>7 440</b>	<b>7 648</b>
<b>Инвестиционная деятельность</b>												
Изменение внеоборотных активов	(1 410)	(2 097)	(1 774)	(7 464)	(5 331)	(1 565)	(1 574)	(1 535)	(1 646)	(1 828)	(1 592)	(1 640)
Изменение краткоср. фин. вложений	42	(9)	18	0	25	(1 380)	1 380	(913)	(3 831)	(4 043)	(4 528)	(4 782)
Прочие статьи	546	353	187	1 828	55	124	80	28	63	212	369	544
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	<b>(822)</b>	<b>(1 753)</b>	<b>(1 569)</b>	<b>(5 636)</b>	<b>(5 251)</b>	<b>(2 820)</b>	<b>(114)</b>	<b>(2 420)</b>	<b>(5 413)</b>	<b>(5 660)</b>	<b>(5 752)</b>	<b>(5 879)</b>
<b>Финансовая деятельность</b>												
Изменение долга	666	864	358	4 027	1 686	(1 444)	(4 361)	(2 546)	0	0	0	0
Изменение акционерного капитала	119	413	290	869	0	0	0	0	0	0	0	0
Выплата дивидендов	(56)	(535)	(392)	(964)	(1 503)	(1 481)	(1 358)	(1 414)	(1 518)	(1 609)	(1 664)	(1 745)
Прочие статьи	(760)	(134)	(597)	(1 797)								
<b>Финансовый денежный поток</b>	<b>(31)</b>	<b>607</b>	<b>(341)</b>	<b>2 135</b>	<b>182</b>	<b>(2 925)</b>	<b>(5 719)</b>	<b>(3 960)</b>	<b>(1 518)</b>	<b>(1 609)</b>	<b>(1 664)</b>	<b>(1 745)</b>
Влияние курсовых разниц	4	(2)	27	29	(0)	0	0	0	(0)	0	(0)	(0)
<b>Изменение денежных средств за период</b>	<b>97</b>	<b>348</b>	<b>201</b>	<b>(515)</b>	<b>318</b>	<b>65</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>24</b>	<b>25</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

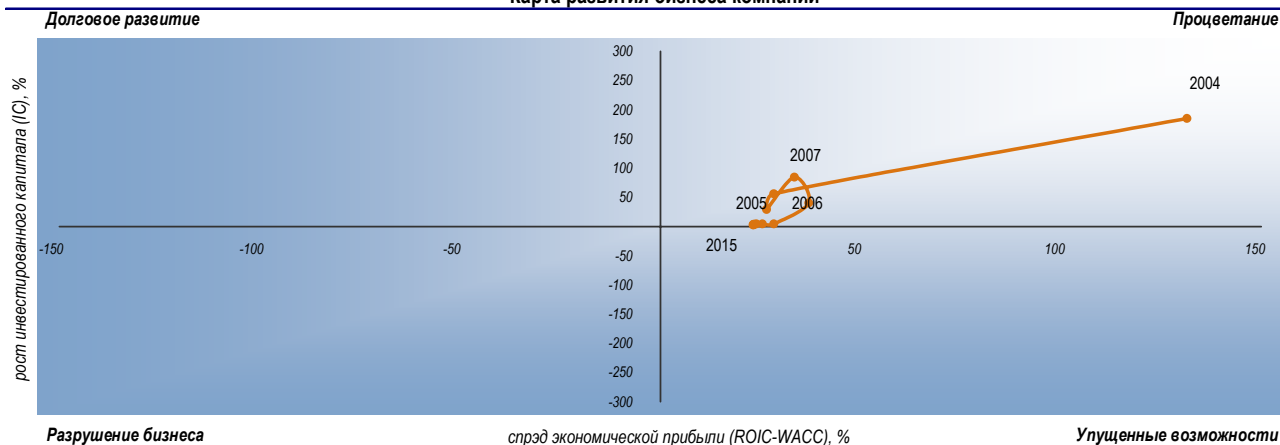
## Анализ финансового состояния Евраз

### Анализ экономической эффективности бизнеса

		2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Факторный анализ ROIC:</b>	чувствит.												
Норма EBITDA, %	0,95	34,3	28,1	31,4	33,0	36,1	37,3	36,5	36,0	35,9	36,0	35,9	36,0
эфф. налоговая ставка, %	-0,46	21,9	31,4	30,5	30,7	24,4	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
период амортизации, лет	0,08	7,7	12,4	15,4	12,0	15,4	18,7	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1
оборачиваемость капитала	0,21	5,97	2,30	1,87	2,24	1,96	1,54	1,49	1,45	1,46	1,48	1,45	1,45
<b>ROIC, %</b>		<b>144,3</b>	<b>38,4</b>	<b>36,1</b>	<b>42,6</b>	<b>47,8</b>	<b>39,5</b>	<b>37,4</b>	<b>35,7</b>	<b>35,9</b>	<b>36,4</b>	<b>35,6</b>	<b>35,7</b>
ROE, %		554,1	69,8	67,0	69,9	111,9	76,7	58,2	40,3	35,9	36,4	35,6	35,7
ROA, %		52,9	21,3	20,4	25,2	26,2	21,4	19,1	21,3	21,9	19,9	17,8	16,4
Норма чистой прибыли (EAT), %		19,9	13,9	16,6	16,7	20,8	21,7	21,3	22,9	24,1	24,6	24,9	25,4
Норма EBIT, %		31,0	24,3	27,7	27,5	32,3	33,9	32,9	32,3	32,2	32,4	32,2	32,3
Дивидендный выход, %		4,7	59,1	28,5	45,0	35,0	30,0	27,5	26,2	25,6	25,3	25,2	25,1

**Динамика показателей рентабельности, %**

**Динамика стоимости, млн долл.**


### Карта развития бизнеса компании


**Разрушение бизнеса**
**спред экономической прибыли (ROIC-WACC), %**
**Упущенные возможности**

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### Анализ финансового состояния

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Левверидж:</b>												
Финансовый рычаг	0,88	0,84	0,65	1,11	0,95	0,56	0,16	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Эффект операционного рычага	1,03	1,05	1,18	1,13	1,09	1,08	1,09	1,09	1,09	1,08	1,09	1,09
Эффект финансового рычага	1,06	1,10	1,11	1,13	1,16	1,18	1,16	1,05	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Показатели долговой нагрузки:</b>												
Долг / EBITDA	0,70	1,25	1,01	1,58	1,12	0,81	0,30	-	-	-	-	-
Краткосрочный долг / чистая прибыль	0,49	0,81	0,54	0,91	0,27	-	-	-	-	-	-	-
Долг / выручка	0,24	0,35	0,32	0,52	0,40	0,30	0,11	-	-	-	-	-
Долг / активы	0,33	0,34	0,31	0,41	0,36	0,27	0,10	-	-	-	-	-
EBITDA / проценты к уплате	19,28	12,89	11,36	10,32	8,21	7,23	8,06	23,59	-	-	-	-
<b>Показатели ликвидности:</b>												
коэф. покрытия (>2)	1,76	1,40	1,54	1,13	1,65	2,84	2,36	2,68	3,90	5,07	6,35	7,62
коэф. быстрой ликвидности (>1)	0,70	0,63	0,83	0,49	0,78	1,60	1,12	1,43	2,65	3,83	5,11	6,39
коэф. абсолют. ликвидности (>0,2)	0,29	0,36	0,46	0,10	0,17	0,73	0,25	0,56	1,78	2,96	4,24	5,51
<b>Показатели оборачиваемости (дней):</b>												
дебиторской задолженности	28	29	31	39	39	39	39	39	39	39	39	39
беспроцентных обязательств	53	88	71	94	94	94	94	94	94	94	94	94
запасов	49	53	38	44	44	44	44	44	44	44	44	44
внеоборотных активов	137	227	242	347	294	279	286	292	290	289	289	289
чистого оборотного капитала	86	106	95	58	88	128	107	121	176	229	287	345

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



## Оценка стоимости Евраза

## Расчет справедливой стоимости акционерного капитала на конец текущего года, млн долл.

	EV	TV	Сagr, %	Чистый долл	SV	Цена, долл. обывк. прив.		Вес
Доходный подход								
1. Концепция оценки единого объекта (расчет SV через оценку EV)								
Классический метод DCF (FCFF)	55 718	29 584	3,0	7 706	48 012	134,53	-	0,20
Метод EVA	55 929	21 045	3,0	7 706	48 223	135,12	-	0,20
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV)								
Метод DCF (FCFE)	55 794	29 584	3,0	7 706	48 088	134,74	-	0,20
Метод EBO	55 602	21 045	3,0	7 706	47 897	134,20	-	0,20
Сравнительный подход								
Мультипликативный анализ	38 119	-	-	7 706	30 413	85,215	-	0,20
Затратный подход								
Метод чистых активов	13 692	-	-	7 706	5 986	16,77	-	0,00
<b>Средневзвешенная оценка</b>	<b>52 232</b>				<b>44 527</b>	<b>124,76</b>	<b>-</b>	<b>1,00</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
1. Концепция оценки единого объекта (EV): метод DCF (FCFF)												
NORAT	1 434	1 088	1 597	2 440	5 047	5 863	5 799	5 774	6 026	6 358	6 507	6 726
Валовый операционный ден. поток	1 631	1 333	1 900	3 138	5 831	6 650	6 626	6 636	6 921	7 293	7 477	7 726
Валовые инвестиционные потребности:	(2 037)	(1 838)	(1 599)	(5 536)	(5 053)	(1 460)	(1 517)	(1 479)	(1 565)	(1 744)	(1 519)	(1 564)
в т.ч. в основные средства	(1 231)	(2 263)	(1 547)	(5 638)	(5 268)	(1 500)	(1 507)	(1 466)	(1 574)	(1 755)	(1 517)	(1 562)
в чистые оборотные активы	(805)	425	(52)	102	215	40	(11)	(13)	9	11	(2)	(2)
<b>Своб. ден. поток фирмы (FCFF)</b>	<b>(406)</b>	<b>(505)</b>	<b>301</b>	<b>(2 398)</b>	<b>777</b>	<b>5 190</b>	<b>5 109</b>	<b>5 157</b>	<b>5 356</b>	<b>5 549</b>	<b>5 958</b>	<b>6 161</b>
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV): метод DCF (FCFE)												
Операционная чистая прибыль (OEAT)	1 352	990	1 437	2 157	4 360	4 969	5 002	5 502	6 026	6 358	6 507	6 726
Привлечение (погашение) займов	666	864	358	4 027	1 686	(1 444)	(4 361)	(2 546)	0	0	0	0
Валовый акционерный ден. поток	2 215	2 099	2 098	6 882	6 830	4 312	1 469	3 817	6 921	7 293	7 477	7 726
Валовые инвестиционные потребности:	(2 037)	(1 838)	(1 599)	(5 536)	(5 053)	(1 460)	(1 517)	(1 479)	(1 565)	(1 744)	(1 519)	(1 564)
в т.ч. в основные средства	(1 231)	(2 263)	(1 547)	(5 638)	(5 268)	(1 500)	(1 507)	(1 466)	(1 574)	(1 755)	(1 517)	(1 562)
в чистые оборотные активы	(805)	425	(52)	102	215	40	(11)	(13)	9	11	(2)	(2)
<b>Своб. ден. поток для акционеров (FCFE)</b>	<b>178</b>	<b>261</b>	<b>500</b>	<b>1 346</b>	<b>1 776</b>	<b>2 853</b>	<b>(48)</b>	<b>2 338</b>	<b>5 356</b>	<b>5 549</b>	<b>5 958</b>	<b>6 161</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Расчет потока экономической прибыли, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
1. Концепция оценки единого объекта (EV): метод EVA												
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	131,4	28,3	26,5	33,5	37,0	28,3	25,5	23,3	23,4	23,9	23,1	23,3
Инвестированный капитал (IC)	2 835	4 427	5 723	10 561	14 831	15 503	16 193	16 810	17 480	18 290	18 839	19 404
<b>Экономическая прибыль (EVA)</b>	<b>1 307</b>	<b>802</b>	<b>1 174</b>	<b>1 915</b>	<b>3 912</b>	<b>4 199</b>	<b>3 947</b>	<b>3 766</b>	<b>3 939</b>	<b>4 186</b>	<b>4 232</b>	<b>4 383</b>
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV): метод EBO												
Спрэд SVA (ROE-ks), %	536,5	55,3	53,9	55,2	96,2	62,2	45,2	27,9	23,4	23,9	23,1	23,3
Акционерный инвестир. капитал (E)	1 418	2 147	3 085	3 896	6 480	8 596	13 646	16 810	17 480	18 290	18 839	19 404
<b>Акционерная эк. прибыль (SVA)</b>	<b>1 309</b>	<b>784</b>	<b>1 157</b>	<b>1 703</b>	<b>3 746</b>	<b>4 033</b>	<b>3 886</b>	<b>3 810</b>	<b>3 939</b>	<b>4 186</b>	<b>4 232</b>	<b>4 383</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

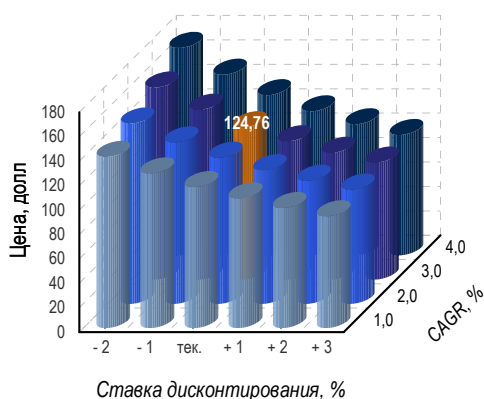
## Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Безрисковая доходность (PФ) k<sub>т</sub>, %</b>												
Средняя доходность развитых рынков за пять лет, %	3,88	3,40	3,47	3,76	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99
Текущий спрэд дефолта РФ, %	4,23	2,17	1,19	1,02	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
<b>Треб. доходность акционеров k<sub>с</sub>, %</b>												
Акционерная премия, %	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
βL коэфф. (с учетом финансового левериджа)	1,60	1,50	1,38	1,68	1,66	1,40	1,11	0,99	0,99	1,00	1,00	1,00
Премия за качество корпоративного управления, %	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
<b>Треб. доходность кредиторов k<sub>д</sub>, %</b>												
Премия за кредитный риск, %	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
<b>Структура капитала:</b>												
Доля источника «собственный капитал», %	53,2	54,3	60,7	47,3	51,3	63,9	86,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Доля источника «заемный капитал», %	46,8	45,7	39,3	52,7	48,7	36,1	13,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>WACC, %</b>	<b>12,81</b>	<b>10,06</b>	<b>9,54</b>	<b>9,17</b>	<b>10,75</b>	<b>11,21</b>	<b>11,94</b>	<b>12,40</b>	<b>12,42</b>	<b>12,43</b>	<b>12,44</b>	<b>12,44</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



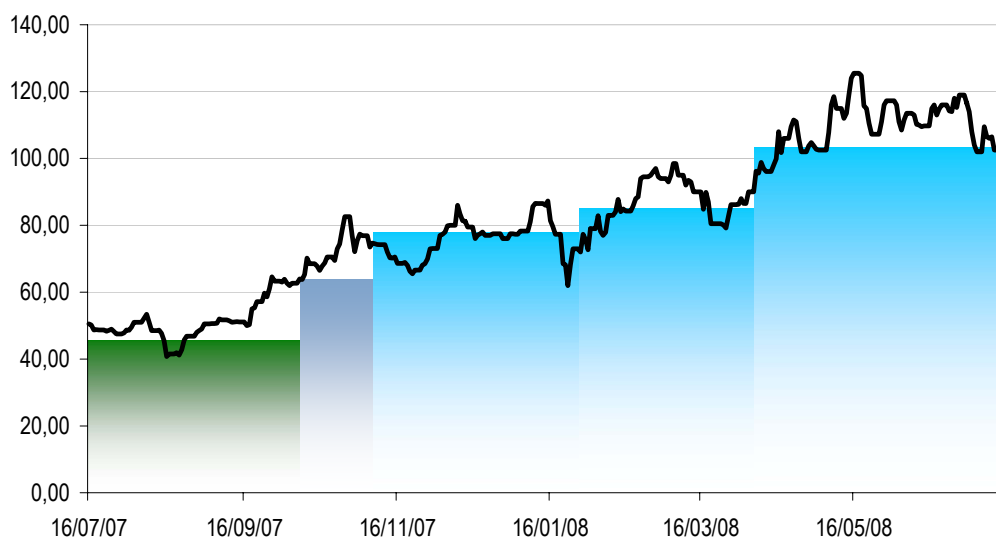
### Анализ чувствительности средневзвешенной справедливой цены акции



