

Позитивный настрой сохраняется

Первые месяцы 2011 года ознаменовались быстрым ростом цен на сталь и металлургическое сырье, который, однако, практически сошел на нет с началом весны. **Мы полагаем, что в настоящий момент вероятность возобновления роста цен на металл значительно выше, чем вероятность их дальнейшего снижения.**

В данном обзоре мы провели пересмотр наших моделей акций компаний металлургического и угольного сектора, заложив в прогнозы более высокие цены на сталь и металлургическое сырье, а также более значительный, чем ожидалось ранее рост издержек российских металлургов на фоне укрепления рубля и увеличения стоимости всех основных компонентов расходов - сырья, энерго- и транспортных тарифов, трудовых затрат.

Мы сохраняем позитивное отношение ко всем основным компаниям сектора, особенно выделяя в черной металлургии акции ММК, снижение которых с начала года мы считаем неоправданно глубоким, а также бумаги угольных компаний – Распадской и Мечела, которые в настоящий момент наслаждаются крайне благоприятной конъюнктурой рынка угля и имеют возможность значительно увеличить свои производственные показатели в ближайшие годы.

- **Мы по-прежнему считаем одним из основных факторов привлекательности российских металлургов быстрорастущий внутренний рынок**, который продолжает демонстрировать весьма позитивную динамику и в 2011 году (хотя первые зимние месяцы, безусловно, вряд ли показательны). Мы ожидаем, что тема увеличения потребления стали внутри РФ при резком сокращении экспорта и фактическом превращении России в нетто-импортера многих видов металлопроката с течением времени будет привлекать все больше внимания участников рынка.
- **Еще одним важным позитивным фактором для оценки компаний сектора, который, на наш взгляд, рынок пока учитывает не в полной мере, является возможное ограничение темпов роста тарифов естественных монополий в РФ уровнем инфляции.** Планы по ускоренному росту тарифов на газ (и, соответственно, цен на электроэнергию) являются, пожалуй, одной из наиболее существенных угроз глобальной конкурентоспособности российских металлургических компаний, и их корректировка снимет значительную часть опасений относительно будущего сектора. На наш взгляд, более медленный, чем предполагалось ранее рост регулируемых тарифов внутри России может привести к переоценке стоимости компаний сектора еще на 15-20%.

Юрий Волов, CFA
Volov_ym@mmbank.ru

Компания	Текущая цена, \$	Старый таргет, \$	Новый таргет, \$	Изменение, %	Потенциал роста, %	Рекомендация
Северсталь	16.8	22.7	23.9	5	42	покупать
Evrast	30.8	42.1	44.8	6	45	покупать
НЛМК	3.61	3.82	4.12	8	14	держать
ММК	0.86	1.48	1.50	1	74	покупать
Мечел	25.0	38.3	48.6	27	94	покупать
Мечел-п	8.84	13.0	14.2	9	60	покупать
Распадская	5.80	13.7	9.85	-28	70	покупать

Цены на металлы: праздник закончился... или продолжается?

Первые месяцы 2011 года на фоне наводнений в Австралии характеризовались резким взлетом котировок как металлургического сырья, так и металлопродукции на мировом рынке. Однако достигнув пика в середине февраля, цены на сталь начали снижаться. От ответа на вопрос: «Что является краткосрочным конъюнктурным явлением, а что – частью более длинной тенденции – январско-февральский рост цен на сталь или их мартовско-апрельская коррекция?» во многом зависят котировки бумаг металлургов в ближайшие месяцы.

Несмотря на то, что, безусловно, взлет котировок в начале года едва ли состоялся бы без относительно краткосрочных, единовременных факторов (таких как наводнение в Австралии), мы склонны придерживаться точки зрения, что подъем цен на сталь в нынешних условиях выглядит фундаментально оправданным и повышение котировок металлопродукции сейчас представляется более вероятным, чем их дальнейшая коррекция. Наш оптимизм основан на нескольких факторах. Прежде всего, экономическая ситуация в основных мировых центрах потребления стали – Китае, США и Европе остается более чем благоприятной. Усилия монетарных властей Китая по сдерживанию экономического роста пока не приводят к заметным негативным эффектам: промышленное производство в Китае растет с темпами, превышающими 10 % год-к-году, а видимое потребление стали Поднебесной увеличивается на 5-6 % в год-к-году, несмотря на высокую прошлогоднюю базу. В то же время монетарные власти США и ЕС, несмотря на инфляционные риски, по-видимому, в ближайшее время будут проводить более чем осторожную политику.

Для удовлетворения растущего спроса мировая сталелитейная отрасль продолжает наращивать выпуск. В первые месяцы года мировой выпуск стали обновил исторические максимумы: производство в Китае после паузы, взятой во 2-м полугодии прошлого года, вновь демонстрирует рост. За пределами Поднебесной выпуск металла восстановился до 95 % от докризисных максимумов. Свободные мощности еще остаются, но уже можно констатировать, что мировая сталелитейная отрасль все ближе подходит к пределу своих возможностей, и если спрос со стороны Китая, США и ЕС продолжит расти, весьма вероятно, что к концу 2011-12 гг. незадействованные мощности могут резко сократиться, а цены как на металл, так и на сырье – вновь вырасти.

Цены на г/к лист



Цены на арматуру



Источники: Steel Business Briefing, Metal Bulletin, Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Повышение прогнозов

Отражая обозначенные выше тенденции и фактические результаты начала года мы пересмотрели в сторону повышения свои прогнозы цен на сталь и металлургическое сырье, в более значительной степени увеличив прогнозы на 2011-2012 год и чуть менее существенно долгосрочные оценки. Мы по-прежнему не прогнозируем значимой коррекции на рынке стали и сырья на протяжении ближайших нескольких лет, ожидая, что спрос будет опережать предложение, темпы роста которого в ближайшие годы будут не столь велики из-за недоинвестирования в отрасль в кризисный и пост-кризисный период 2008-2010 гг. Наш макроэкономический прогноз также предусматривает ослабление доллара в ближайшие несколько лет, которое будет способствовать увеличению стоимости металлопродукции в долларом выражении.