Ставка дисконтирования, %	CAGR, %			
	1,0	2,0	3,0	4,0
- 3	156,92	167,42	181,18	199,99
- 2	140,06	147,64	157,26	169,88
- 1	126,49	132,11	139,06	147,89
тек.	115,35	119,61	<b>124,76</b>	131,13
+ 1	106,06	109,33	113,23	117,95
+ 2	98,19	100,74	103,74	107,32
+ 3	91,45	93,47	95,81	98,56

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### История рекомендации



- EVR LI Equity
- Цель на год и рекомендация\*:
- ПОКУПАТЬ
- СПЕК. ПОКУПКА
- АККУМУЛИРОВАТЬ
- ДЕРЖАТЬ
- СОКРАЩАТЬ
- ПРОДАВАТЬ
- ОТСУТСТВУЕТ

\* Верхняя граница области соответствует справедливому уровню





## Финансовая модель Мечела

### Баланс, млн долл.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Оборотные активы</b>	<b>712</b>	<b>2 103</b>	<b>1 359</b>	<b>1 643</b>	<b>2 237</b>	<b>4 386</b>	<b>5 708</b>	<b>6 666</b>	<b>8 222</b>	<b>10 027</b>	<b>12 053</b>	<b>14 587</b>	<b>17 210</b>
Ден. средства и эквиваленты	19	1 025	312	173	237	1 596	2 673	3 404	4 896	6 543	8 464	10 891	13 403
Дебиторская задолженность	285	492	145	192	347	544	602	655	666	701	722	743	766
Запасы	379	569	497	653	1 007	1 580	1 747	1 902	1 933	2 034	2 095	2 158	2 223
Прочие оборотные активы	30	18	406	626	646	666	686	706	727	749	772	795	819
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>1 122</b>	<b>1 575</b>	<b>2 241</b>	<b>2 814</b>	<b>6 991</b>	<b>7 871</b>	<b>8 329</b>	<b>9 467</b>	<b>9 946</b>	<b>10 501</b>	<b>10 816</b>	<b>11 140</b>	<b>11 475</b>
Основные средства, незаверш. стр. и нематериальные активы	1 049	1 487	1 798	2 333	6 755	7 628	8 078	9 209	9 680	10 227	10 534	10 850	11 176
Прочие активы	74	88	442	481	236	243	250	258	265	273	282	290	299
<b>Итого активы</b>	<b>1 835</b>	<b>3 678</b>	<b>3 600</b>	<b>4 457</b>	<b>9 228</b>	<b>12 257</b>	<b>14 036</b>	<b>16 133</b>	<b>18 168</b>	<b>20 528</b>	<b>22 868</b>	<b>25 727</b>	<b>28 684</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>860</b>	<b>889</b>	<b>969</b>	<b>770</b>	<b>1 991</b>	<b>1 325</b>	<b>1 465</b>	<b>1 594</b>	<b>1 621</b>	<b>1 706</b>	<b>1 757</b>	<b>1 810</b>	<b>1 864</b>
Краткосрочные займы и кредиты	342	349	389	167	1 147	0	0	0	0	0	0	0	0
Беспроцентные обязательства	518	540	580	604	844	1 325	1 465	1 594	1 621	1 706	1 757	1 810	1 864
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>507</b>	<b>720</b>	<b>409</b>	<b>659</b>	<b>3 431</b>	<b>3 581</b>	<b>3 313</b>	<b>3 032</b>	<b>2 724</b>	<b>2 488</b>	<b>2 156</b>	<b>2 220</b>	<b>2 287</b>
Долгосрочные займы и кредиты	122	216	46	323	2 395	1 955	1 515	1 075	735	395	0	0	0
Беспроцентные обязательства	384	504	364	337	1 036	1 626	1 797	1 956	1 989	2 093	2 156	2 220	2 287
Миноритарная доля	19	11	11	163	301	534	807	1 121	1 439	1 783	2 140	2 513	2 899
<b>Акционерный капитал и резервы</b>	<b>449</b>	<b>2 058</b>	<b>2 210</b>	<b>2 865</b>	<b>3 505</b>	<b>6 817</b>	<b>8 451</b>	<b>10 386</b>	<b>12 384</b>	<b>14 551</b>	<b>16 816</b>	<b>19 184</b>	<b>21 635</b>
Уставный капитал	117	129	129	134	134	154	154	154	154	154	154	154	154
Добавочный капитал	93	304	322	412	415	2 394	2 394	2 394	2 394	2 394	2 394	2 394	2 394
Нераспределенная прибыль и резервы	240	1 624	1 759	2 319	2 956	4 268	5 903	7 838	9 835	12 003	14 267	16 636	19 087
<b>Итого пассивы</b>	<b>1 835</b>	<b>3 678</b>	<b>3 600</b>	<b>4 457</b>	<b>9 228</b>	<b>12 257</b>	<b>14 036</b>	<b>16 133</b>	<b>18 168</b>	<b>20 528</b>	<b>22 868</b>	<b>25 727</b>	<b>28 684</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Выручка</b>	<b>2 028</b>	<b>3 636</b>	<b>3 805</b>	<b>4 398</b>	<b>6 684</b>	<b>10 489</b>	<b>11 598</b>	<b>12 623</b>	<b>12 833</b>	<b>13 504</b>	<b>13 909</b>	<b>14 326</b>	<b>14 756</b>
Себестоимость	(1 423)	(2 225)	(2 469)	(2 860)	(4 167)	(6 572)	(7 158)	(7 611)	(7 774)	(8 144)	(8 400)	(8 656)	(8 912)
Коммерч. и админ. расходы	(351)	(597)	(710)	(709)	(1 031)	(1 137)	(1 198)	(1 343)	(1 408)	(1 481)	(1 526)	(1 571)	(1 619)
Прочие операц. доходы (расходы)	(56)	(64)	(110)	(103)	(89)	(169)	(178)	(200)	(210)	(221)	(227)	(234)	(241)
<b>Операционная прибыль (ЕБИТ)</b>	<b>198</b>	<b>751</b>	<b>516</b>	<b>726</b>	<b>1 398</b>	<b>2 611</b>	<b>3 064</b>	<b>3 470</b>	<b>3 442</b>	<b>3 658</b>	<b>3 756</b>	<b>3 865</b>	<b>3 985</b>
<b>ЕБИТДА</b>	<b>299</b>	<b>889</b>	<b>683</b>	<b>922</b>	<b>1 688</b>	<b>3 520</b>	<b>4 009</b>	<b>4 488</b>	<b>4 554</b>	<b>4 831</b>	<b>4 979</b>	<b>5 125</b>	<b>5 282</b>
Внеоперационные доходы (расходы)	28	841	78	89	20	530	558	625	656	690	711	732	754
Финансовые доходы (расходы)	(49)	(47)	(68)	51	(32)	(216)	(216)	(185)	(121)	(65)	(9)	56	72
<b>Прибыль до налогообложения (ЕБТ)</b>	<b>176</b>	<b>1 545</b>	<b>526</b>	<b>865</b>	<b>1 385</b>	<b>2 924</b>	<b>3 406</b>	<b>3 910</b>	<b>3 976</b>	<b>4 283</b>	<b>4 458</b>	<b>4 653</b>	<b>4 811</b>
Налог на прибыль	15	(191)	1 019	(230)	(514)	(708)	(818)	(939)	(954)	(1 028)	(1 070)	(1 117)	(1 155)
Прибыль от прекращенных операций			(1 157)	543	158								
Доля меньшинства	(48)	(12)	(7)	(32)	(116)	(234)	(273)	(313)	(319)	(343)	(357)	(373)	(386)
<b>Чистая прибыль (ЕАТ)</b>	<b>144</b>	<b>1 343</b>	<b>381</b>	<b>603</b>	<b>913</b>	<b>1 982</b>	<b>2 315</b>	<b>2 658</b>	<b>2 703</b>	<b>2 912</b>	<b>3 031</b>	<b>3 164</b>	<b>3 271</b>
Прибыль на акцию (EPS), долл.	0,34	3,23	0,92	1,45	2,19	4,76	5,56	6,39	6,49	6,99	7,28	7,60	7,86

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### Отчет о движении денежных средств, тыс. долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Операционная деятельность</b>												
Чистая прибыль (ЕАТ)	1 343	381	603	913	1 982	2 315	2 658	2 703	2 912	3 031	3 164	3 271
Амортизация	138	168	196	290	910	945	1 018	1 113	1 173	1 223	1 260	1 297
Доля меньшинства	12	7	32	116	234	273	313	319	343	357	373	386
Изменение чистых операционных активов	(389)	69	(163)	(118)	280	67	60	(5)	31	9	10	10
Прочие корректировки	(807)	(4)	(113)	(321)	(19)	(19)	(18)	(23)	(32)	(43)	(56)	(72)
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>296</b>	<b>621</b>	<b>555</b>	<b>881</b>	<b>3 387</b>	<b>3 581</b>	<b>4 032</b>	<b>4 107</b>	<b>4 426</b>	<b>4 577</b>	<b>4 750</b>	<b>4 892</b>
<b>Инвестиционная деятельность</b>												
Изменение внеоборотных активов	(456)	(995)	(553)	(7 281)	(1 790)	(1 402)	(2 156)	(1 592)	(1 727)	(1 538)	(1 584)	(1 632)
Изменение краткоср. фин. вложений	0	0	0	0	(1 224)	(1 038)	(694)	(1 485)	(1 623)	(1 907)	(2 412)	(2 497)
Прочие статьи	0	(0)	0	3 894	19	19	18	23	32	43	56	72
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	<b>(456)</b>	<b>(995)</b>	<b>(553)</b>	<b>(3 387)</b>	<b>(2 996)</b>	<b>(2 421)</b>	<b>(2 833)</b>	<b>(3 054)</b>	<b>(3 318)</b>	<b>(3 401)</b>	<b>(3 940)</b>	<b>(4 056)</b>
<b>Финансовая деятельность</b>												
Изменение долга	37	(115)	62	3 053	(1 587)	(440)	(440)	(340)	(340)	(395)	0	0
Изменение акционерного капитала	221	0	(35)	(216)	2 000	0	0	0	0	0	0	0
Выплата дивидендов	(5)	(194)	(190)	(258)	(670)	(681)	(723)	(706)	(744)	(766)	(795)	(820)
Прочие статьи	0	0	326	(30)								
<b>Финансовый денежный поток</b>	<b>252</b>	<b>(309)</b>	<b>163</b>	<b>2 550</b>	<b>(257)</b>	<b>(1 121)</b>	<b>(1 163)</b>	<b>(1 046)</b>	<b>(1 084)</b>	<b>(1 161)</b>	<b>(795)</b>	<b>(820)</b>
Влияние курсовых разниц	913	(30)	(304)	(123)	(0)	0	0	0	(0)	0	0	(0)
<b>Изменение денежных средств за период</b>	<b>1 005</b>	<b>(713)</b>	<b>(139)</b>	<b>(78)</b>	<b>135</b>	<b>39</b>	<b>36</b>	<b>7</b>	<b>24</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>15</b>

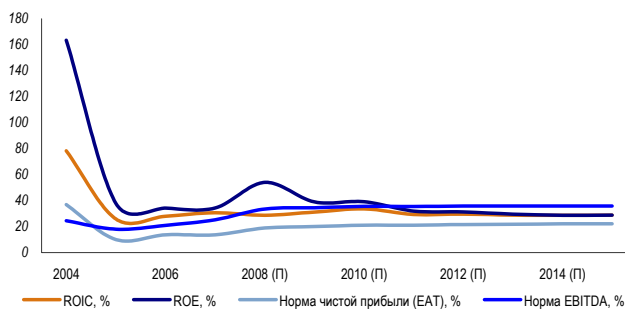
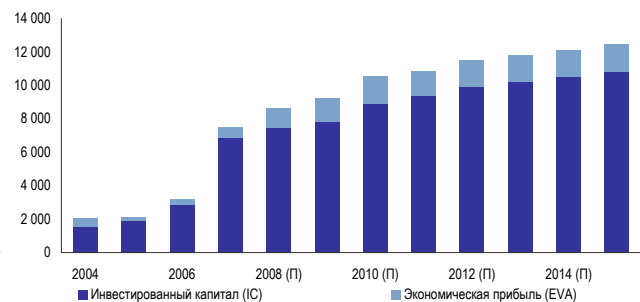
Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



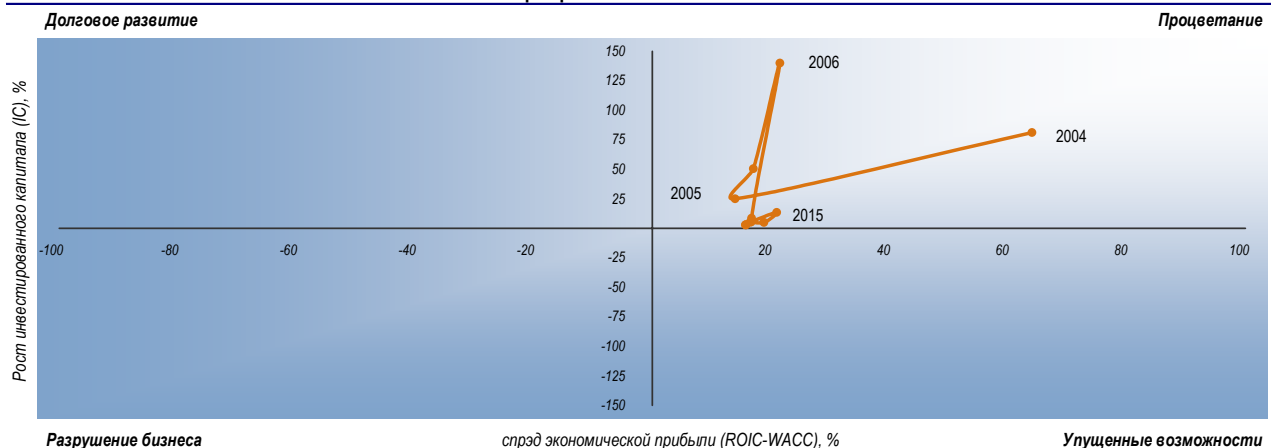
## Анализ финансового состояния Мечела

### Анализ экономической эффективности бизнеса

		2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Факторный анализ ROIC:</b>													
	чувствит.												
Норма ЕБИТДА, %	1,09	24,4	18,0	21,0	25,3	33,6	34,6	35,6	35,5	35,8	35,8	35,8	35,8
эфф. налоговая ставка, %	-0,38	12,3	24,0	26,6	37,1	24,2	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
период амортизации, лет	0,09	9,2	9,8	10,5	12,5	7,9	8,3	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
оборачиваемость капитала	0,22	4,33	2,50	2,31	2,33	1,53	1,55	1,61	1,44	1,44	1,40	1,40	1,40
<b>ROIC, %</b>		<b>78,4</b>	<b>25,8</b>	<b>28,0</b>	<b>30,7</b>	<b>28,8</b>	<b>31,2</b>	<b>33,6</b>	<b>29,3</b>	<b>29,6</b>	<b>28,8</b>	<b>28,8</b>	<b>28,8</b>
ROE, %		163,5	37,8	34,2	34,4	54,0	39,0	39,2	31,9	31,2	29,6	28,8	28,8
ROA, %		73,2	10,4	16,8	20,5	21,5	18,9	18,9	16,8	16,0	14,8	13,8	12,7
Норма чистой прибыли (ЕАТ), %		36,9	10,0	13,7	13,7	18,9	20,0	21,1	21,1	21,6	21,8	22,1	22,2
Норма ЕБИТ, %		20,6	13,6	16,5	20,9	24,9	26,4	27,5	26,8	27,1	27,0	27,0	27,0
Дивидендный выход, %		0,4	50,9	31,4	28,2	33,8	29,4	27,2	26,1	25,6	25,3	25,1	25,1