Динамика и прогноз цен на основное металлургическое сырье

		2007	2008	2009	2010	2011п	2012п	2013п	2014п	2015п	2016п
Коксующийся уголь (РФ)											
Старый прогноз	\$/т	77	166	60	135	160	168	175	180	183	
Новый прогноз	\$/т	77	166	60	135	175	183	190	194	196	200
Концентрат (РФ)											
Старый прогноз	\$/т	65	82	33	75	81	85	88	91	98	105
Новый прогноз	\$/т	65	82	33	75	113	120	113	116	120	128

Динамика и прогноз цен на сталь

		2007	2008	2009	2010	2011п	2012п	2013п	2014п	2015п	2016п
Доллар/рубль											
		25.6	24.8	31.8	30.3	27.9	27.6	27.3	26.4	26.0	25.8
Г/к лист (рынок РФ)											
Старый прогноз	\$/т	561	814	436	565	625	650	675	700	750	
Новый прогноз	\$/т	561	814	436	565	750	800	750	775	800	850
Арматура (рынок РФ)											
Старый прогноз	\$/т	604	802	396	568	600	625	645	680	735	
Новый прогноз	\$/т	561	814	436	568	700	750	730	760	790	840

Регион MENA: повод для беспокойства

Регион Ближнего Востока и Северной Африки (MENA) в 2000-е годы превратился в одного из крупнейших импортеров стали в мире вообще и российской стали в частности. По итогам прошлого года на долю стран региона приходилось более 27 % российского экспорта металлопроката.

Пока активные геополитические волнения в регионе в начале 2011 года в основном обошли стороной основных потребителей российского проката – Иран, Турцию и ОАЭ, на долю которых приходится более 80 % импорта российской стали регионом, однако, по всей видимости, все-таки сказались на уровне спроса. В 1-м квартале 2011 года экспорт металла из России в страны MENA был почти на четверть меньше прошлогоднего уровня. Потребители региона пытались минимизировать свои риски, закупая металл по минимуму.

Долговременное замедление спроса со стороны MENA является риском для российских металлургов, который мы бы однако не стали преувеличивать. Во-первых, в условиях достаточно существенного сокращения экспорта из России вообще на фоне роста потребностей внутреннего рынка и все еще достаточно низкой стоимости морского фрахта, у российских компаний есть возможность перенаправления своей продукции в другие регионы (страны ЕС, ЮВА, Южной Америки). Во-вторых, поставки в страны MENA, закупаящие в основном полуфабрикаты и строительный прокат, относительно велики лишь у непубличных компаний сектора, за исключением, разве что НЛМК.

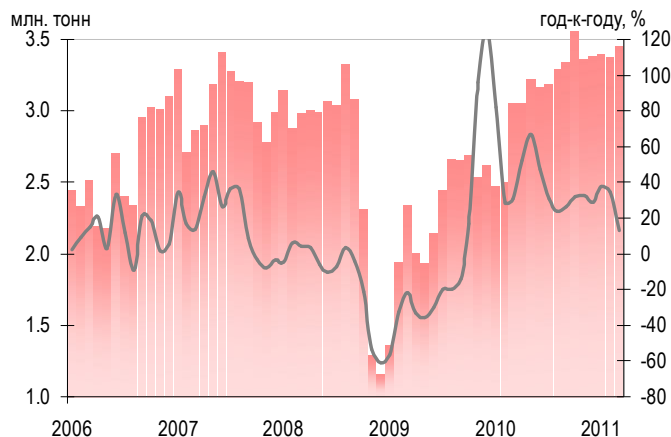
Внутренний рынок: по-прежнему очень оптимистично

В своем последнем обзоре по сектору черной металлургии «Стоимость внутри России» от 03.12.2011 мы отметили особую роль, которую внутренний рынок будет играть в увеличении стоимости российских металлургических компаний в ближайшие годы. Первые месяцы 2011 года, несмотря на сезонную слабость спроса, пока подтверждают наши ожидания. С начала года стоимость проката на российском рынке продолжила расти, несмотря на укрепление рубля, а в долларовом выражении основные виды металлопродукции с начала года до конца апреля подорожали на 15-20 %, зачастую торгуясь со значительными премиями к котировкам внешнего рынка. Увеличение цен внутри России тем более важно, что роль внутренних поставок в общем объеме продаж российских металлургов продолжает расти. По итогам последних 12 месяцев внутри РФ было продано около 57 % произведенного в стране проката (без учета полуфабрикатов – около 74 %), что превосходит докризисные показатели и является абсолютным рекордом последних лет.

Стоит отметить, что Россия, за последний год, закупив более 5.5 млн тонн стали, превращается в довольно крупного импортера высококачественного проката, а оценки по динамике потребления стали в РФ, сделанные нами полгода назад (рост на 5-10 % в год на протяжении 3-4 лет) остаются вполне в силе. Уже по итогам 2010 года видимое потребление стали в РФ достигло максимума с начала 1990-х, а в 2011 году, по самым скромным подсчетам, вырастет еще на 10 %. Таким образом, даже с учетом планов российских компаний по увеличению мощностей, доля поставок на внутренний рынок в перспективе 3-4 лет может вырасти до 65-70 % в целом по отрасли и превысить 90 % по отдельным компаниям. Увеличение реализации внутри РФ является важным (и, на наш взгляд, не вполне заложенным в текущие рыночные котировки) драйвером роста финансовых показателей российских компаний сектора, ведь внутри страны металл продается с премией к экспортным котировкам на сопоставимом базисе. Кроме того, ожидаемое сокращение экспорта из СНГ заставляет нас оптимистичнее смотреть на мировой рынок стали в целом.

Видимое потребление металлопроката в РФ

Доля экспорта в общем объеме производства за последние 12 месяцев



Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Сдерживание энерготарифов – весомый неучтенный позитив

В последние недели на высшем уровне достаточно активно звучат разговоры о том, что темпы роста регулируемых тарифов на природный газ и цен на электроэнергию в ближайшие годы могут быть ограничены 5-6 % в год, что значительно ниже предполагавшихся ранее ежегодных темпов индексации в 12-15 %. Решение о сдерживании темпов роста энерготарифов еще не принято, и мы не учитываем его в своих финансовых моделях сектора, однако отметим, что, если такое сдерживание действительно будет иметь место, это может стать дополнительным плюсом для российских металлургов. На долю энергоресурсов (в основном, природного газа и электроэнергии) прямо приходится около 6-10 % себестоимости производства стали в России, а косвенно (с учетом энергозатрат при производстве покупаемых на стороне коксующегося угля, железной руды и других материалов) для энергоресурсов в себестоимости, по нашим оценкам, составляет около 10-15 %. Планы по ускоренному росту тарифов на газ (и, соответственно, цен на электроэнергию) являются, пожалуй, одной из наиболее существенных угроз глобальной конкурентоспособности российских металлургических компаний (наряду с укреплением рубля и быстрым ростом номинальных заработных плат в РФ), и их корректировка снимает значительную часть опасений относительно будущего сектора. На наш взгляд, более медленный, чем предполагалось ранее рост регулируемых тарифов внутри России может привести к переоценке стоимости компаний сектора еще на 15-20 %.