**Динамика показателей рентабельности, %**

**Динамика стоимости, млн долл.**


### Карта развития бизнеса компании



Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### Анализ финансового состояния

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Левверидж:</b>												
Финансовый рычаг	0,27	0,20	0,17	1,01	0,29	0,18	0,10	0,06	0,03	0,00	0,00	0,00
Эффект операционного рычага	3,70	0,87	1,07	0,99	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97
Эффект финансового рычага	1,07	1,09	1,06	1,08	1,10	1,08	1,06	1,04	1,03	1,01	1,00	1,00
<b>Показатели долговой нагрузки:</b>												
Долг / ЕБИТДА	0,64	0,64	0,53	2,10	0,56	0,38	0,24	0,16	0,08	-	-	-
Краткосрочный долг / чистая прибыль	0,26	1,02	0,28	1,26	-	-	-	-	-	-	-	-
Долг / выручка	0,16	0,11	0,11	0,53	0,19	0,13	0,09	0,06	0,03	-	-	-
Долг / активы	0,15	0,12	0,11	0,38	0,16	0,11	0,07	0,04	0,02	-	-	-
ЕБИТДА / проценты к уплате	17,29	16,74	21,61	17,05	14,97	17,02	22,13	31,67	49,40	95,36	-	-
<b>Показатели ликвидности:</b>												
коэф. покрытия (>2)	2,37	1,40	2,13	1,12	3,31	3,90	4,18	5,07	5,88	6,86	8,06	9,23
коэф. быстрой ликвидности (>1)	1,71	0,47	0,47	0,29	1,62	2,24	2,55	3,43	4,25	5,23	6,43	7,60
коэф. абсолют. ликвидности (>0,2)	1,15	0,32	0,22	0,12	1,20	1,82	2,13	3,02	3,84	4,82	6,02	7,19
<b>Показатели оборачиваемости (дней):</b>												
дебиторской задолженности	49	14	16	19	19	19	19	19	19	19	19	19
беспроцентных обязательств	103	89	77	101	101	101	101	101	101	101	101	101
запасов	56	47	53	54	54	54	54	54	54	54	54	54
внеоборотных активов	156	212	230	377	270	259	270	279	280	280	280	280
чистого оборотного капитала	174	92	121	59	151	177	190	231	267	312	367	420

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



## Оценка стоимости Мечела

## Расчет справедливой стоимости акционерного капитала, млн долл.

	EV	TV	Сagr, %	Чистый долл	SV	Цена, долл. обыкн. прив.		Вес
Доходный подход								
1. Концепция оценки единого объекта (расчет SV через оценку EV)								
Классический метод DCF (FCFF)	21 159	11 801	3,0	360	20 799	44,497	45,52	0,20
Метод EVA	21 245	7 208	3,0	360	20 886	44,682	45,71	0,20
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV)								
Метод DCF (FCFE)	21 246	11 801	3,0	360	20 887	44,685	45,71	0,20
Метод EBO	21 187	7 208	3,0	360	20 827	44,558	45,58	0,20
Сравнительный подход								
Мультипликативный анализ	19 366			360	19 006	40,662	41,60	0,20
Затратный подход								
Метод чистых активов	3 865	-	-	360	3 505	7,498	7,67	0,00
<b>Средневзвешенная оценка</b>	<b>20 841</b>				<b>20 481</b>	<b>43,817</b>	<b>44,826</b>	<b>1,00</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
1. Концепция оценки единого объекта (EV): метод DCF (FCFF)												
NORAT	658	392	533	879	1 979	2 328	2 637	2 616	2 780	2 855	2 938	3 029
Валовый операционный ден. поток	796	560	729	1 169	2 888	3 273	3 655	3 728	3 953	4 078	4 197	4 326
Валовые инвестиционные потребности:	(819)	(549)	(1 158)	(4 301)	(1 503)	(1 327)	(2 088)	(1 589)	(1 688)	(1 520)	(1 566)	(1 613)
в т.ч. в основные средства	(576)	(479)	(731)	(4 712)	(1 783)	(1 395)	(2 149)	(1 584)	(1 719)	(1 530)	(1 576)	(1 623)
в чистые оборотные активы	(243)	(70)	(426)	411	280	67	60	(5)	31	9	10	10
<b>Своб. ден. поток фирмы (FCFF)</b>	<b>(23)</b>	<b>10</b>	<b>(429)</b>	<b>(3 132)</b>	<b>1 386</b>	<b>1 946</b>	<b>1 566</b>	<b>2 139</b>	<b>2 264</b>	<b>2 557</b>	<b>2 631</b>	<b>2 713</b>
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV): метод DCF (FCFE)												
Операционная чистая прибыль (OEAT)	613	361	501	817	1 800	2 149	2 483	2 506	2 706	2 815	2 938	3 029
Привлечение (погашение) займов	101	(130)	54	3 053	(1 587)	(440)	(440)	(340)	(340)	(395)	0	0
Валовый акционерный ден. поток	851	399	752	4 160	1 123	2 654	3 061	3 279	3 538	3 643	4 197	4 326
Валовые инвестиционные потребности:	(819)	(549)	(1 158)	(4 301)	(1 503)	(1 327)	(2 088)	(1 589)	(1 688)	(1 520)	(1 566)	(1 613)
в т.ч. в основные средства	(576)	(479)	(731)	(4 712)	(1 783)	(1 395)	(2 149)	(1 584)	(1 719)	(1 530)	(1 576)	(1 623)
в чистые оборотные активы	(243)	(70)	(426)	411	280	67	60	(5)	31	9	10	10
<b>Своб. ден. поток для акционеров (FCFE)</b>	<b>32</b>	<b>(151)</b>	<b>(406)</b>	<b>(141)</b>	<b>(379)</b>	<b>1 327</b>	<b>972</b>	<b>1 690</b>	<b>1 850</b>	<b>2 122</b>	<b>2 631</b>	<b>2 713</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Расчет потока экономической прибыли, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
1. Концепция оценки единого объекта (EV): метод EVA												
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	64,0	14,0	17,0	21,5	16,7	18,8	21,0	16,5	16,7	15,8	15,7	15,8
Инвестированный капитал (IC)	1 521	1 902	2 864	6 875	7 468	7 851	8 921	9 397	9 913	10 210	10 517	10 832
<b>Экономическая прибыль (EVA)</b>	<b>537</b>	<b>212</b>	<b>324</b>	<b>616</b>	<b>1 151</b>	<b>1 405</b>	<b>1 646</b>	<b>1 475</b>	<b>1 566</b>	<b>1 563</b>	<b>1 607</b>	<b>1 657</b>
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV): метод EBO												
Спрэд SVA (ROE-ks), %	147,4	24,6	22,1	19,7	40,1	25,4	25,8	18,7	18,1	16,5	15,7	15,8
Акционерный инвестир. капитал (E)	956	1 467	2 375	3 333	5 513	6 335	7 846	8 662	9 518	10 210	10 517	10 832
<b>Акционерная эк. прибыль (SVA)</b>	<b>553</b>	<b>235</b>	<b>324</b>	<b>469</b>	<b>1 336</b>	<b>1 399</b>	<b>1 636</b>	<b>1 469</b>	<b>1 569</b>	<b>1 575</b>	<b>1 607</b>	<b>1 657</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

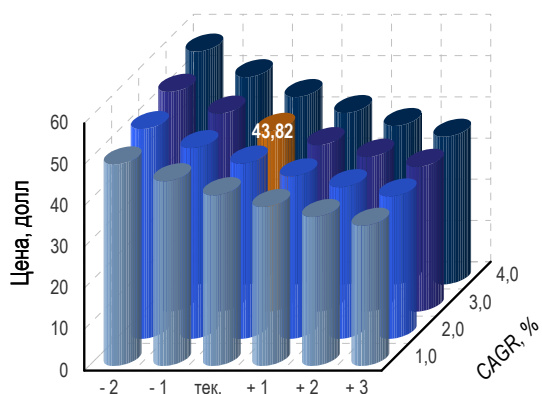
## Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
Безрисковая доходность (PФ) $k_{rf}$ , %												
Средняя доходность развитых рынков за пять лет, %	3,88	3,40	3,47	3,76	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99
Текущий спрэд дефолта РФ, %	4,23	2,17	1,19	1,02	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
<b>Треб. доходность акционеров <math>k_s</math>, %</b>	<b>16,10</b>	<b>13,13</b>	<b>12,11</b>	<b>14,65</b>	<b>13,93</b>	<b>13,60</b>	<b>13,36</b>	<b>13,22</b>	<b>13,12</b>	<b>13,03</b>	<b>13,04</b>	<b>13,04</b>
Акционерная премия, %	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
βL коэфф. (с учетом финансового левериджа)	1,18	1,09	1,07	1,55	1,18	1,11	1,06	1,03	1,01	1,00	1,00	1,00
Премия за качество корпоративного управления, %	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10
<b>Треб. доходность кредиторов <math>k_d</math>, %</b>	<b>9,31</b>	<b>6,77</b>	<b>5,86</b>	<b>5,98</b>	<b>7,15</b>	<b>7,15</b>	<b>7,15</b>	<b>7,15</b>	<b>7,15</b>	<b>7,15</b>	<b>7,15</b>	<b>7,15</b>
Премия за кредитный риск, %	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Структура капитала:												
Доля источника «собственный капитал», %	78,5	83,6	85,4	49,7	77,7	84,8	90,6	94,4	97,4	100,0	100,0	100,0
Доля источника «заемный капитал», %	21,5	16,4	14,6	50,3	22,3	15,2	9,4	5,6	2,6	0,0	0,0	0,0
<b>WACC, %</b>	<b>14,39</b>	<b>11,82</b>	<b>10,97</b>	<b>9,18</b>	<b>12,04</b>	<b>12,36</b>	<b>12,62</b>	<b>12,79</b>	<b>12,92</b>	<b>13,03</b>	<b>13,04</b>	<b>13,04</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



### Анализ чувствительности средневзвешенной справедливой цены акции

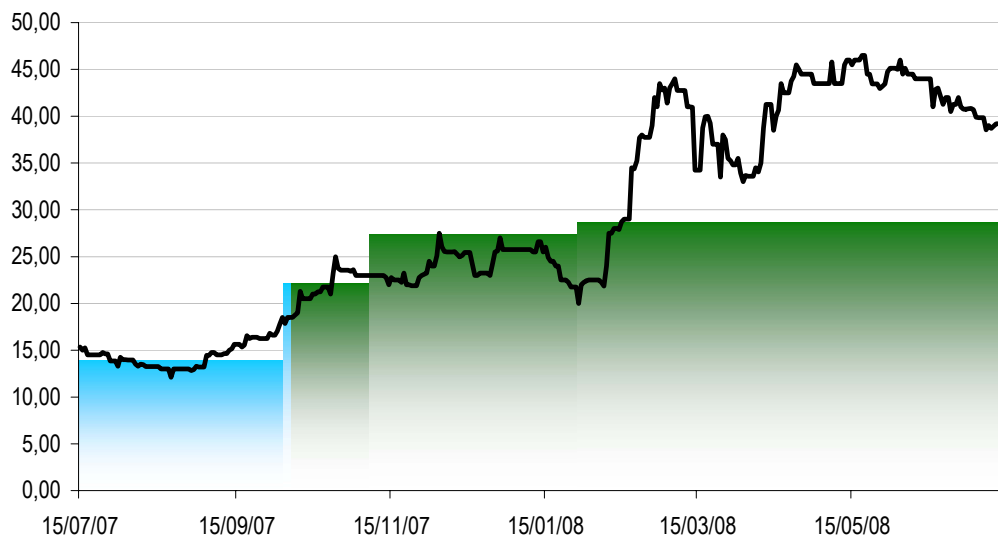


Ставка дисконтирования, %	CAGR, %			
	1,0	2,0	3,0	4,0
- 3	53,91	56,62	60,09	64,71
- 2	48,89	50,85	53,30	56,45
- 1	44,79	46,25	48,03	50,25
тек.	41,40	42,50	<b>43,82</b>	45,42
+ 1	38,55	39,39	40,38	41,57
+ 2	36,12	36,77	37,52	38,42
+ 3	34,02	34,53	35,12	35,80

Ставка дисконтирования, %

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### История рекомендации



— MTLR RU Equity

Цель на год и рекомендация\*:

- ПОКУПАТЬ
- СПЕК. ПОКУПКА
- АККУМУЛИРОВАТЬ
- ДЕРЖАТЬ
- СОКРАЩАТЬ
- ПРОДАВАТЬ
- ОТСУТСТВУЕТ

\* Верхняя граница области соответствует справедливому уровню



## Финансовая модель ММК

## Баланс, млн долл.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Оборотные активы</b>	<b>1 566</b>	<b>3 397</b>	<b>2 329</b>	<b>2 480</b>	<b>4 291</b>	<b>4 093</b>	<b>4 945</b>	<b>5 899</b>	<b>7 159</b>	<b>8 714</b>	<b>10 536</b>	<b>12 306</b>	<b>14 201</b>
Ден. средства и эквиваленты	874	2 093	1 138	891	1 574	918	1 502	2 446	3 700	5 141	6 951	8 613	10 398
Дебиторская задолженность	384	772	584	865	1 404	1 801	1 953	1 958	1 961	2 026	2 032	2 093	2 156
Запасы (вкл. НДС)	308	455	568	688	946	1 346	1 460	1 464	1 466	1 514	1 519	1 565	1 612
Прочие оборотные активы	0	77	39	36	367	29	29	30	31	32	33	34	35
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>2 084</b>	<b>2 019</b>	<b>2 525</b>	<b>3 209</b>	<b>5 091</b>	<b>6 075</b>	<b>6 812</b>	<b>7 407</b>	<b>7 837</b>	<b>8 087</b>	<b>8 098</b>	<b>8 341</b>	<b>8 591</b>
Основные средства, незаверш. стр. и нематериальные активы	2 077	1 900	2 316	2 809	3 941	4 780	5 479	6 034	6 422	6 630	6 597	6 795	6 999
Прочие активы	7	119	209	400	1 150	1 294	1 333	1 373	1 414	1 457	1 501	1 546	1 592
<b>Итого активы</b>	<b>3 650</b>	<b>5 416</b>	<b>4 854</b>	<b>5 689</b>	<b>9 382</b>	<b>10 168</b>	<b>11 758</b>	<b>13 306</b>	<b>14 996</b>	<b>16 801</b>	<b>18 633</b>	<b>20 647</b>	<b>22 792</b>
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>435</b>	<b>1 262</b>	<b>666</b>	<b>964</b>	<b>1 921</b>	<b>972</b>	<b>1 054</b>	<b>1 057</b>	<b>1 058</b>	<b>1 093</b>	<b>1 097</b>	<b>1 130</b>	<b>1 164</b>
Краткосрочные займы и кредиты	134	847	171	400	1 224	0	0	0	0	0	0	0	0
Беспроцентные обязательства	301	415	495	564	697	972	1 054	1 057	1 058	1 093	1 097	1 130	1 164
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>738</b>	<b>415</b>	<b>500</b>	<b>686</b>	<b>550</b>	<b>669</b>	<b>538</b>	<b>463</b>	<b>502</b>	<b>518</b>	<b>520</b>	<b>536</b>	<b>552</b>
Долгосрочные займы и кредиты	465	388	468	636	267	208	38	(39)	0	0	0	0	0
Беспроцентные обязательства	273	27	32	50	283	461	500	501	502	518	520	536	552
Миноритарная доля	19	11	11	12	87	125	117	109	100	92	83	73	63
<b>Акционерный капитал и резервы</b>	<b>2 458</b>	<b>3 728</b>	<b>3 677</b>	<b>4 027</b>	<b>6 824</b>	<b>8 402</b>	<b>10 048</b>	<b>11 678</b>	<b>13 335</b>	<b>15 097</b>	<b>16 934</b>	<b>18 908</b>	<b>21 014</b>
Уставный капитал	344	333	299	363	386	403	403	403	403	403	403	403	403
Добавочный капитал	39	247	247	252	1 105	1 106	1 106	1 106	1 106	1 106	1 106	1 106	1 106
Нераспределенная прибыль и резервы	2 075	3 148	3 131	3 412	5 333	6 893	8 539	10 169	11 826	13 588	15 425	17 399	19 505
<b>Итого пассивы</b>	<b>3 650</b>	<b>5 416</b>	<b>4 854</b>	<b>5 689</b>	<b>9 382</b>	<b>10 168</b>	<b>11 758</b>	<b>13 306</b>	<b>14 996</b>	<b>16 801</b>	<b>18 633</b>	<b>20 647</b>	<b>22 792</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Отчет о прибылях и убытках, млн долл.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Выручка</b>	<b>3 047</b>	<b>4 829</b>	<b>5 380</b>	<b>6 424</b>	<b>8 197</b>	<b>11 065</b>	<b>12 002</b>	<b>12 032</b>	<b>12 051</b>	<b>12 447</b>	<b>12 488</b>	<b>12 863</b>	<b>13 248</b>
Себестоимость	(1 883)	(2 920)	(3 274)	(3 619)	(5 123)	(7 555)	(8 178)	(8 228)	(8 268)	(8 551)	(8 583)	(8 834)	(9 094)
Коммерч. и админ. расходы	(470)	(489)	(499)	(700)	(829)	(975)	(1 007)	(1 040)	(1 074)	(1 109)	(1 113)	(1 146)	(1 181)
Прочие операц. доходы (расходы)	85	118	(284)	(340)	(166)	(170)	(175)	(181)	(187)	(193)	(194)	(200)	(206)
<b>Операционная прибыль (ЕВИТ)</b>	<b>779</b>	<b>1 538</b>	<b>1 323</b>	<b>1 765</b>	<b>2 079</b>	<b>2 366</b>	<b>2 643</b>	<b>2 583</b>	<b>2 521</b>	<b>2 594</b>	<b>2 599</b>	<b>2 683</b>	<b>2 769</b>
<b>ЕВИТДА</b>	<b>891</b>	<b>1 640</b>	<b>1 448</b>	<b>1 916</b>	<b>2 290</b>	<b>2 673</b>	<b>2 970</b>	<b>2 933</b>	<b>2 899</b>	<b>2 990</b>	<b>3 000</b>	<b>3 089</b>	<b>3 187</b>
Внеоперационные доходы (расходы)	0	1	0	(8)	168	166	171	177	183	189	189	195	201
Финансовые доходы (расходы)	(18)	82	(6)	138	46	25	126	119	208	306	426	576	713
<b>Прибыль до налогообложения (ЕВТ)</b>	<b>761</b>	<b>1 621</b>	<b>1 317</b>	<b>1 895</b>	<b>2 293</b>	<b>2 557</b>	<b>2 940</b>	<b>2 879</b>	<b>2 912</b>	<b>3 089</b>	<b>3 214</b>	<b>3 454</b>	<b>3 682</b>
Налог на прибыль	(83)	(389)	(372)	(468)	(535)	(667)	(709)	(693)	(700)	(742)	(772)	(829)	(884)
Доля меньшинства	(48)	0	2	(1)	14	7	8	8	8	9	9	10	10
<b>Чистая прибыль (ЕАТ)</b>	<b>630</b>	<b>1 232</b>	<b>947</b>	<b>1 426</b>	<b>1 772</b>	<b>1 897</b>	<b>2 239</b>	<b>2 194</b>	<b>2 220</b>	<b>2 356</b>	<b>2 451</b>	<b>2 634</b>	<b>2 809</b>
Прибыль на акцию (EPS), долл.	0,06	0,11	0,08	0,13	0,16	0,17	0,20	0,20	0,20	0,21	0,22	0,24	0,25

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Отчет о движении денежных средств, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Операционная деятельность</b>												
Чистая прибыль (ЕАТ)	1 232	947	1 426	1 772	1 897	2 239	2 194	2 220	2 356	2 451	2 634	2 809
Амортизация	102	125	151	211	307	327	349	378	396	401	406	418
Доля меньшинства	0	(2)	1	(14)	(7)	(8)	(8)	(8)	(9)	(9)	(10)	(10)
Изменение чистых операционных активов	(744)	198	(311)	(762)	(6)	(146)	(6)	(4)	(62)	(7)	(59)	(61)
Прочие корректировки	420	(13)	(137)	124	(127)	(149)	(124)	(203)	(306)	(426)	(576)	(713)
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>1 010</b>	<b>1 255</b>	<b>1 130</b>	<b>1 331</b>	<b>2 064</b>	<b>2 263</b>	<b>2 406</b>	<b>2 383</b>	<b>2 374</b>	<b>2 410</b>	<b>2 396</b>	<b>2 443</b>
<b>Инвестиционная деятельность</b>												
Изменение внеоборотных активов	(37)	(631)	(835)	(2 093)	(1 290)	(1 065)	(944)	(807)	(646)	(412)	(649)	(669)
Изменение краткоср. фин. вложений	(159)	209	(553)	(765)	904	(542)	(943)	(1 253)	(1 423)	(1 807)	(1 646)	(1 767)
Прочие статьи	(517)	10	255	627	127	149	124	203	306	426	576	713
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	<b>(713)</b>	<b>(412)</b>	<b>(1 133)</b>	<b>(2 231)</b>	<b>(260)</b>	<b>(1 458)</b>	<b>(1 762)</b>	<b>(1 858)</b>	<b>(1 763)</b>	<b>(1 793)</b>	<b>(1 719)</b>	<b>(1 722)</b>
<b>Финансовая деятельность</b>												
Изменение долга	636	(596)	397	455	(1 283)	(170)	(77)	39	0	0	0	0
Изменение акционерного капитала	44	(49)	(835)	1 661	256	0	0	0	0	0	0	0
Выплата дивидендов	(14)	(947)	(1 077)	(547)	(530)	(593)	(565)	(563)	(593)	(615)	(660)	(703)
Прочие статьи	(1 409)	5	736	(757)								
<b>Финансовый денежный поток</b>	<b>(743)</b>	<b>(1 587)</b>	<b>(779)</b>	<b>812</b>	<b>(1 557)</b>	<b>(762)</b>	<b>(642)</b>	<b>(525)</b>	<b>(593)</b>	<b>(615)</b>	<b>(660)</b>	<b>(703)</b>
Влияние курсовых разниц	1 506	(2)	(18)	6	(0)	0	0	(0)	0	(0)	(0)	0
<b>Изменение денежных средств за период</b>	<b>1 060</b>	<b>(746)</b>	<b>(800)</b>	<b>(82)</b>	<b>247</b>	<b>43</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>18</b>	<b>2</b>	<b>17</b>	<b>18</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

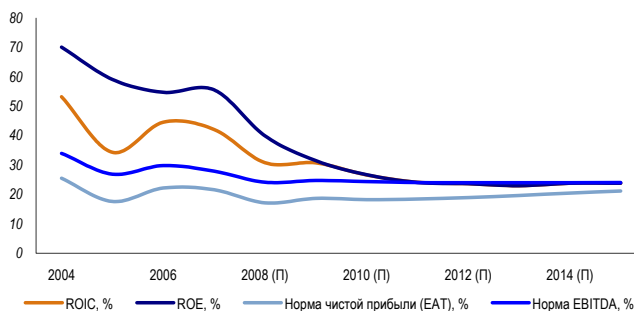


## Анализ финансового состояния ММК

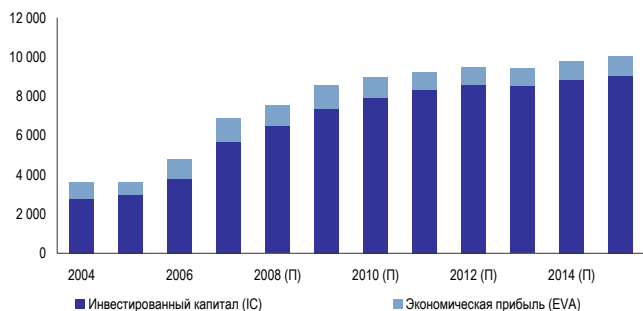
## Анализ экономической эффективности бизнеса

		2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Факторный анализ ROIC:</b>													
	чувствит.												
Норма EBITDA, %	1,23	34,0	26,9	29,8	27,9	24,2	24,7	24,4	24,1	24,0	24,0	24,0	24,1
эфф. налоговая ставка, %	-0,36	24,0	28,2	24,7	23,3	26,1	24,1	24,1	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
период амортизации, лет	0,07	19,4	16,9	16,9	16,4	14,7	15,7	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
оборачиваемость капитала	0,19	2,20	1,95	2,16	2,17	1,95	1,84	1,63	1,52	1,50	1,45	1,50	1,50
<b>ROIC, %</b>		<b>53,3</b>	<b>34,4</b>	<b>44,6</b>	<b>42,1</b>	<b>30,8</b>	<b>30,7</b>	<b>26,6</b>	<b>24,2</b>	<b>23,7</b>	<b>23,0</b>	<b>23,8</b>	<b>23,8</b>
ROE, %		70,1	59,2	54,7	55,6	40,0	31,5	26,7	24,1	23,7	23,0	23,8	23,8
ROA, %		33,8	17,5	29,4	31,1	20,2	22,0	18,7	16,7	15,7	14,6	14,1	13,6
Норма чистой прибыли (EAT), %		25,5	17,6	22,2	21,6	17,1	18,7	18,2	18,4	18,9	19,6	20,5	21,2
Норма EBIT, %		31,8	24,6	27,5	25,4	21,4	22,0	21,5	20,9	20,8	20,8	20,9	20,9
Дивидендный выход, %		1,1	100,0	75,5	30,9	27,9	26,5	25,7	25,4	25,2	25,1	25,0	25,0

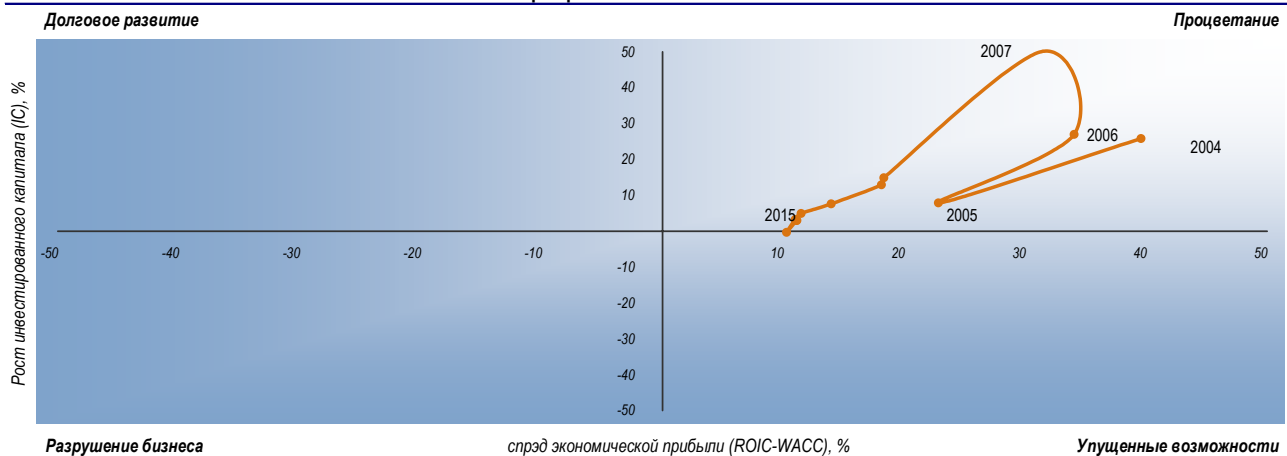
Динамика показателей рентабельности, %



Динамика стоимости, млн долл.



## Карта развития бизнеса компании



Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Анализ финансового состояния

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Лeverидж:</b>												
Финансовый рычаг	0,33	0,17	0,26	0,22	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Эффект операционного рычага	1,08	0,79	0,86	0,98	0,98	0,98	0,99	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98
Эффект финансового рычага	1,04	1,05	1,04	1,04	1,04	1,01	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Показатели долговой нагрузки:</b>												
Долг / EBITDA	0,75	0,44	0,54	0,65	0,08	0,01	-	-	-	-	-	-
Краткосрочный долг / чистая прибыль	0,69	0,18	0,28	0,69	-	-	-	-	-	-	-	-
Долг / выручка	0,26	0,12	0,16	0,18	0,02	0,00	-	-	-	-	-	-
Долг / активы	0,23	0,13	0,18	0,16	0,02	0,00	-	-	-	-	-	-
EBITDA / проценты к уплате	25,24	22,62	30,42	26,32	26,32	134,29	545,13	-	-	-	-	-
<b>Показатели ликвидности:</b>												
коэф. покрытия (>2)	2,69	3,50	2,57	2,23	4,21	4,69	5,58	6,76	7,97	9,61	10,89	12,20
коэф. быстрой ликвидности (>1)	2,27	2,59	1,82	1,55	2,80	3,28	4,17	5,35	6,56	8,19	9,48	10,79
коэф. абсолют. ликвидности (>0,2)	1,66	1,71	0,92	0,82	0,94	1,43	2,32	3,50	4,70	6,34	7,62	8,94
<b>Показатели оборачиваемости (дней):</b>												
дебиторской задолженности	58	39	48	62	59	59	59	59	59	59	59	59
беспроцентных обязательств	33	35	34	43	47	47	47	47	47	47	47	47
запасов	34	38	39	42	44	44	44	44	44	44	44	44
внеоборотных активов	151	169	180	224	198	204	222	234	234	233	233	233
чистого оборотного капитала	190	144	117	135	133	148	176	214	252	304	344	386

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал



## Оценка стоимости ММК

## Расчет справедливой стоимости акционерного капитала, млн долл.

	EV	TV	Сagr, %	Чистый долл	SV	Цена, долл. обыкн.	прив.	Вес
<b>Доходный подход</b>								
1. Концепция оценки единого объекта (расчет SV через оценку EV)								
Классический метод DCF (FCFF)	16 584	8 402	3,0	(709)	17 294	1,548	-	0,20
Метод EVA	16 597	4 477	3,0	(709)	17 307	1,549	-	0,20
2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV)								
Метод DCF (FCFE)	16 592	8 402	3,0	(709)	17 302	1,549	-	0,20
Метод EBO	16 604	4 477	3,0	(709)	17 313	1,550	-	0,20
<b>Сравнительный подход</b>								
Мультипликативный анализ	14 323	-	-	(709)	15 032	1,346	-	0,20
<b>Затратный подход</b>								
Метод чистых активов	6 115	-	-	(709)	6 824	0,611	-	0,00
<b>Средневзвешенная оценка</b>	<b>16 140</b>				<b>16 850</b>	<b>1,508</b>	<b>-</b>	<b>1,00</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Расчет свободных денежных потоков, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>1. Концепция оценки единого объекта (EV): метод DCF (FCFF)</b>												
NOPAT	1 169	949	1 329	1 594	1 749	2 005	1 962	1 915	1 971	1 975	2 039	2 104
Валовый операционный ден. поток	1 271	1 074	1 481	1 805	2 056	2 332	2 311	2 293	2 367	2 376	2 445	2 522
Валовые инвестиционные потребности:	(669)	(343)	(955)	(2 105)	(1 152)	(1 172)	(910)	(770)	(666)	(375)	(663)	(683)
в т.ч. в основные средства	75	(541)	(644)	(1 343)	(1 146)	(1 026)	(904)	(766)	(604)	(368)	(604)	(622)
в чистые оборотные активы	(744)	198	(311)	(762)	(6)	(146)	(6)	(4)	(62)	(7)	(59)	(61)
<b>Своб. ден. поток фирмы (FCFF)</b>	<b>602</b>	<b>731</b>	<b>525</b>	<b>(300)</b>	<b>903</b>	<b>1 160</b>	<b>1 401</b>	<b>1 523</b>	<b>1 700</b>	<b>2 001</b>	<b>1 782</b>	<b>1 839</b>
<b>2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV): метод DCF (FCFE)</b>												
Операционная чистая прибыль (OEAT)	1 120	903	1 282	1 527	1 674	1 988	1 958	1 919	1 971	1 975	2 039	2 104
Привлечение (погашение) займов	636	(596)	397	455	(1 283)	(170)	(77)	39	0	0	0	0
Валовый акционерный ден. поток	1 858	432	1 830	2 193	698	2 146	2 230	2 336	2 367	2 376	2 445	2 522
Валовые инвестиционные потребности:	(669)	(343)	(955)	(2 105)	(1 152)	(1 172)	(910)	(770)	(666)	(375)	(663)	(683)
в т.ч. в основные средства	75	(541)	(644)	(1 343)	(1 146)	(1 026)	(904)	(766)	(604)	(368)	(604)	(622)
в чистые оборотные активы	(744)	198	(311)	(762)	(6)	(146)	(6)	(4)	(62)	(7)	(59)	(61)
<b>Своб. ден. поток для акционеров (FCFE)</b>	<b>1 189</b>	<b>89</b>	<b>875</b>	<b>88</b>	<b>(454)</b>	<b>974</b>	<b>1 320</b>	<b>1 566</b>	<b>1 700</b>	<b>2 001</b>	<b>1 782</b>	<b>1 839</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Расчет потока экономической прибыли, млн долл.

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>1. Концепция оценки единого объекта (EV): метод EVA</b>												
Спрэд экономической прибыли (ROIC-WACC), %	39,6	22,8	34,0	31,3	18,3	18,1	13,9	11,5	11,0	10,3	11,1	11,1
Инвестированный капитал (IC)	2 762	2 980	3 784	5 678	6 523	7 368	7 929	8 321	8 591	8 565	8 822	9 087
<b>Экономическая прибыль (EVA)</b>	<b>868</b>	<b>630</b>	<b>1 014</b>	<b>1 186</b>	<b>1 039</b>	<b>1 181</b>	<b>1 028</b>	<b>908</b>	<b>913</b>	<b>881</b>	<b>948</b>	<b>980</b>
<b>2. Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV): метод EBO</b>												
Спрэд SVA (ROE-ks), %	54,3	46,4	42,6	43,5	27,3	18,8	14,0	11,4	11,0	10,3	11,1	11,1
Акционерный инвестир. капитал (E)	1 527	2 341	2 748	4 187	6 315	7 330	7 967	8 321	8 591	8 565	8 822	9 087
<b>Акционерная эк. прибыль (SVA)</b>	<b>866</b>	<b>709</b>	<b>998</b>	<b>1 194</b>	<b>1 143</b>	<b>1 189</b>	<b>1 028</b>	<b>907</b>	<b>913</b>	<b>881</b>	<b>948</b>	<b>980</b>

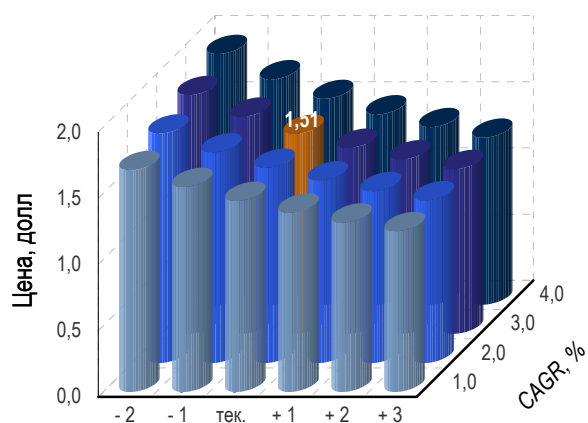
Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

## Расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC)

	2004	2005	2006	2007	2008 (П)	2009 (П)	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)	2014 (П)	2015 (П)
<b>Безрисковая доходность (PФ) <math>k_{rf}</math>, %</b>												
Средняя доходность развитых рынков за пять лет, %	3,88	3,40	3,47	3,76	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99	3,99
Текущий спрэд дефолта PФ, %	4,23	2,17	1,19	1,02	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
<b>Треб. доходность акционеров <math>k_s</math>, %</b>	<b>15,86</b>	<b>12,71</b>	<b>12,13</b>	<b>12,13</b>	<b>12,67</b>	<b>12,65</b>	<b>12,68</b>	<b>12,70</b>	<b>12,72</b>	<b>12,73</b>	<b>12,74</b>	<b>12,74</b>
Акционерная премия, %	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
$\beta$ L коэфф. (с учетом финансового левериджа)	1,19	1,07	1,13	1,11	0,98	0,98	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00	1,00
Премия за качество корпоративного управления, %	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80	1,80
<b>Треб. доходность кредиторов <math>k_d</math>, %</b>	<b>9,41</b>	<b>6,87</b>	<b>5,96</b>	<b>6,08</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>	<b>7,25</b>
Премия за кредитный риск, %	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
<b>Структура капитала:</b>												
Доля источника «собственный капитал», %	75,1	85,2	79,5	82,1	97,6	99,6	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Доля источника «заемный капитал», %	24,9	14,8	20,5	17,9	2,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>WACC, %</b>	<b>13,69</b>	<b>11,56</b>	<b>10,57</b>	<b>10,79</b>	<b>12,50</b>	<b>12,63</b>	<b>12,68</b>	<b>12,70</b>	<b>12,72</b>	<b>12,73</b>	<b>12,74</b>	<b>12,74</b>

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### Анализ чувствительности средневзвешенной справедливой цены акции

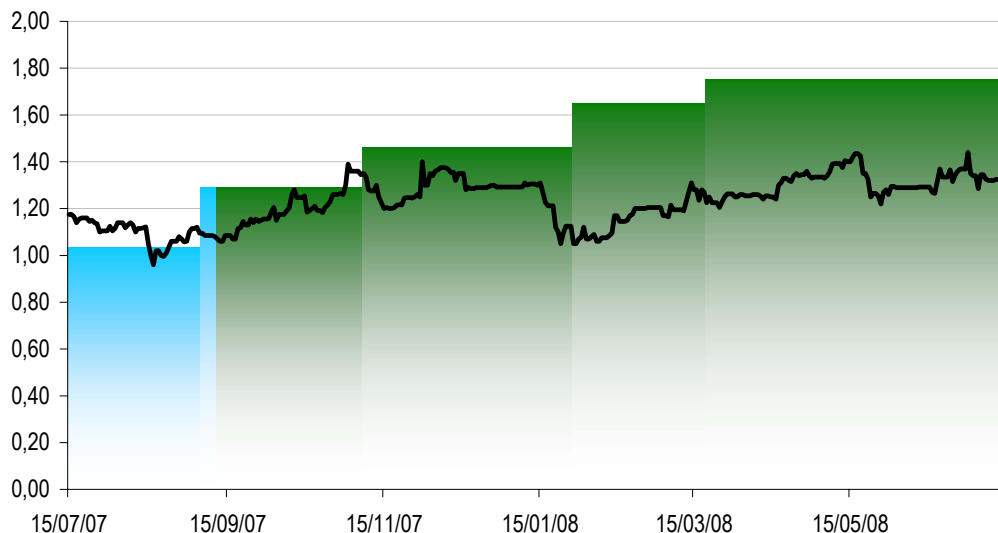


Ставка дисконтирования, %	CAGR, %			
	1,0	2,0	3,0	4,0
- 3	1,83	1,91	2,01	2,15
- 2	1,68	1,73	1,80	1,89
- 1	1,55	1,59	1,64	1,70
тек.	1,44	1,47	<b>1,51</b>	1,55
+ 1	1,35	1,38	1,40	1,43
+ 2	1,28	1,30	1,32	1,34
+ 3	1,21	1,23	1,24	1,26

Ставка дисконтирования, %

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

### История рекомендации



— MAGN RU Equity

Цель на год и рекомендация\*:

- ПОКУПАТЬ
- СПЕК. ПОКУПКА
- АККУМУЛИРОВАТЬ
- ДЕРЖАТЬ
- СОКРАЩАТЬ
- ПРОДАВАТЬ
- ОТСУТСТВУЕТ

\* Верхняя граница области соответствует справедливому уровню





## Сравнительные показатели компаний сектора

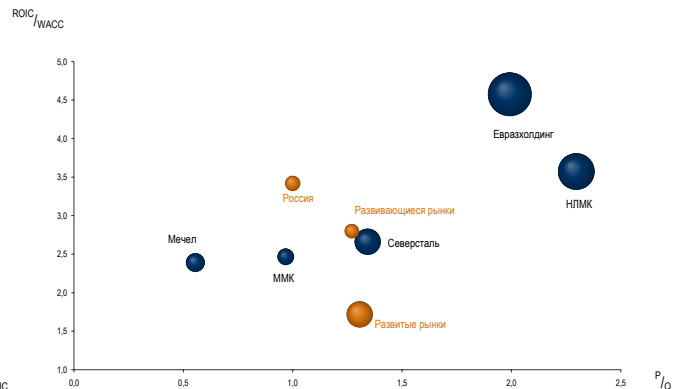
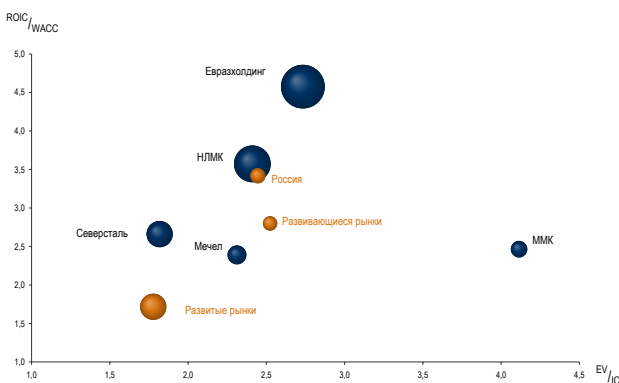
Основные мультипликаторы и коэффициенты компаний сектора