Северсталь

В лидерах по рентабельности

Благодаря продаже своих наиболее низкомаржинальных активов – Lucchini и трех заводов в США, в 4-м квартале 2010 года Северсталь стала лидером среди компаний «большой четверки» российских металлургов по рентабельности и, вероятно, сохранит это звание в обозримом будущем. Фактически за последние два года Северсталь кардинальным образом изменила профиль риска компании, превратившись из относительно высокочувствительного (в среднем) и высокочувствительного к рыночной конъюнктуре производителя со значительными мощностями в США и Западной Европе и довольно высоким уровнем левереджа в высокомаржинальную компанию с умеренной долговой нагрузкой и достаточно масштабным контр-циклическим золотодобывающим бизнесом.

Такое превращение теоретически должно заслуживать некоторую премию по основным мультипликаторам по сравнению с отраслевыми аналогами из-за меньших рисков компании, однако пока Северсталь напротив продолжает торговаться с дисконтом по отношению к трем другим крупнейшим российским металлургам (EV/EBITDA 11 для Северстали составляет 4.4 против 5.0-6.5 для других компаний «большой четверки»). Мы находим объяснение этому лишь в том, что изменить стратегию компании и даже состав ее основных активов можно быстрее, чем получить новую базу инвесторов, которые бы воспринимали Северсталь не как высокорискованный (и высокодоходный в случае роста рынка) актив, а как более стабильную компанию и готовы были бы платить за эту стабильность более высокую цену.

IPO/spin-off Nord Gold – подзабытый драйвер роста

В феврале 2011 года Северсталь предприняла неудачную попытку IPO своей 100 %-ной «дочки» – золотодобывающей компании Nord Gold, которая в рамках размещения была оценена в \$ 3.4-4.5 млрд. (без учета дополнительной эмиссии), что, по нашим оценкам, предполагает коэффициент EV/EBITDA 11 в 6.0-7.8 против коэффициента самой Северстали в 4.4 (золотодобывающие активы традиционно оцениваются намного дороже чисто металлургических из-за контр-циклического характера своего бизнеса).

Размещение не состоялось, что оказало определенное давление и на котировки материнской компании, однако планы по увеличению публичности этого актива, судя по всему, остаются. В 1-м квартале 2011 года Северсталь выделила Nord Gold в отдельный сегмент своего бизнеса (ранее результаты компании представлялись в рамках результатов ресурсного дивизиона), а менеджмент золотодобывающей компании провел отдельную презентацию и телеконференцию по итогам квартальных результатов. Мы считаем, что неудача IPO Nord Gold в феврале 2011 года, когда цены на золото находились в районе \$ 1350 за унцию (и казалось, что восходящий тренд на этом рынке сломлен), не является показательной. Компания вполне может вернуться к идее размещения уже в начале осени или, что, на наш взгляд, было бы еще предпочтительнее с точки зрения миноритариев, провести spin-off. Публичное размещение или spin-off Nord Gold «раскроет» стоимость по меньшей мере в 2-3 EBITDA золотодобывающей компании по итогам 2011 года, что в денежном выражении составляет \$ 1.8-2.4 млрд. или \$ 1.8-2.0 на акцию Северстали.

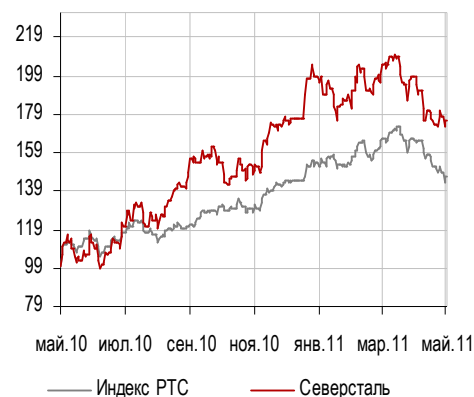
Экспансия в угольный сегмент

Другим крупным драйвером роста бумаг Северстали в среднесрочном периоде может стать более активная экспансия компании в угольный бизнес. В сентябре 2010 года Северсталь получила лицензию на месторождение Центральное Улуг-Хемского угольного бассейна в Республике Тыва с запасами более 0.6 млрд. тонн коксующегося угля. Освоение Улуг-Хема, основными участниками которого, по всей видимости, будут Северсталь и Евраз, обещает стать одним из наиболее масштабных (если не самым масштабным) инвестиционных проектов текущего десятилетия в российской добывающей отрасли. Успешная реализация этого проекта к концу 2010-х может сделать Северсталь крупным экспортером коксующегося угля или создать компании необходимую сырьевую базу для расширения непосредственно металлургических мощностей. Мы пока не закладываем участие в этом проекте в финансовую модель Северстали в связи с большой неопределенностью относительно сроков, стоимости проекта и формы сотрудничества частного и государственного капитала в создании необходимой транспортной инфраструктуры вокруг месторождения. Однако мы не исключаем, что большая ясность в этих вопросах может появиться уже в течение 2011 года, что обещает стать дополнительным драйвером для роста акций компании.

Основные данные

Тикер Bloomberg	CHMF RX
Капитализация, \$ млн.	16 931
EV, \$ млн.	21 061
Цена акции, \$	16.8
Целевая цена, \$	23.9
Потенциал %	42%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций за год, %



Финансы и прогнозы

\$ млн.	2010	2011П	2012П
Выручка	13 573	17 114	19 197
EBITDA	3 263	4 834	5 393
рентабельность	24.0%	28.2%	28.1%
Чистая прибыль	- 577	2 821	3 329
рентабельность	-4.3%	16.5%	17.3%

Коэффициенты

EV/EBITDA	6.5	4.4	3.9
P/E	- 29.3	6.0	5.1
EV/S	1.6	1.2	1.1

Структура акционеров

A. Мордашов	82%
Free Float	18%

Катализаторы роста, рекомендации

Мы повышаем наш целевой уровень по бумагам Северстали с \$ 22.7 до \$ 23.9 за акцию, сохраняя рекомендацию «покупать». Катализаторами роста котировок бумаг компании в ближайшие месяцы может стать решение о новом IPO/spin off компании Nord Gold, публикация отчетности за 2-й квартал по МСФО (от которой мы ожидаем сильных цифр) в конце августа и развитие угольного проекта в Тыве.

Северсталь: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	23 211	13 582	13 573	17 114	19 197	20 354	21 565	22 290	23 536
Темп роста (%)	40%	-41%	0%	26%	12%	6%	6%	3%	6%
EBITDA	5 579	1 034	3 263	4 834	5 393	4 403	4 220	4 122	4 472
Рентабельность (%)	24%	8%	24%	28%	28%	22%	20%	18%	19%
EBIT	4 476	82	2 537	4 094	4 635	3 625	3 419	3 296	3 620
Рентабельность (%)	19%	1%	19%	24%	24%	18%	16%	15%	15%
-Налоги на прибыль	1 074	16	507	819	927	725	684	659	724
NOPAT	3 402	66	2 030	3 275	3 708	2 900	2 735	2 637	2 896
+ Амортизация	1 103	952	726	740	757	778	801	826	852
- Капвложения	-1 328	-1 073	-1 779	-1 610	-1 511	-1 309	-1 240	-1 302	-1 358
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-1 274	1 092	-989	-533	-365	-386	-284	-168	-216
Чистый денежный поток	1 902	1 037	-12	1 872	2 590	1 983	2 012	1 993	2 175

Основные предположения

WACC	11.2%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	6.0%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	4.9%
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.20
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	12.4%
Стоимость долга	8.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	6.4%
WACC	11.2%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	9 842
Конечная стоимость	31 257
Приведенная конечная стоимость	18 353
Стоимость денежных потоков	28 195
Текущий чистый долг (наличность), с учетом рекомендованных дивидендов	4 130
Чистая стоимость компании	24 065
Количество акций (млн.)	1 008
Цель на конец 2011 г., \$	23.9

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	12.7%
Конечный темп роста (%)	5.5%	39.7	35.4	31.9	29.0	26.5	24.5	22.7
	5.0%	36.0	32.4	29.5	27.0	24.9	23.1	21.5
	4.5%	33.0	30.0	27.5	25.3	23.5	21.8	20.4
	4.0%	30.6	28.0	25.8	23.9	22.2	20.8	19.5
	3.5%	28.5	26.2	24.3	22.6	21.1	19.8	18.7
	3.0%	26.7	24.7	23.0	21.5	20.2	19.0	17.9
	2.5%	25.2	23.4	21.9	20.5	19.3	18.2	17.3

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
Меньше 1000	1.60

Отчетность Северстали по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	15 245	23 211	13 582	13 573	17 114	19 197	20 354	21 565	22 290	23 536
Операционные расходы	11 600	17 632	12 548	10 310	12 280	13 804	15 951	17 345	18 169	19 063
Амортизация	803	1 103	957	837	740	757	778	801	826	852
Операционная прибыль	2 807	4 476	77	2 426	4 094	4 635	3 625	3 419	3 296	3 620
EBITDA	3 645	5 579	1 034	3 263	4 834	5 393	4 403	4 220	4 122	4 472
Чистые процентные расходы	159	350	497	527	408	286	163	67	- 41	- 97
Прочие расходы (доходы)	73	1 538	681	- 16	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	2 576	2 588	- 1 101	1 914	3 687	4 350	3 462	3 352	3 337	3 717
Налоги на прибыль	700	520	18	487	737	870	692	670	667	743
Доля миноритариев	27	34	- 82	62	128	151	120	117	116	129
Чистая прибыль	1 849	2 034	- 1 037	- 577	2 821	3 329	2 649	2 565	2 554	2 844

Баланс

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	2 289	3 472	2 949	2 094	2 426	2 682	2 302	2 198	3 582	6 596
Дебиторская задолженность	1 816	2 006	1 484	980	1 236	1 386	1 470	1 557	1 610	1 699
Запасы	2 721	4 279	2 974	2 367	2 819	3 169	3 662	3 982	4 171	4 376
Прочие оборотные активы	1 366	936	777	4 126	4 999	5 616	6 326	6 828	7 126	7 490
Основные средства	8 289	9 868	9 485	7 352	8 222	8 976	9 507	9 947	10 423	10 928
Прочие внеоборотные активы	1 120	1 919	1 974	2 409	2 695	2 941	3 116	3 260	3 416	3 581
Итого активы	17 601	22 480	19 644	19 329	22 397	24 770	26 383	27 772	30 327	34 671
Кредиторская задолженность	1 303	1 599	1 395	914	1 089	1 224	1 414	1 538	1 611	1 690
Краткосрочный долг	1 129	1 978	1 478	1 422	879	599	599	319	319	319
Прочие краткосрочные обязательства	1 060	1 192	955	4 019	5 062	5 886	6 701	7 320	7 782	8 317
Долгосрочный долг	2 813	6 278	5 749	4 720	3 905	2 785	1 385	265	265	1 665
Прочие долгосрочные обязательства	1 221	1 880	1 691	934	1 177	1 368	1 558	1 701	1 809	1 933
Капитал и резервы	10 074	9 554	8 376	7 320	10 285	12 909	14 726	16 629	18 541	20 747
Итого пассивы	17 601	22 480	19 644	19 329	22 397	24 770	26 383	27 772	30 327	34 671

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Операционная прибыль	2 807	4 476	77	2 426	4 094	4 635	3 625	3 419	3 296	3 620
Налоги на прибыль	700	520	18	487	737	870	692	670	667	743
Амортизация	803	1 103	957	837	740	757	778	801	826	852
Процентные платежи	159	350	497	527	408	286	163	67	- 41	- 97
Изменение оборотного капитала	- 515	- 1 274	1 092	- 989	- 533	- 365	- 386	- 284	- 168	- 216
Денежные потоки от операций	2 236	3 434	1 611	1 259	3 156	3 872	3 161	3 199	3 327	3 610
Капиталовложения	- 2 437	- 5 099	- 1 073	- 1 251	- 1 610	- 1 511	- 1 309	- 1 240	- 1 302	- 1 358
Прочие доходы (инвестиции)	337	288	819	- 248	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 2 100	- 4 811	- 254	- 1 499	- 1 610	- 1 511	- 1 309	- 1 240	- 1 302	- 1 358
Свободные денежные потоки	136	- 1 377	1 357	- 240	1 546	2 361	1 852	1 958	2 025	2 252
Изменение долга	937	4 313	- 1 029	- 1 085	- 1 358	- 1 400	- 1 400	- 1 400	-	1 400
Дивиденды	736	1 347	116	130	- 144	705	832	662	641	638
Прочее	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистые денежные потоки	337	1 590	212	715	332	256	- 380	- 104	1 384	3 014

Показатели рентабельности

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
EBITDA, %	24	24	8	24	28	28	22	20	18	19
операционная прибыль, %	24	25	1	24	33	34	23	20	18	19
чистая прибыль, %	12	9	- 8	- 4	16	17	13	12	11	12

Показатели долговой нагрузки

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Общий долг	3 942	8 256	7 227	6 142	4 784	3 384	1 984	584	584	1 984
Чистый долг	1 654	4 783	4 278	4 048	2 358	702	- 318	- 1 614	- 2 998	- 4 612
Чистый долг/EBITDA	0.5	0.9	4.1	1.2	0.5	0.1	- 0.1	- 0.4	- 0.7	- 1.0