		Текущая капитализация (P), млн долл.	Рыночная стоимость бизнеса (EV), млн долл.	Рыночные мультипликаторы						Финансовые мультипликаторы				
				EV/IS	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EV/IC	EV/Q	ROE, %	ROA, %	ROIC, %	Норма EBITDA, %	ROIC/WACC
<b>Развитые рынки</b>														
United States Steel Corp	США	19 253	21 115	0,89	5,96	9,65	3,33	2,77	1,00	27,75	12,67	30,58	14,96	2,83
Nucor Corp	США	20 497	20 607	0,82	4,95	9,65	3,48	3,43	1,02	32,75	17,72	42,08	16,54	3,67
AK Steel Holding Corp	США	6 133	6 988	0,85	6,27	11,50	5,31	3,48	1,23	47,57	10,08	32,16	13,63	2,97
Steel Dynamics Inc	США	6 551	8 552	0,94	5,88	9,60	4,05	2,36	1,99	39,90	12,60	21,77	16,04	2,06
Reliance Steel & Aluminum Co	США	5 382	6 583	0,80	6,40	10,49	2,56	1,99	-	19,34	10,74	17,71	12,53	1,77
Rautaruukki Oyj	Финляндия	5 550	5 432	0,79	4,03	6,94	1,69	1,72	-	24,50	18,27	25,60	19,61	1,59
Ssab Svenskt Stal AB	Швеция	8 781	11 993	1,26	5,21	7,63	2,47	1,77	-	21,69	11,18	20,11	24,09	2,13
Kobe Steel Ltd	Япония	8 645	14 692	0,62	4,73	11,09	1,39	1,20	1,91	13,49	3,89	9,48	13,21	1,39
Nippon Steel Corp	Япония	37 145	46 116	0,84	6,13	12,62	1,80	1,56	1,33	15,34	5,00	10,53	13,77	1,07
Sumitomo Metal Industries Ltd	Япония	22 666	29 852	1,55	8,03	14,06	2,42	1,80	2,20	17,97	7,87	10,28	19,28	1,05
JFE Holdings Inc	Япония	31 513	42 827	1,02	5,96	11,51	1,96	1,56	1,34	18,82	6,48	10,65	17,18	1,13
Nisshin Steel Co Ltd	Япония	3 310	4 998	0,70	6,00	12,66	0,85	0,89	1,32	7,41	3,91	5,30	11,71	0,74
Yamato Kogyo Co Ltd	Япония	3 427	2 741	1,11	10,58	9,67	1,80	2,25	-	18,62	14,11	11,16	10,49	0,97
OneSteel Ltd	Австралия	5 842	7 659	1,13	10,91	20,72	1,98	1,61	-	10,74	8,55	8,58	10,35	0,72
BlueScope Steel Ltd	Австралия	7 723	9 838	0,98	6,59	10,85	2,40	1,85	1,45	18,94	14,22	16,38	14,80	1,19
Boehler-Uddeholm AG	Австрия	5 791	6 817	1,11	7,34	12,07	3,01	2,31	-	18,00	-	17,32	15,07	2,35
Voestalpine AG	Австрия	11 089	15 957	0,82	4,53	7,24	1,68	1,39	2,45	23,11	8,64	16,66	18,14	1,57
Acerinox SA	Испания	5 297	6 533	0,64	5,92	9,44	1,64	1,46	-	14,51	8,30	13,54	10,86	1,31
ArcelorMittal	Люксембург	127 955	145 694	1,17	6,35	9,97	2,12	1,87	1,24	21,16	9,91	18,09	18,50	1,58
ArcelorMittal	Люксембург	128 627	149 993	1,12	6,14	9,75	2,13	1,84	1,28	21,57	11,25	19,04	18,23	1,87
Ternium SA	Люксембург	7 931	9 962	0,95	3,99	7,83	1,85	1,58	-	21,31	8,70	27,77	23,73	2,86
<b>Средневзв. по развитым рынкам</b>		<b>22 488</b>	<b>26 953</b>	<b>1,03</b>	<b>5,87</b>	<b>10,02</b>	<b>2,10</b>	<b>1,78</b>	<b>1,31</b>	<b>21,16</b>	<b>9,80</b>	<b>18,39</b>	<b>16,81</b>	<b>1,72</b>
<b>Развивающиеся рынки</b>														
POSCO	Юж. Корея	45 036	44 694	1,51	5,80	9,57	1,53	1,54	1,48	17,99	14,52	15,79	25,98	0,96
Hyundai Steel Co	Юж. Корея	6 109	9 679	0,95	8,30	9,71	1,39	1,22	1,09	15,30	6,84	8,54	11,43	0,59
Tata Steel Ltd	Индия	11 649	20 229	0,60	4,17	5,42	3,11	1,64	3,16	24,37	10,40	23,87	14,29	2,00
Steel Authority Of India Ltd	Индия	13 674	10 922	0,99	3,72	7,16	3,40	8,62	0,81	29,85	17,74	139,28	26,74	10,05
JSW Steel Ltd	Индия	3 595	6 245	1,42	6,14	7,90	1,90	1,37	-	21,22	10,36	12,27	23,21	1,09
Jindal Steel & Power Ltd	Индия	6 572	7 630	3,56	7,15	10,58	11,12	4,63	-	42,22	25,27	37,76	49,72	2,95
Eregli Demir ve Celik Fabrikalari TAS	Турция	8 578	9 779	1,61	6,60	11,35	1,92	1,73	-	13,82	8,58	16,20	24,33	0,95
Baoshan Iron & Steel Co Ltd	Китай	22 923	27 414	0,86	4,67	8,85	1,89	1,65	1,22	17,99	12,06	16,27	18,31	1,06
Bengang Steel Plates Co	Китай	3 146	3 267	0,63	2,96	9,03	10,75	7,90	-	13,95	7,99	91,84	21,41	7,47
Maanshan Iron & Steel	Китай	5 288	7 822	0,78	5,34	11,45	6,53	2,34	-	12,53	4,35	22,50	14,55	1,83
Wuhan Iron & Steel Co Ltd	Китай	12 138	14 016	1,36	6,31	9,00	3,43	2,59	1,02	27,93	19,25	19,92	21,48	1,17
Inner Mongolian Baotou Steel Union Co Ltd	Китай	3 913	4 726	1,04	10,07	10,65	2,03	1,72	0,63	15,94	7,37	9,82	10,30	0,70
Panzhuhua New Steel & Vanadium Co Ltd	Китай	4 403	5 145	1,40	10,71	21,68	3,06	2,36	-	10,25	4,41	11,35	13,05	0,82
Angang Steel Co Ltd	Китай	14 788	16 689	1,34	5,77	9,89	13,29	5,54	-	18,03	13,28	51,76	23,15	2,98
Tangshan Iron & Steel Co	Китай	4 109	5 341	0,73	6,54	9,72	2,70	1,94	0,28	27,80	6,66	12,88	11,17	0,88
China Steel Corp	Тайвань	18 055	18 525	2,08	7,69	10,23	2,61	2,51	1,73	23,12	18,74	21,65	27,01	1,84
Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA	Бразилия	22 821	23 561	2,17	6,01	9,75	5,94	5,14	-	24,95	14,18	48,92	36,10	4,32
Gerdau SA	Бразилия	29 360	35 796	1,47	6,72	11,06	10,25	3,85	2,29	28,29	8,25	35,34	21,89	3,49
Cia Siderurgica Nacional SA	Бразилия	31 842	34 215	3,75	7,42	13,52	6,44	4,68	-	40,18	14,11	36,59	50,47	3,14
Metalurgica Gerdau SA	Бразилия	12 210	19 402	0,81	3,68	11,80	8,62	2,25	-	35,74	4,75	42,39	22,02	5,18
Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA	Бразилия	22 821	22 048	3,10	8,24	14,02	-	-	-	27,71	15,99	-	37,58	-
CAP SA	Чили	5 590	6 051	2,41	9,93	12,94	5,85	4,27	-	36,20	15,60	12,65	24,26	0,92
Egyptian Iron & Steel Co	Египет	3 497	3 565	-	-	-	19,95	14,65	-	7,32	0,65	6,41	-	0,44
EL Ezz Aldekhela Steel Alexandria	Египет	3 761	4 290	1,83	4,23	6,46	6,38	3,84	-	71,85	32,00	38,69	43,32	2,60
ArcelorMittal South Africa Ltd	Юж. Африка	11 674	10 670	1,74	4,51	7,05	-	-	-	40,66	19,44	-	38,58	-
Азовсталь	Украина	3 759	3 747	0,88	4,12	6,48	2,72	2,74	-	27,50	13,90	53,38	21,34	5,56
Криворосталь	Украина	13 859	13 455	2,89	9,35	16,04	5,57	6,45	-	27,43	27,10	46,05	30,90	5,76
<b>Средневзв. по развивающимся рынкам</b>		<b>12 395</b>	<b>13 961</b>	<b>1,35</b>	<b>5,91</b>	<b>9,90</b>	<b>3,24</b>	<b>2,52</b>	<b>1,27</b>	<b>25,86</b>	<b>13,67</b>	<b>33,65</b>	<b>28,39</b>	<b>2,80</b>
<b>Россия</b>														
Северсталь	РФ	22 472	22 354	1,04	3,68	6,62	1,81	1,82	1,34	46,96	19,61	33,71	28,25	2,66
НЛМК	РФ	31 464	32 832	2,65	6,44	8,73	2,57	2,41	2,30	48,53	36,90	41,16	41,09	3,57
Мечел	РФ	16 235	16 594	1,58	4,71	8,19	2,38	2,31	0,56	54,02	21,48	28,78	33,56	2,39
Евразхолдинг	РФ	37 445	45 047	2,18	5,88	8,42	4,22	2,73	1,99	115,92	27,15	49,26	37,06	4,58
ММК	РФ	14 359	13 650	1,23	5,11	7,57	3,57	4,11	0,97	39,98	20,22	30,80	24,15	2,46
АМЗ	РФ	299	233	0,73	3,32	6,33	0,87	0,83	-	20,87	18,63	8,82	21,86	0,83
Ижсталь	РФ	171	181	-	2,64	4,11	1,41	1,38	-	15,52	9,01	1,28	17,26	0,14
Уральская кузница	РФ	179	-	-	-	9,44	3,17	-	-	41,49	34,63	-	19,71	-
Ижорские заводы	РФ	46	64	0,89	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Завод им Серова	РФ	186	421	1,00	5,84	9,53	1,41	1,15	-	18,61	5,13	9,38	17,16	-
Белореченский метзавод	РФ	168	206	-	4,28	5,85	2,04	1,71	-	37,08	16,15	1,78	10,32	0,20
<b>Средневзв. по РФ</b>		<b>11 184</b>	<b>13 158</b>	<b>1,70</b>	<b>5,20</b>	<b>7,94</b>	<b>2,73</b>	<b>2,45</b>	<b>1,31</b>	<b>68,53</b>	<b>26,69</b>	<b>39,33</b>	<b>34,46</b>	<b>3,42</b>

Источник: данные компаний, Bloomberg; Оценка: Велес Капитал

Соотношение рыночной оцененности выручки и резервов компаний

Соотношение прибыльности и рыночной оцененности активов компаний



Источник: данные компаний, Bloomberg; Оценка: Велес Капитал

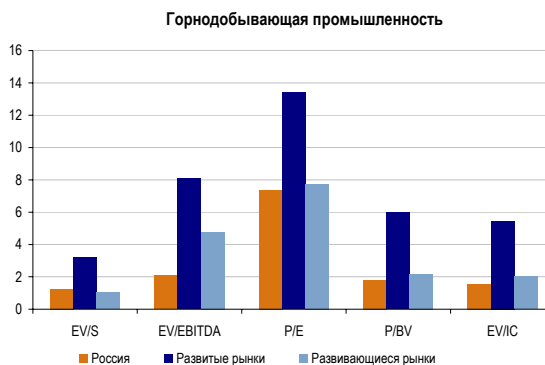
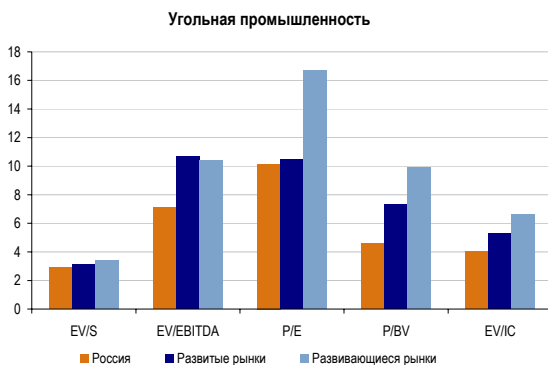
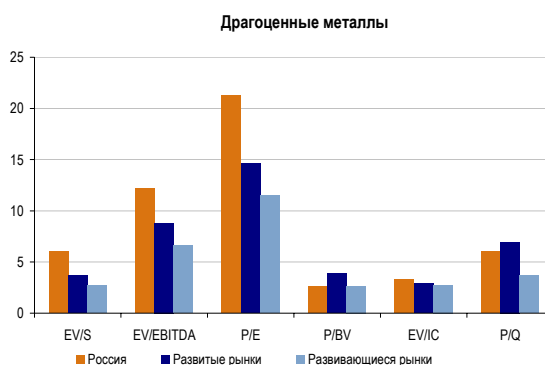
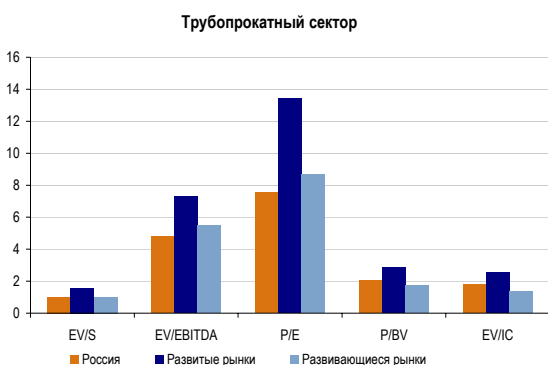
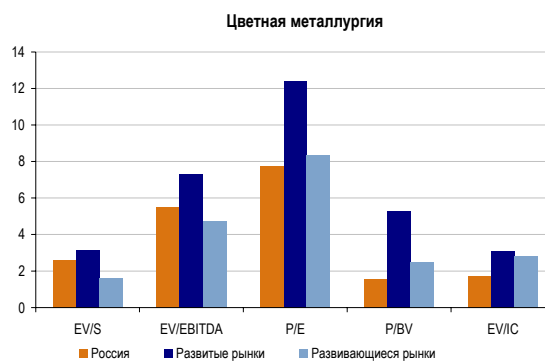
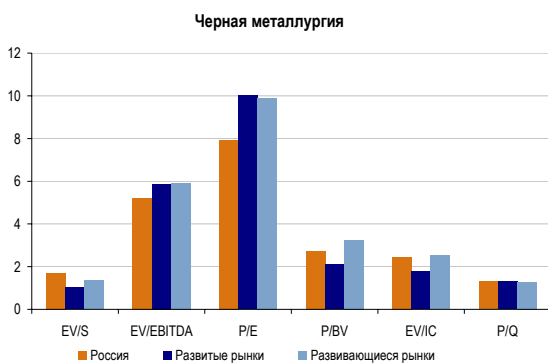




Мультипликаторы в разрезе секторов и рынков

	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EV/IC	P/Q	ROE, %	ROIC, %	Норма EBITDA, %
<b>Россия</b>									
Черная металлургия	1,70	5,20	7,94	2,73	2,45	1,31	68,53	39,33	34,46
Цветная металлургия	2,63	5,52	7,74	1,59	1,73	-	46,32	32,10	49,66
Трубопрокатный сектор	1,01	4,78	7,55	2,02	1,78	1,57	42,31	28,08	21,61
Драгоценные металлы	6,01	12,19	21,28	2,62	3,25	6,00	21,41	20,04	49,55
Угольная промышленность	2,92	7,08	10,15	4,59	4,00	217,57	52,10	55,89	46,84
Горнодобывающая промышленность	1,25	2,08	7,37	1,80	1,55	-	37,29	33,02	44,06
<b>Развитые рынки</b>									
Черная металлургия	1,03	5,87	10,02	2,10	1,78	1,31	21,16	18,39	16,81
Цветная металлургия	3,17	7,33	12,41	5,28	3,12	-	35,79	28,32	45,95
Трубопрокатный сектор	1,57	7,28	13,42	2,87	2,53	-	24,43	23,72	20,94
Драгоценные металлы	3,66	8,80	14,66	3,88	2,93	6,95	25,02	22,73	46,42
Угольная промышленность	3,10	10,70	10,49	7,34	5,27	177,32	35,97	40,98	30,27
Горнодобывающая промышленность	3,20	8,07	13,41	5,99	5,44	-	38,35	96,11	46,19
<b>Развивающиеся рынки</b>									
Черная металлургия	1,35	5,91	9,90	3,24	2,52	1,27	25,86	33,65	28,39
Цветная металлургия	1,63	4,76	8,34	2,48	2,81	-	28,95	43,10	41,91
Трубопрокатный сектор	1,01	5,48	8,66	1,73	1,37	-	22,01	63,44	14,89
Драгоценные металлы	2,71	6,60	11,47	2,64	2,74	3,69	27,19	36,74	42,08
Угольная промышленность	3,37	10,40	16,69	9,92	6,62	-	31,93	101,84	32,85
Горнодобывающая промышленность	1,02	4,77	7,75	2,17	2,03	-	13,37	13,91	25,93

Источник: данные компаний, Bloomberg; Оценка: Велес Капитал

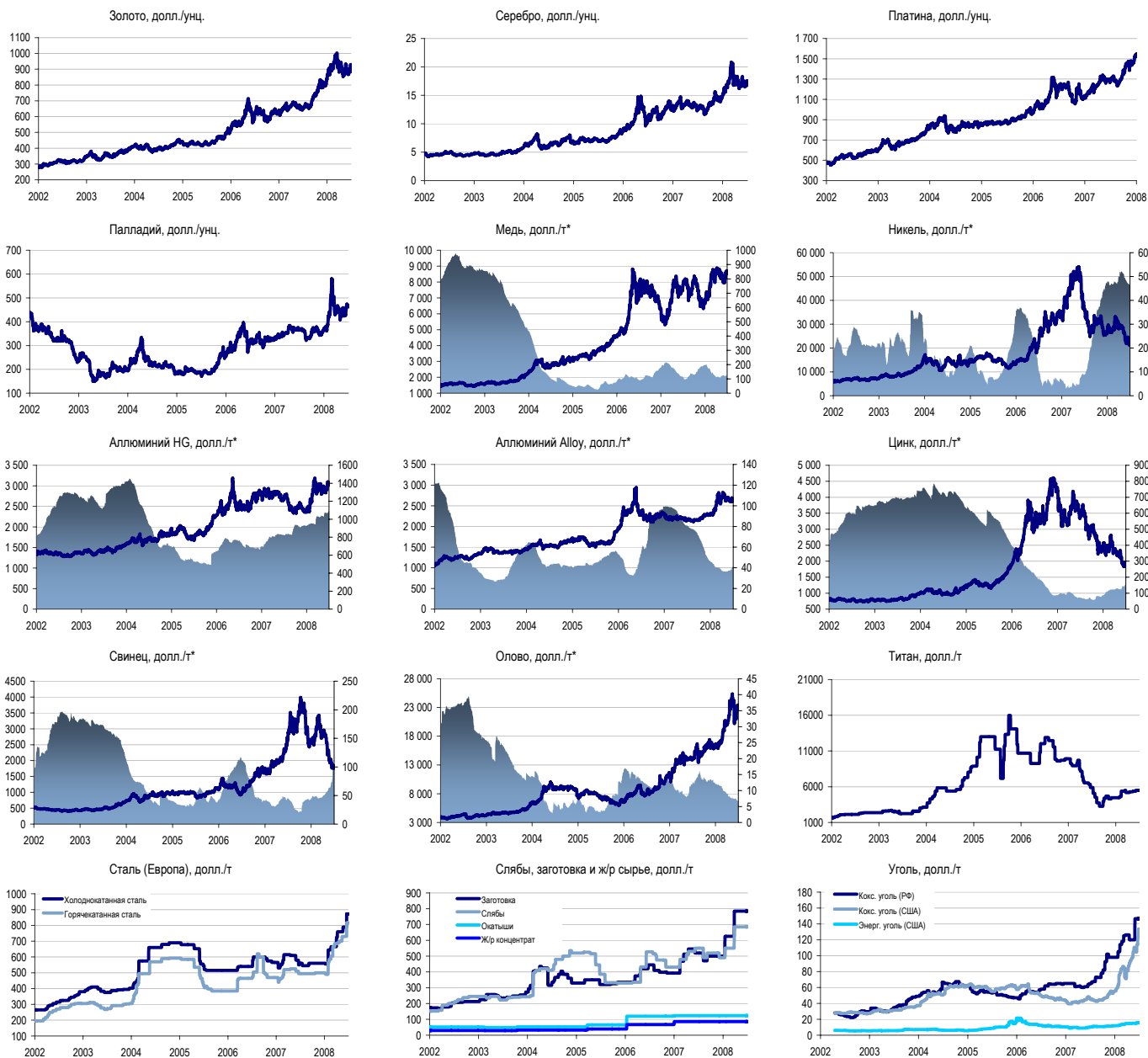


Источник: данные компаний, Bloomberg; Оценка: Велес Капитал



# Сырьевые рынки

## Динамика цен на металлы



\* По правой оси отражены запасы LME (тыс т)  
Источник: LME, MB; Оценка: Велес Капитал



## Текущая конъюнктура рынка металлов

	Цена последней сделки (спот)	за год		изменение, %					фьючерсные спрэды, %				
		мин.	макс.	день	неделя	месяц	с 1 янв.	год	1 мес.	3 мес.	6 мес.	12 мес.	15 мес.
Золото, долл./унц.	947,7	652,0	1 003,0	2,06 ▲	1,41 ▲	9,30 ▲	13,67 ▲	43,44 ▲	0,20 ▲	0,66 ▲	1,40 ▲	2,92 ▲	-
Серебро, долл./унц.	18,29	11,62	20,82	0,82 ▲	0,16 ▲	10,18 ▲	23,62 ▲	41,73 ▲	2,90 ▲	2,92 ▲	3,01 ▲	3,06 ▲	-
Платина, долл./унц.	2 006,5	1 231,5	2 250,5	1,93 ▲	-1,04 ▼	0,80 ▲	31,49 ▲	54,35 ▲	1,50 ▲	1,00 ▲	0,75 ▲	0,10 ▲	-
Палладий, долл./унц.	449,5	321,5	580,0	0,84 ▲	-2,97 ▼	5,70 ▲	21,90 ▲	21,98 ▲	2,45 ▲	2,70 ▲	2,95 ▲	2,95 ▲	-
Медь, долл./т	8 413,0	6 323,8	8 900,0	0,44 ▲	-4,68 ▼	5,20 ▲	26,67 ▲	4,47 ▲	-	-2,18 ▼	-	-	-7,13 ▼
Никель, долл./т	21 756,0	20 448,0	35 245,0	2,15 ▲	5,09 ▲	-7,20 ▼	-16,36 ▼	-35,19 ▼	-	0,66 ▲	-	-	0,32 ▲
Алюминий HG, долл./т	3 242,3	2 334,5	3 259,3	3,25 ▲	3,38 ▲	11,47 ▲	37,49 ▲	16,50 ▲	-	1,47 ▲	-	-	4,60 ▲
Алюминий Alloy, долл./т	2 680,5	2 113,0	2 824,8	1,15 ▲	1,98 ▲	2,15 ▲	17,46 ▲	22,65 ▲	-	-16,11 ▼	-	-	6,19 ▲
Олово, долл./т	22 765,0	13 420,0	25 331,0	-0,62 ▼	-0,50 ▼	6,60 ▲	39,82 ▲	60,60 ▲	-	-0,29 ▼	-	-	-0,55 ▼
Свинец, долл./т	1 987,5	1 548,0	3 989,0	11,22 ▲	25,32 ▲	1,88 ▲	-21,92 ▼	-33,64 ▼	-	-0,18 ▼	-	-	-1,18 ▼
Цинк, долл./т	1 981,5	1 749,5	3 772,0	6,73 ▲	12,75 ▲	3,93 ▲	-15,81 ▼	-43,55 ▼	-	0,43 ▲	-	-	2,95 ▲
Титан, долл./т	2,13	1,48	2,50	0,00 -	-10,50 ▼	-14,80 ▼	4,93 ▲	-7,39 ▼	-	-	-	-	-
ХК Сталь, долл./т	880,0	545,0	880,0	0,00 -	0,00 -	11,39 ▲	57,14 ▲	57,14 ▲	34,09 ▲	31,82 ▲	31,82 ▲	-	-
ГК сталь, долл./т	815,0	490,0	815,0	0,00 -	0,00 -	11,64 ▲	63,00 ▲	64,65 ▲	34,09 ▲	31,82 ▲	31,82 ▲	-	-
Слябы, долл./т	1 000,0	490,0	1 000,0	0,00 -	45,99 ▲	45,99 ▲	104,08 ▲	81,82 ▲	-	-	-	-	-
Заготовка, долл./т	1 200,0	470,0	1 200,0	0,00 -	52,87 ▲	52,87 ▲	140,00 ▲	130,77 ▲	-	-	-	-	-
ЖР концентрат, долл./т	0,86	0,86	0,86	0,00 -	0,00 -	0,00 -	0,00 -	0,00 -	-	-	-	-	-
Окатыши, долл./т	1,23	1,23	1,23	0,00 -	0,00 -	0,00 -	0,00 -	0,00 -	-	-	-	-	-
Коксующийся уголь (РФ), долл./т	146,5	67,0	146,5	0,00 -	0,00 -	0,00 -	49,49 ▲	125,38 ▲	-	-	-	-	-
Коксующийся уголь (США), долл./т	131,5	42,5	133,5	0,00 -	-1,50 ▼	25,84 ▲	136,94 ▲	195,51 ▲	-	-	-4,18 ▼	-14,26 ▼	-
Энергетич. уголь (США), долл./т	17,5	10,5	17,5	0,00 -	11,11 ▲	18,64 ▲	48,94 ▲	70,73 ▲	-	-	-	-	-

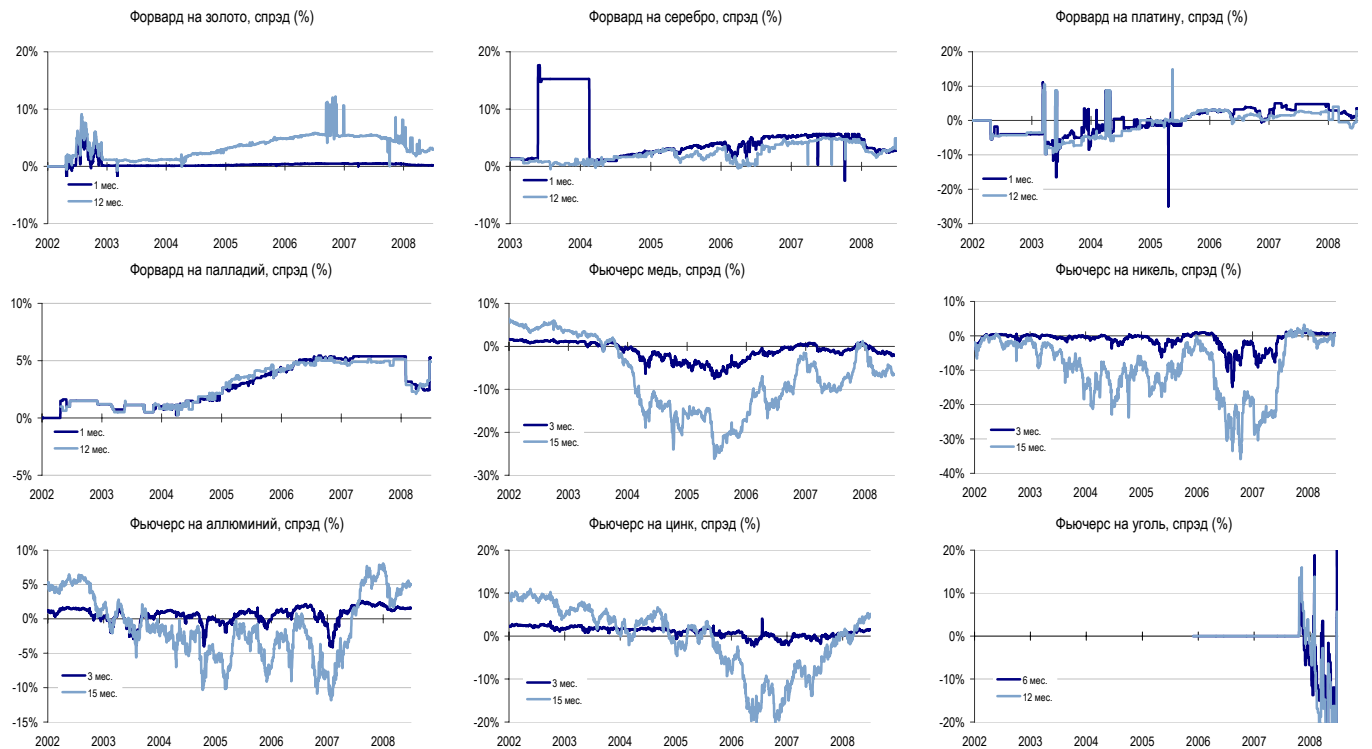
Источник: LME, MB, Bloomberg

## Средние цены на металлы

	2005	1 кв. 06	2 кв. 06	1 пол. 06	3 кв. 06	9 мес. 06	4 кв. 06	2 пол. 06	2006	1 кв. 07	2 кв. 07	1 пол. 07	3 кв. 07	9 мес. 07	4 кв. 07	2 пол. 07	2007	1 кв. 08
Золото, долл./унц.	445	554	629	592	621	601	615	618	605	650	668	659	681	666	782	732	695	924
Серебро, долл./унц.	7,32	9,71	12,34	11,02	11,70	11,25	12,60	12,15	11,59	13,28	13,34	13,31	12,71	13,11	14,21	13,46	13,38	17,55
Платина, долл./унц.	898	1 036	1 185	1 110	1 216	1 146	1 131	1 173	1 142	1 189	1 290	1 240	1 292	1 257	1 432	1 362	1 301	1 871
Палладий, долл./унц.	202	292	346	319	324	321	323	323	321	344	369	356	349	354	366	357	357	441
Медь, долл./т	3 678	4 940	7 228	6 084	7 665	6 611	7 065	7 365	6 724	5 970	7 635	6 803	7 715	7 107	7 520	7 617	7 210	7 786
Никель, долл./т	14 800	14 823	19 924	17 373	28 749	21 165	32 959	30 854	24 114	41 354	48 080	44 717	30 186	39 873	31 056	30 621	37 669	28 908
Алюминий HG, долл./т	1 902	2 421	2 655	2 538	2 487	2 521	2 728	2 607	2 573	2 798	2 769	2 783	2 553	2 707	2 479	2 516	2 650	2 739
Алюминий Alloy, долл./т	1 652	2 244	2 484	2 364	2 227	2 318	2 259	2 243	2 304	2 210	2 195	2 203	2 152	2 186	2 222	2 187	2 195	2 504
Олово, долл./т	7 394	7 588	8 495	8 042	8 571	8 218	10 315	9 443	8 742	12 646	14 056	13 351	14 906	13 869	16 376	15 641	14 496	17 773
Свинец, долл./т	976	1 235	1 100	1 168	1 189	1 175	1 617	1 403	1 285	1 781	2 176	1 979	3 143	2 367	3 553	3 348	2 663	2 888
Цинк, долл./т	1 381	2 241	3 275	2 758	3 344	2 954	4 183	3 764	3 261	3 462	3 685	3 574	3 235	3 461	2 781	3 008	3 291	2 434
Титан, долл./т	12 025	10 422	10 317	10 369	12 121	10 953	9 731	10 926	10 647	9 272	6 834	8 053	4 163	6 756	4 458	4 311	6 182	4 965
ХК Сталь, долл./т	585	519	540	530	595	551	577	586	558	576	597	586	552	575	560	556	571	626
ГК сталь, долл./т	472	399	465	432	552	472	476	514	473	485	517	501	495	499	498	497	499	584
Слябы, долл./т	422	332	430	381	501	421	445	473	427	456	532	494	523	504	520	521	508	551
Заготовка, долл./т	334	343	411	377	420	392	395	408	392	441	532	487	499	491	500	499	493	618
ЖР концентрат, долл./т	0,37	0,64	0,67	0,65	0,67	0,66	0,67	0,67	0,66	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
Окатыши, долл./т	0,62	1,14	1,20	1,17	1,20	1,18	1,20	1,20	1,18	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23
Коксующийся уголь (РФ), долл./т	60,1	61,2	53,1	57,2	48,0	54,1	45,2	46,6	51,9	41,0	44,3	42,6	43,9	43,0	48,3	46,1	44,4	72,7
Коксующийся уголь (США), долл./т	52,7	50,9	55,0	53,0	61,7	55,9	64,6	63,2	58,1	64,0	61,5	62,7	70,6	65,4	92,6	81,6	72,2	112,2
Энергетич. уголь (США), долл./т	9,6	17,9	13,4	15,6	11,5	14,2	10,8	11,1	13,4	9,7	9,2	9,4	10,8	9,9	11,1	10,9	10,2	13,0