Коэффициенты

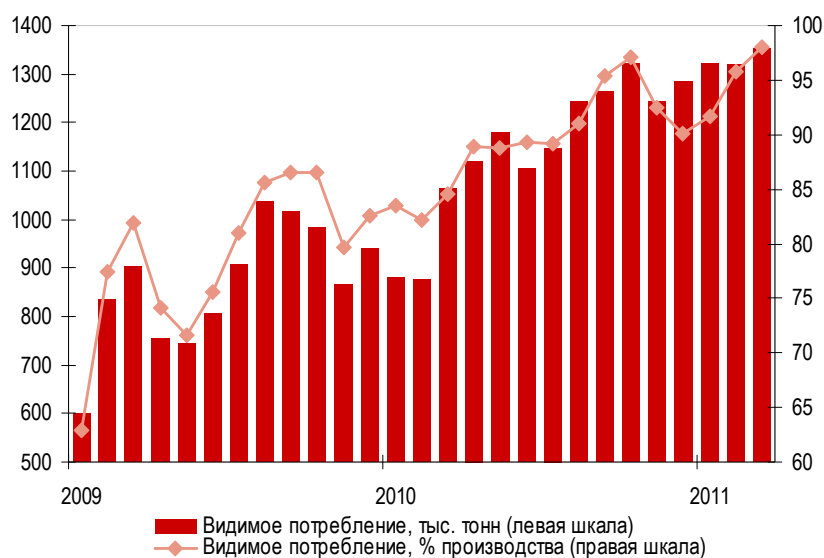
	2007	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
P/E	9.2	8.3	-16.3	-29.3	6.0	5.1	6.4	6.6	6.6	6.0
EV/EBITDA	5.8	3.8	20.3	6.4	4.3	3.9	4.8	5.0	5.1	4.7
EV/S	1.4	0.9	1.5	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
FCF Yield, %	0.8	-8.1	8.0	-1.4	9.1	13.9	10.9	11.6	12.0	13.3
ROE		20.7	-11.6	-7.4	32.1	28.7	19.2	16.4	14.5	14.5

Евраз

Евраз отличается от других компаний «большой четверки» прежде всего тем, что является единственной среди них компанией, в товарной номенклатуре которой преобладает не плоский, а сортовой прокат. С учетом того, что спрос на плоский прокат на российском рынке в пост-кризисный период восстановился намного быстрее спроса на сортовой прокат (что, в свою очередь связано с высоким спросом со стороны трубной отрасли и по-прежнему низким со стороны строительства), акции Евраза все еще очень далеки от своих докризисных максимумов.

Впрочем, сейчас, по прошествии 2.5 лет после острой фазы кризиса, вполне возможно, настал как раз тот период, когда активность в строительстве должна начать восстанавливаться, а вслед за ней и спрос на продукцию Евраза. Последние данные по рынку сортового проката свидетельствуют о том, что потребление этой продукции в России уверенно увеличивается, а по некоторым видам продукции (таким как арматура) Россия вновь стала нетто-импортером. При сохранении этих тенденций уже к 2012 году Россия станет нетто-импортером всех основных видов сортового проката, что сулит его производителям ощутимую выгоду, поскольку ценообразование на этих рынках может сместиться от «экспортного» к «импортному» паритету (который, в свою очередь, больше экспортного на двойную величину транспортных расходов или на \$ 100-140 за тонну для среднего российского потребителя).

Видимое потребление сортового проката в РФ



Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Перспективы

Помимо изменения в благоприятную сторону ситуации на рынке, перспектив для органического роста бизнеса у Евраза немного. Уровень капиталовложений у компании — один из самых низких в секторе (примерно вдвое ниже, чем у сопоставимой по размеру Северстали), и, несмотря на то, что в настоящее время Евраз реализует несколько «проектов развития» (модернизация рельсобалочных станков на НТМК и НКМК, внедрение технологии PCI на НКМК и ЗСМК, строительство небольших мини-заводов в Казахстане) их масштаб вряд ли можно назвать существенным для развития бизнеса Евраза.

Более весомыми являются возможные угольные проекты в рамках освоения Улуг-Хемского угольного бассейна, в котором Евраз наряду с Северсталью, по-видимому, станет основным участником. Мы рассчитываем, что основные параметры разработки этого бассейна могут проявиться до конца 2011 года, что может стать драйвером роста как для Евраза, так и для Северстали.

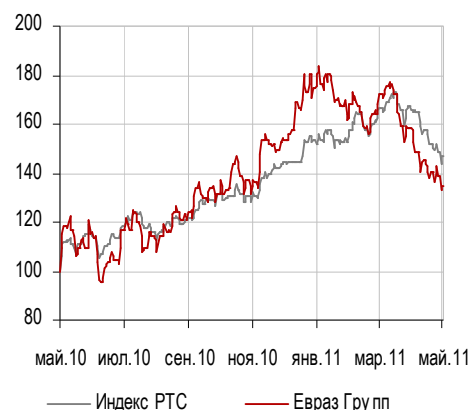
Финансовая ситуация

Текущий низкий уровень капиталовложений имеет и обратную сторону: общий уровень долга компании, несмотря на инвестиции в оборотный капитал, не растет, в то время как рост финансовых показателей Евраза уже привел к сокращению соотношения Чистый долг/EBITDA до менее 3.0 (а к концу года этот показатель вполне может упасть до 2.0).

Основные данные

Тикер Bloomberg	EVR LI
Капитализация, \$ млн.	13 486
EV, \$ млн.	20 600
Цена акции, \$	30.8
Целевая цена, \$	44.4
Потенциал %	44%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций за год, %



Финансы и прогнозы

\$ млн.	2010	2011П	2012П
Выручка	13 394	21 492	23 546
EBITDA	2 350	3 447	3 859
рентабельность	17.5%	16.0%	16.4%
Чистая прибыль	548	1 622	2 192
рентабельность	4.1%	7.5%	9.3%

Коэффициенты

EV/EBITDA	8.8	6.0	5.3
P/E	24.6	8.3	6.2
EV/S	1.5	1.0	0.9

Структура акционеров

Lanebrook Ltd	73%
Free Float	27%

Евраз, в отличие от многих компаний сектора, традиционно не характеризовался излишним консерватизмом в вопросах долговой нагрузки, поэтому мы не исключаем, что и при текущем уровне долга компания сможет позволить себе возвращение к дивидендным выплатам, включая промежуточные дивиденды.

Продажа Распадской

С начала марта 2011 года в СМИ активно обсуждается информация о возможной продаже Евразом своего непрямого 40 %-ного пакета акций в Распадской. В середине мая 2011 года председатель совета директоров и совладелец Евраза А. Абрамов заявил, что о сделке может быть объявлено через 3 месяца, а помимо продажи своей доли Евраз рассматривает и вариант выкупа доли менеджмента.

Мы не видим острой необходимости для компании продавать Распадскую сейчас, когда компания лишь приступила к реализации своей новой поставочной стратегии развития, перспективы разработки месторождений в Туве по-прежнему неясны, а Южкузбассуголь испытывает определенные операционные сложности, и считаем более желательным для Евраза выкуп доли менеджмента в Распадской, который бы позволил, напротив, консолидировать показатели угольного предприятия.

Катализаторы роста, рекомендации

Мы повышаем наш целевой уровень по бумагам Евраза с \$ 42.1 до \$ 44.4 за GDR, что соответствует рекомендации «покупать». В качестве катализаторов роста акций компании отметим разрешение ситуации с продажей Распадской, которое должно последовать летом, и восстановление рынка сортового проката.

Евраз: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	20 380	9 772	13 394	21 509	23 574	23 847	25 811	26 959	28 586
Темп роста (%)		-52%	37%	61%	10%	1%	8%	4%	6%
EBITDA	6 526	1 237	2 350	3 463	3 885	3 415	3 409	3 266	3 425
Рентабельность (%)	32%	13%	18%	16%	16%	14%	13%	12%	12%
EBIT	5 413	-394	620	1 754	2 201	1 761	1 788	1 674	1 859
Рентабельность (%)	27%	-4%	5%	8%	9%	7%	7%	6%	7%
-Налоги на прибыль	1 624	-87	136	386	484	388	393	368	409
NOPAT	3 789	-307	484	1 368	1 717	1 374	1 395	1 306	1 450
+ Амортизация	1 113	1 631	1 730	1 709	1 683	1 653	1 621	1 592	1 566
- Капвложения	-3 137	-441	-832	-1 240	-1 125	-1 012	-930	-974	-1 014
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-264	802	190	-1 095	-273	-59	-277	-168	-81
Чистый денежный поток	1 501	1 685	1 572	742	2 003	1 956	1 809	1 755	1 921

Основные предположения

WACC	11.3%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	22%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	6.0%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	4.9%
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	25.0%
Бэ́та	1.00
Бэ́та с учетом долга	1.26
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	12.8%
Стоимость долга	9.0%
Ставка налога на прибыль	22.0%
Стоимость долга после налогов	7.0%
WACC	11.3%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	7 696
Конечная стоимость	27 256
Приведенная конечная стоимость	15 936
Стоимость денежных потоков	23 632
Текущий чистый долг (наличность)	7 114
Доля в Распадской (40%)	3 077
Чистая стоимость компании	19 595
Количество акций (млн.)	438
Цель на конец 2011 г., \$	44.8

Анализ чувствительности

	Ставка дисконтирования (WACC)						
	9.8%	10.3%	10.8%	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%
5.5%	75.8	67.4	60.5	54.8	50.0	45.9	42.3
5.0%	68.6	61.6	55.8	50.9	46.7	43.1	40.0
4.5%	62.8	56.9	51.9	47.6	43.9	40.7	37.9
4.0%	57.9	52.8	48.5	44.8	41.5	38.6	36.0
3.5%	53.8	49.4	45.6	42.3	39.3	36.7	34.4
3.0%	50.4	46.5	43.1	40.1	37.4	35.1	32.9
2.5%	47.3	43.9	40.8	38.1	35.7	33.6	31.6

Конечный темп роста (%)

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

Расчет бэ́та

Средний оборот, \$ '000	Бэ́та
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
меньше 1000	1.60
	2.00
	3.00

Отчетность Евраз по МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	12 808	20 380	9 772	13 394	21 492	23 546	23 832	25 795	26 943	28 569
Операционные расходы	8 587	14 057	8 535	11 044	18 045	19 687	20 431	22 401	23 692	25 159
Амортизация	698	1 215	1 632	924	919	935	945	948	947	949
Операционная прибыль	3 523	5 108	- 395	1 426	2 527	2 924	2 456	2 446	2 303	2 461
EBITDA	4 221	6 323	1 237	2 350	3 447	3 859	3 401	3 395	3 251	3 409
Чистые процентные расходы	368	598	637	715	706	581	468	435	405	376
Прочие расходы (доходы)	- 46	1 367	568	16	- 200	- 378	- 481	- 553	- 618	- 618
Прибыль до налогов	3 201	3 143	- 1 600	695	2 020	2 720	2 469	2 564	2 517	2 703
Налоги на прибыль	984	1 213	- 339	163	445	598	543	564	554	595
Доля миноритариев	73	62	- 10	- 16	- 47	- 63	- 57	- 59	- 58	- 62
Чистая прибыль	2 144	1 868	- 1 251	548	1 622	2 184	1 983	2 059	2 021	2 170

Баланс

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	327	930	697	735	115	817	676	400	134	67
Дебиторская задолженность	1 352	1 506	1 108	1 310	2 102	2 303	2 331	2 523	2 635	2 794
Запасы	1 575	2 416	1 886	2 070	3 382	3 690	3 829	4 199	4 441	4 574
Прочие оборотные активы	779	1 439	562	585	949	1 037	1 066	1 163	1 225	1 325
Основные средства	10 238	9 012	14 941	8 607	8 928	9 117	9 184	9 166	9 193	9 258
Прочие внеоборотные активы	2 109	4 148	4 230	4 294	4 454	4 548	4 582	4 573	4 586	4 649
Итого активы	16 380	19 451	23 424	17 601	19 930	21 513	21 668	22 023	22 214	22 668
Кредиторская задолженность	1 180	1 908	1 416	1 595	2 606	2 843	2 951	3 235	3 422	3 634
Краткосрочный долг	1 958	3 937	2 009	714	598	481	434	434	475	540
Прочие краткосрочные обязательства	428	693	313	350	395	353	276	191	94	10
Долгосрочный долг	4 653	6 104	5 989	7 135	6 669	6 204	5 783	5 348	4 902	4 512
Прочие долгосрочные обязательства	6 828	1 892	3 088	1 809	2 042	1 826	1 428	989	485	51
Капитал и резервы	5 986	4 917	10 608	5 998	7 620	9 805	10 796	11 826	12 836	13 922
Итого пассивы	16 380	19 451	23 424	17 601	19 930	21 513	21 668	22 023	22 214	22 668