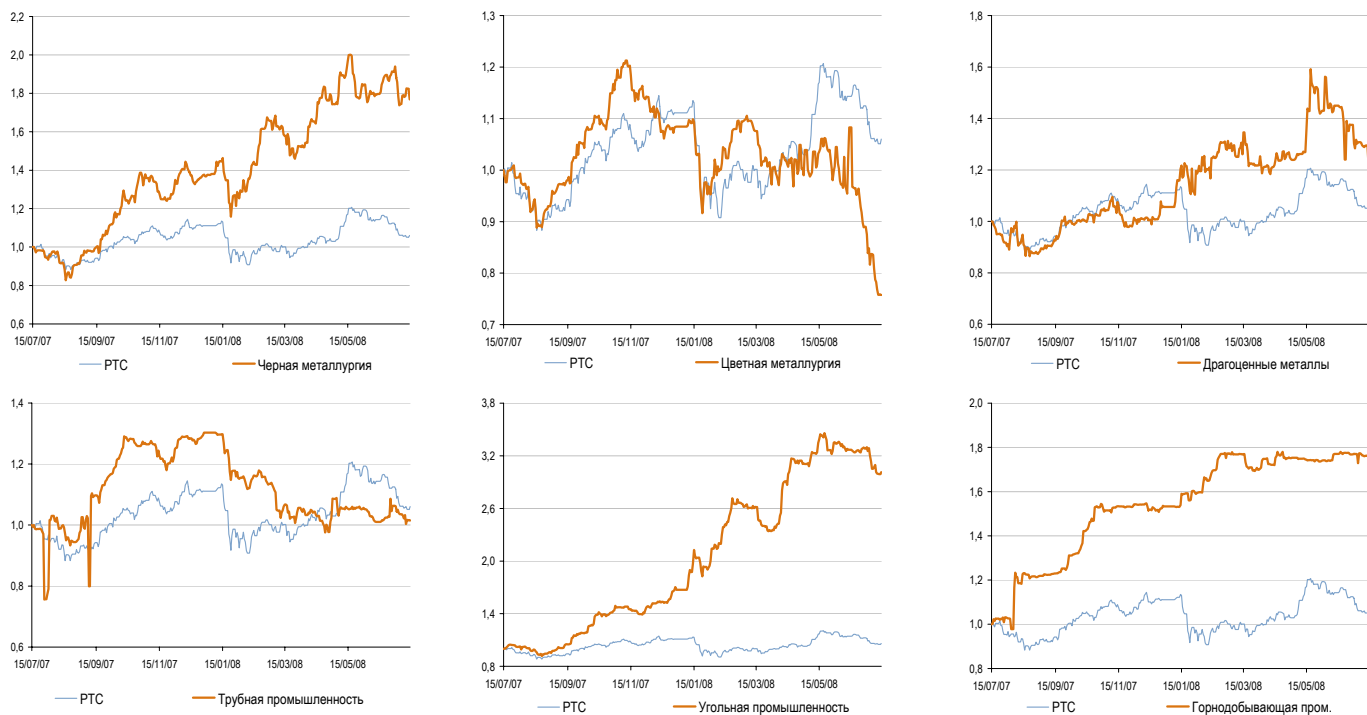
Источник: LME, MB, Bloomberg

## Рыночные ожидания: конъюнктура срочных рынков



Источник: COMEX, NYMEX, LME

# Аналитическое покрытие сектора

**Динамика секторов металлургической отрасли относительно индекса РТС**


Данные: РТС, LSE, Bloomberg; Оценка: Велес Капитал

**Наши рекомендации**

Бумага	Тикер BLOOMBERG	Текущая капитализация, млн долл.	Текущая цена, долл.	за год, долл.		Изменение, %		Цель **, долл.	Потенциал роста, %	Рекомендация	Дата пересмотра рекомендации	Накопленная доходность **, %
				мин.	макс.	с посл. рек.	с 01.01.2008					
<b>Черная металлургия</b>												
Северсталь	CHMF RU Equity	12 279	22,25	14,50	27,85	-3,00	24,58	32,66	19,16	ПОКУПАТЬ	11.07.08	71,54
НЛМК	NLMK RU Equity	31 165	5,20	2,75	5,95	-12,61	28,24	5,75	10,58	ДЕРЖАТЬ	11.07.08	51,82
Мечел	MTLR RU Equity	16 276	39,10	12,10	46,50	-0,26	51,84	43,82	12,07	АККУМУЛИРОВАТЬ	11.07.08	154,72
Евраз	EVR LI Equity	37 000	105,50	40,75	125,50	2,93	36,13	124,76	18,26	АККУМУЛИРОВАТЬ	11.07.08	108,91
ММК	MAGN RU Equity	13 554	1,28	0,96	1,44	-3,77	-1,35	1,51	18,43	АККУМУЛИРОВАТЬ	11.07.08	8,51
АМЗ	AMEZ RU Equity	151	0,61	0,55	0,97	0,41	-34,10	0,94	55,37	ПОКУПАТЬ	07.07.06	0,41
<b>Цветная металлургия</b>												
Норильский никель	GMKN RU Equity	42 605	223,50	198,00	350,00	-10,96	-15,44	314,68	40,80	ПОКУПАТЬ	01.02.08	1,36
Уфалейникель	UFAL RU Equity	202	7,52	6,90	10,25	-2,22	-2,97	6,63	-11,84	СОКРАЩАТЬ	27.10.06	36,30
Южуралникель (Мечел)	UNKL RU Equity	469	781,00	781,00	1 480,00	-22,71	-43,61	463,39	-40,67	АККУМУЛИРОВАТЬ	21.11.06	-22,71
Уралэлектромедь (УГМК)	UELM RU Equity	538	106,00	94,00	126,00	-5,99	-6,81	126,38	19,23	АККУМУЛИРОВАТЬ	11.01.07	-5,99
Среднеуральский МЗ (УГМК)	SUMZ RU Equity	77	15,25	15,25	26,50	-40,20	-19,90	36,55	139,67	СПЕК. ПОКУПКА	11.01.07	-40,20
Сарьяновская медь (УГМК)	SFMD RU Equity	12	6,00	6,00	12,50	-52,00	-35,14	4,73	-21,17	ПРОДАВАТЬ	11.01.07	108,33
БМОК (объед.)	BMSK RU Equity	19	3,75	1,69	3,75	47,06	53,06	4,59	22,40	СПЕК. ПОКУПКА	11.01.07	47,06
БМОК (привил.)	BMSKP RU Equity	0,3	1,70	0,95	3,40	-20,93	-20,93	3,44	102,35	ДЕРЖАТЬ	11.01.07	-20,93
ЦЗ	CHZN RU Equity	379	7,00	6,90	16,25	-30,17	-37,64	22,53	221,86	ПОКУПАТЬ	07.12.07	-47,17
ВСРМО-Авиза	VSMO RU Equity	1 557	135,00	133,00	328,50	-56,45	-56,67	-	-	-	-	-
<b>Драгоценные металлы</b>												
Полос Золото	PLZL RU Equity	9 913	52,00	39,10	71,00	-6,45	13,66	57,18	9,96	ДЕРЖАТЬ	19.02.08	16,99
Полуметал	PMTL RU Equity	2 520	8,00	4,97	9,35	-2,62	16,36	8,28	3,50	ДЕРЖАТЬ	19.02.08	33,33
Бурятзолото	BRZL RU Equity	109	16,50	13,30	30,00	18,71	-42,56	26,69	61,76	СПЕК. ПОКУПКА	06.08.07	18,71
Лензолото	LNZL RU Equity	46	40,00	27,50	95,00	41,59	-30,43	34,21	-14,48	ДЕРЖАТЬ	06.08.07	41,59
Сусманзолото	SYSY RU Equity	10	47,00	27,50	48,00	4,44	56,67	55,27	17,59	АККУМУЛИРОВАТЬ	06.08.07	4,44
<b>Трубная промышленность</b>												
ЧТПЗ	CHEP RU Equity	1 892	4,01	3,85	4,88	-1,60	-6,43	5,57	39,08	ПОКУПАТЬ	04.07.08	6,02
ПНТЗ (ЧТПЗ)	PNTZ RU Equity	727	29,88	26,75	33,00	-0,42	-3,63	42,35	41,76	ПОКУПАТЬ	04.07.08	-7,36
ТМК	TRMK RU Equity	7 290	8,35	5,55	11,50	-1,76	-24,09	10,04	20,24	АККУМУЛИРОВАТЬ	04.07.08	-19,52
Синарский ТЗ (ТМК)	SNTR RU Equity	519	82,50	82,50	142,25	-5,71	-41,18	230,47	179,36	СПЕК. ПОКУПКА	04.07.08	-24,49
Северский ТЗ (ТМК)	SVTZ RU Equity	505	10,50	10,00	16,40	0,00	-35,38	54,10	54,10	СПЕК. ПОКУПКА	04.07.08	-2,55
Татарский МЗ (ТМК)	TAMZ RU Equity	486	0,96	0,85	1,38	-2,05	-22,61	1,32	38,22	СПЕК. ПОКУПКА	04.07.08	-21,40
Высунский ТЗ (ОМК)	VSMZ RU Equity	2 822	1 499,50	1 450,00	2 115,00	-3,26	-29,10	2 459,84	64,04	СПЕК. ПОКУПКА	04.07.08	1,42
Альметьевск ТЗ (ОМК)	ATZA RU Equity	40	13,50	10,75	15,00	0,00	14,89	26,78	98,37	СПЕК. ПОКУПКА	04.07.08	-12,96
<b>Угольная промышленность</b>												
Распадков	RASP RU Equity	6 862	8,78	2,55	10,30	-4,10	37,11	10,65	21,38	АККУМУЛИРОВАТЬ	21.04.08	208,44
Южый Кузбас	KUZB RU Equity	5 385	115,00	32,25	156,90	112,96	119,05	50,38	-56,19	СОКРАЩАТЬ	08.11.07	-71,74
Кузбассразрезуголь	KZRU RU Equity	5 030	0,82	0,33	0,92	112,44	90,92	0,38	-53,66	ДЕРЖАТЬ	08.11.07	126,47
Белон	BLNG RU Equity	2 461	214,00	39,38	240,00	212,41	144,57	91,61	-57,19	СПЕК. ПОКУПКА	08.11.07	212,41
Воркутауголь	VOUG RU Equity	438	178,50	157,00	252,50	-0,83	-10,97	318,92	78,67	СПЕК. ПОКУПКА	08.11.07	-0,83
Воркутауголь, пр.	VOUGP RU Equity	163	178,50	147,00	200,00	-0,25	-1,11	255,14	42,94	СПЕК. ПОКУПКА	08.11.07	-0,25
<b>Горнодобывающая пром.</b>												
Коршунковский ГОК	KOGK RU Equity	1 134	4 537,50	600,00	4 790,00	656,25	121,34	-	-	ДЕРЖАТЬ	22.03.07	656,25
Оленегорский ГОК	OGOK RU Equity	423	763,50	450,00	1 167,50	61,59	19,11	-	-	ДЕРЖАТЬ	22.03.07	61,59
Богопольское РУ	BRAD RU Equity	64	862,50	570,00	965,00	46,19	4,48	-	-	ДЕРЖАТЬ	22.03.07	46,19
Стойленский ГОК	SGOK RU Equity	3 161	1 015,00	340,05	1 145,00	191,88	53,21	-	-	ДЕРЖАТЬ	22.03.07	191,88
Кичиновский ГОК	KGOK RU Equity	1 461	3,83	2,10	3,85	92,14	0,00	-	-	ДЕРЖАТЬ	22.03.07	92,14
Карельский олоухинский ГОК	KARO RU Equity	1 268	1 156,50	956,00	1 557,50	17,41	-10,17	-	-	ДЕРЖАТЬ	22.03.07	17,41
Высокотерский ГОК	VGOK RU Equity	171	0,22	0,17	0,22	28,37	0,00	-	-	ДЕРЖАТЬ	22.03.07	28,37
Ковдорский ГОК	KVDG RU Equity	287	4,24	3,05	11,53	-6,40	0,00	-	-	ДЕРЖАТЬ	22.03.07	-6,40
Лебединский ГОК	LGOK RU Equity	5 329	285,00	182,50	300,00	34,12	0,00	-	-	ДЕРЖАТЬ	22.03.07	34,12
Михайловский ГОК (об.)	MGOK RU Equity	2 855	457,50	400,00	482,50	-4,19	10,24	-	-	ДЕРЖАТЬ	22.03.07	-4,19
Михайловский ГОК (пр.)	MGOKP RU Equity	343	390,00	267,50	450,50	44,44	12,55	-	-	ДЕРЖАТЬ	22.03.07	44,44

\* расчетами на конец текущего года

\*\* величина кумулятивной доходности, которую получил бы инвестор за последние 365 дней следуя нашим рекомендациям.

Данные: РТС, LSE, Bloomberg; Оценка: Велес Капитал



## Краткий справочник инвестора

Методы, применяемые для оценки акций			
Доходный подход		Сравнительный подход	Затратный подход
	Метод DCF	Метод экономической прибыли	Мультипликативный анализ
Концепция оценки единого объекта (EV) *	Дисконтирование ден. потоков фирмы (FCFF)	Дисконтирование эк. прибыли фирмы (EVA)	
Прямой расчет стоимости акционерного капитала (SV) **	Дисконтирование ден. потоков для акционеров (FCFE)	Дисконтирование эк. прибыли для акционеров (Edwards-Bell-Ohlson метод)	Метод чистых активов

\* Стоимость долга рассчитывается отдельно и затем вычитается из общей стоимости бизнеса (target EV), сформированной исходя из ден. потоков / эк. прибыли фирмы.

\*\* Долг учитывается в расчете интегрированно - через ежегодные погашения. Соответственно справедливая стоимость акц. капитала (target SV) формируется прямым образом - исходя из ден. потоков / эк. прибыли для акционеров.

Примечание:

DCF Методы отличаются от методов эк.прибыли способом учета инвестиций. Методы концепции оценки единого объекта отличаются от методов прямого расчета стоимости акционерного капитала - способом учета стоимости и обслуживания долговых обязательств.

## Расчет стоимости в рамках доходного подхода:

	расчет стоимости бизнеса (EV) в рамках оценки стоимости единого объекта	расчет стоимости акционерного капитала (SV)
Метод DCF (FCFF)	$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_i)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод DCF (FCFE)		$SV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+k_{si})^i} + \frac{TV}{(1+k_{si})^n} + Cash + NA$
Метод экономической прибыли (EVA)	$EV = IC_1 + \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{TV}{(1+WACC_i)^n} + NA$	$SV = EV - D$
Метод EBO		$SV = BV_1 + \sum_{i=1}^n \frac{SVA_i}{(1+k_{si})^i} + \frac{TV}{(1+k_{si})^n} + Cash + NA$

## Обозначения:

- EV - стоимость бизнеса (Enterprise Value)
- SV - стоимость акционерного капитала (Shareholders Value)
- TV - стоимость бизнеса / акц. капитала в постпрогнозном периоде (Terminal Value)
- Sagr - темпы развития в постпрогнозном периоде
- BV, E - акционерный капитал на начало периода (Balance Value, Equity)
- EBIT - операционная прибыль от продаж, прибыль до уплаты процентов по кредиту и налога на прибыль
- EBITDA - операционная прибыль до уплаты процентов по кредиту, налога на прибыль и амортизации
- EBT - доналоговая прибыль (Earnings Before Tax)
- EAT - чистая прибыль (Earnings After Tax)
- EPS - чистая прибыль на одну акцию (Earnings Per Share)
- NOPAT - чистая операционная прибыль, очищенная от эффектов долевого финансирования  
 $NOPAT = EBIT * (1 - \text{эффективная ставка налога на прибыль})$
- FCFF - свободный ден.поток фирмы (Free Cash Flow to Firm)  
 $FCFF = \text{валовый ден. поток} - \text{валовые инвестиции}$   
 $\text{Валовый ден. поток} = NOPAT + \text{амортизация}$
- FCFE - свободный ден.поток для акционеров (Free Cash Flow to Equity)  
 $FCFE = \text{валовый акционерный ден. поток} - \text{валовые инвестиции}$   
 $\text{Валовый акционерный ден. поток} = EAT \text{ операционной деятельности (вкл. процентные платежи)} - \text{ежегодное погашение долга} + \text{привлечение заемных средств} + \text{амортизация}$
- EVA - экономическая добавленная стоимость, экономическая прибыль фирмы (Economic Value Added)  
 $EVA = \text{спрэд экономической прибыли} * IC = (ROIC - WACC) * IC$
- SVA - экономическая прибыль для акционеров (Shareholders Value Added)  
 $SVA = \text{спрэд} * E = (ROE - k_s) * E$
- WACC - средневзвешенная стоимость капитала (Weighted Average Cost of Capital)
- $k_s$  - требуемая доходность акционеров
- D - справедливая (рыночная) стоимость чистого долга
- Cash - денежные средства, а также рыночные ценные бумаги на балансе
- NA - неоперационные активы
- IC - инвестированный капитал в операционную деятельность на начало периода (Invested Capital)
- ROIC - рентабельность инвестированного капитала (Return on Invested Capital)  
 $ROIC = NOPAT / IC$
- ROE - рентабельность акционерного капитала (Return on Equity)
- ROA - рентабельность активов (Return on Assets)

## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2008 г.

### Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

**ПОКУПАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

**АККУМУЛИРОВАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

**ДЕРЖАТЬ** – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

**СОКРАЩАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

**ПРОДАВАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».

## **Аналитическое управление**

*research@veles-capital.ru*

**Михаил Зак**  
Начальник Управления  
Стратегия  
MZak@veles-capital.ru

**Иван Манаенко**  
Начальник отдела анализа  
долгового рынка  
IManaenko@veles-capital.ru

**Илья Федотов**  
Телекоммуникации  
IFedotov@veles-capital.ru

**Станислав Фоменко**  
Металлургия  
SFomenko@veles-capital.ru

**Марина Иркли**  
Машиностроение и транспорт  
Mirkly@veles-capital.ru

**Олег Зотиков**  
Энергетика  
OZotikov@veles-capital.ru

**Дмитрий Лютягин**  
Нефть и газ  
DLyutyagin@veles-capital.ru

**Олег Сальманов**  
Долговой рынок  
OSalmanov@veles-capital.ru

**Шон Гизатулин**  
Редактор/Переводчик  
SGizatulin@veles-capital.ru

## **Управление фондовых операций**

*sales@veles-capital.ru*

**Юрий Павлов**  
Директор (VIP клиенты)  
YPavlov@veles-capital.ru

**Сергей Ветошкин**  
Корпоративные клиенты  
SVetoshkin@veles-capital.ru

**Александр Таран**  
Трейдинг (Украина)  
ATaran@veles-capital.com.ua

## **Управление стратегических инвестиций**

**Андрей Ли**  
Начальник Управления  
ALee@veles-capital.ru

## **Управление доверительных операций**

*am@veles-capital.ru*

**Бейшен Исаев**  
Начальник Управления  
BIsaev@veles-capital.ru

**Вадим Лабед**  
Работа с инвесторами  
VLabed@veles-capital.ru

**Станислав Бродский**  
Инвестиционные продукты  
SBrodsky@veles-capital.ru