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Операционная прибыль	3 523	5 108	- 395	1 426	2 527	2 924	2 456	2 446	2 303	2 461
Налоги на прибыль	984	1 213	- 339	163	445	598	543	564	554	595
Амортизация	698	1 215	1 632	924	919	935	945	948	947	949
Процентные платежи	368	598	637	715	706	581	468	435	405	376
Изменение оборотного капитала	- 722	- 264	802	190	- 1 093	- 272	- 60	- 277	- 168	- 81
Денежные потоки от операций	2 515	4 846	1 700	1 662	1 203	2 408	2 330	2 119	2 125	2 358
Капиталовложения	- 5 915	- 3 137	- 441	- 832	- 1 240	- 1 125	- 1 012	- 930	- 974	- 1 014
Прочие доходы (инвестиции)	279	- 599	624	75	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 5 636	- 3 736	183	- 757	- 1 240	- 1 125	- 1 012	- 930	- 974	- 1 014
Свободные денежные потоки	- 3 121	1 110	1 883	905	- 37	1 283	1 318	1 189	1 150	1 344
Изменение долга	4 015	3 430	- 2 043	- 87	- 582	- 581	- 468	- 435	- 405	- 326
Дивиденды	916	1 276	90	-	-	-	991	1 029	1 011	1 085
Чистые денежные потоки	- 22	3 264	- 250	818	- 620	702	- 142	- 276	- 265	- 67

Показатели рентабельности

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
EBITDA, %	33	31	13	18	16	16	14	13	12	12
операционная прибыль, %	41	36	- 5	13	14	15	12	11	10	10
чистая прибыль, %	17	9	- 13	4	8	9	8	8	8	8

Показатели долговой нагрузки

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Общий долг	6 611	10 041	7 998	7 849	7 267	6 685	6 217	5 782	5 377	5 052
Чистый долг	6 284	9 111	7 301	7 114	7 151	5 868	5 542	5 382	5 243	4 984
Чистый долг/EBITDA	1.5	1.4	5.9	3.0	2.1	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5

Коэффициенты

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
P/E	6.3	7.2	-10.8	24.6	8.3	6.2	6.8	6.6	6.7	6.2
EV/EBITDA	4.9	3.3	16.7	8.8	6.0	5.3	6.1	6.1	6.3	6.0
EV/S	1.6	1.0	2.1	1.5	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
FCF Yield, %	-23.1	8.2	14.0	6.7	-0.3	9.5	9.8	8.8	8.5	10.0
ROE		34.3	-16.1	6.6	23.8	25.1	19.2	18.2	16.4	16.2

ММК

Текущий год для ММК знаменуется завершением (или переходом в финальную стадию реализации) двух крупных проектов последних лет – Стана-2000, ввод которого в эксплуатацию традиционно для Магнитки состоится в День металлурга в середине июля, и турецкого проекта ММК-Atakas, который первую продукцию уже производит, и где ММК в начале 2011 года стал единственным акционером.

Стан-2000 должен усилить и без того самую высокую среди российских металлургов ориентацию ММК на внутренний рынок (в 2010 г доля реализации внутри РФ и СНГ у ММК составила рекордные 69 %), что в условиях достаточно быстрого роста спроса на прокат внутри РФ в последние месяцы мы считаем большим плюсом для компании. Впрочем, продукция, которую предполагается производить на Стане-2000 (высококачественный автолист) выходит за пределы стандартизированного сырьевого товара, который обычно продают российские металлурги, и у многих, на наш взгляд, существуют достаточно обоснованные опасения относительно возможностей быстрого завоевания рынка с новой продукцией. Позиции ММК подкрепляются возрастающими требованиями к локализации производства российскими автомобильными заводами иностранных компаний, которые, впрочем, в качестве меры поддержки автопрома всегда могут быть ослаблены или отложены. Тем не менее, даже учитывая эти риски, Стан-2000 должен наряду с запущенным в 2009 году Станом-5000 по производству толстого листа стать одним из важных драйверов роста финансовых показателей комбината.

За ММК также традиционно закрепились слава компании с низкой степенью вертикальной интеграции, что в условиях значительного роста цен на ЖРС и коксующийся уголь с начала 2011 года, по-видимому, является основным фактором давления на котировки акций компании. Впрочем, с приобретением Белона и достаточно агрессивным развитием собственной рудной базы, называть ММК неинтегрированным производителем вряд ли возможно. В настоящий момент компания на 30 % обеспечена собственным ЖРС и на 40 % собственным углем, а с учетом планов Белона по увеличению выпуска на 30 % в течение ближайших четырех лет и более чем на 70 % за 7 лет, возможностей по развитию Приоскольского ГОКа и наличием в собственности ММК пакета акций железорудной Fortescue Metals, стоимостью \$ 1.04 млрд (что сопоставимо с стоимостью средних размеров ГОКа в РФ) можно сказать, что интеграция комбината в основное сырье существенно выше формальных 30-40 %.

Неплохие перспективы года

Имея сырьевые активы и возможность увеличить выпуск за счет незадействованных ранее сталелитейных мощностей (компания в этом году планирует нарастить производство стали на основной площадке примерно на 15 %, что станет лучшим показателем среди компаний «Большой четверки»), ММК имеет все шансы значительно увеличить свои финансовые показатели по итогам текущего года, в то время как рынок, на наш взгляд, чрезмерно концентрируется на сырьевой зависимости комбината и достаточно консервативных прогнозах менеджмента на 1-й квартал. По нашим оценкам, EBITDA ММК по итогам года возрастет на 54 % до \$ 2.48 млрд, а в 2012 году компания будет иметь хорошие шансы для дальнейшего роста за счет выхода на проектную мощность Стана-2000, ММК-Atakas и роста добычи угля на Белоне.

Турецкий проект: увеличение доли вызывает вопросы

В то время как реализация ключевых крупнейших проектов ММК на основной площадке, на наш взгляд, дает компании неоценимый опыт и полностью соответствует ее весьма привлекательной стратегии развития по увеличению производства высокомаржинальной продукции, ориентированной на внутренний рынок, турецкий проект ММК-Atakas вызывает все меньше энтузиазма. В начале 2011 года ММК, заплатив \$ 485 млн., увеличил свою долю в этом предприятии с 50 % +1 до 100 %. В случае если проект будет развиваться как это было запланировано (производственные результаты первого квартала – выпуск 28 тыс. тонн проката при плане на год в более чем 800 тыс. тонн вызывают определенные вопросы), цена, заплаченная ММК за долю партнера, не представляется нам завышенной. В то же время стратегически выход на рынок Турции без влиятельного местного партнера и сам факт, вложений за пределами РФ, где у компании нет конкурентных преимуществ, кажутся нам сомнительными альтернативами вложениям внутри России или увеличению дивидендных выплат акционерам.

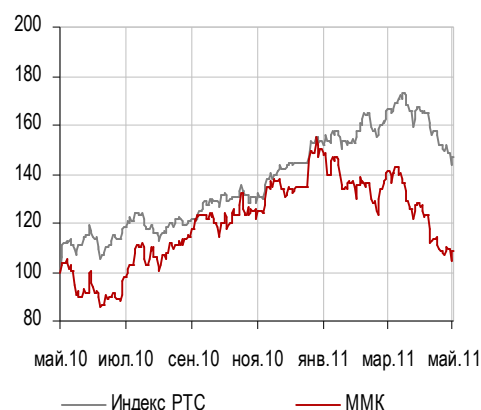
Катализаторы роста, рекомендации

Мы повышаем наш целевой уровень по бумагам ММК с \$ 1.48 до \$ 1.50 за акцию, что соответствует рекомендации покупать. В качестве катализаторов роста акций компании отметим результаты 1-го квартала по МСФО (июнь 2011 года) и ввод в эксплуатацию проекта «Стан 2000» в середине июля.

Основные данные

Тикер Bloomberg	MAGN RX
Капитализация, \$ млн.	9 652
EV, \$ млн.	12 622
Цена акции, \$	0.9
Целевая цена, \$	1.5
Потенциал %	74%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций за год, %



Финансы и прогнозы

\$ млн.	2010	2011П	2012П
Выручка	7 716	11 478	13 575
EBITDA	1 603	2 478	3 050
рентабельность	20.8%	21.6%	22.5%
Чистая прибыль	254	973	1 407
рентабельность	3.3%	8.5%	10.4%

Коэффициенты

EV/EBITDA	7.9	5.1	4.1
P/E	38.0	9.9	6.9
EV/S	1.6	1.1	0.9

Структура акционеров

В. Рашников	86%
Free Float	14%

ММК: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	10 550	5 081	7 716	11 478	13 575	15 069	16 078	16 981	18 068
Темп роста (%)		-52%	52%	49%	18%	11%	7%	6%	6%
EBITDA	2 119	1 023	1 603	2 478	3 050	3 037	2 797	2 611	3 053
Рентабельность (%)	20%	20%	21%	22%	22%	20%	17%	15%	17%
EBIT	1 174	288	458	1 274	1 790	1 635	1 392	1 221	1 648
Рентабельность (%)	11%	6%	6%	11%	13%	11%	9%	7%	9%
-Налоги на прибыль	282	58	92	255	358	327	278	244	330
НОРАТ	893	230	366	1 019	1 432	1 308	1 113	977	1 318
+ Амортизация	945	735	1 145	1 204	1 260	1 401	1 405	1 390	1 405
- Капвложения	-2 377	-1 902	-2 209	-1 750	-1 089	-1 123	-966	-597	-596
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-269	-120	-487	-503	-279	-220	-154	-137	-139
Чистый денежный поток	-808	-1 057	-1 184	-30	1 324	1 367	1 398	1 633	1 989

Основные предположения

WACC	12.6%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	6.0%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	4.9%
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	15.0%
Бэ́та	1.25
Бэ́та с учетом долга	1.43
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	13.7%
Стоимость долга	8.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	6.4%
WACC	12.6%

Специфический риск эмитента

	0.5%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	5 322
Конечная стоимость	24 135
Приведенная конечная стоимость	13 350
Стоимость денежных потоков	18 672
Текущий чистый долг (наличность) с учетом одобренных дивидендов	2 970
Неоперационные инвестиции	1 044
Чистая стоимость компании	16 747
Количество акций (млн.)	11 174
Цель на конец 2011 г., \$	1.50

Анализ чувствительности

	Ставка дисконтирования (WACC)						
	11.1%	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%	13.6%	14.1%
5.5%	2.32	2.11	1.93	1.77	1.64	1.52	1.42
5.0%	2.14	1.96	1.81	1.67	1.55	1.45	1.35
4.5%	2.00	1.84	1.70	1.58	1.47	1.38	1.29
4.0%	1.87	1.73	1.61	1.50	1.40	1.32	1.24
3.5%	1.76	1.64	1.53	1.43	1.34	1.26	1.19
3.0%	1.67	1.55	1.45	1.36	1.28	1.21	1.14
2.5%	1.58	1.48	1.39	1.31	1.23	1.16	1.10

Конечный темп роста (%)

Расчет бэ́та

Средний оборот, \$ '000	Бэ́та
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
меньше 1000	1.60

Отчетность ММК по US GAAP/МСФО и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	8 197	10 550	5 081	7 716	11 478	13 575	15 069	16 078	16 981	18 068
Операционные расходы	5 887	8 431	4 058	6 527	9 409	10 982	12 620	13 872	14 960	15 632
Амортизация	857	945	735	731	795	803	813	814	800	788
Операционная прибыль	1 453	1 174	288	458	1 274	1 790	1 635	1 392	1 221	1 648
EBITDA	2 310	2 119	1 023	1 603	2 478	3 050	3 037	2 797	2 611	3 053
Чистые процентные расходы	46	18	76	132	163	184	170	170	167	156
Прочие расходы (доходы)	- 219	50	- 45	36	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	1 626	1 106	257	290	1 110	1 606	1 466	1 222	1 054	1 492
Налоги на прибыль	320	25	38	58	222	321	293	244	211	298
Доля миноритариев	- 2	6	- 13	- 22	- 84	- 122	- 111	- 93	- 80	- 113
Чистая прибыль	1 308	1 075	232	254	973	1 407	1 284	1 070	923	1 306

Баланс

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	2 078	1 244	386	708	587	821	409	118	225	779
Дебиторская задолженность	945	991	941	791	1 177	1 392	1 545	1 648	1 741	1 852
Запасы	963	996	856	1 236	1 782	2 080	2 390	2 627	2 833	2 960
Прочие оборотные активы	287	397	247	250	365	428	485	527	564	594
Основные средства	10 409	9 751	11 276	12 226	13 182	13 467	13 777	13 929	13 726	13 533
Прочие внеоборотные активы	1 205	818	1 127	1 527	1 646	1 682	1 721	1 740	1 714	1 690
Итого активы	15 887	14 197	14 833	16 738	18 738	19 870	20 327	20 589	20 803	21 409
Кредиторская задолженность	686	1 321	928	971	1 400	1 634	1 877	2 064	2 225	2 325
Краткосрочный долг	1 198	1 276	808	1 087	1 159	1 123	1 089	1 055	1 021	990
Прочие краткосрочные обязательства	68	43	41	26	31	34	37	39	41	41
Долгосрочный долг	200	405	1 266	2 461	2 751	2 604	2 468	2 332	2 198	2 073
Прочие долгосрочные обязательства	1 949	1 300	1 465	1 507	1 815	1 973	2 125	2 260	2 357	2 405
Капитал и резервы	11 786	9 852	10 325	10 686	11 582	12 503	12 731	12 839	12 960	13 574
Итого пассивы	15 887	14 197	14 833	16 738	18 738	19 870	20 327	20 589	20 803	21 409

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Операционная прибыль	1 453	1 174	288	458	1 274	1 790	1 635	1 392	1 221	1 648
Налоги на прибыль	505	480	38	58	222	321	293	244	211	298
Амортизация	857	945	735	731	795	803	813	814	800	788
Процентные платежи	46	18	76	132	163	184	170	170	167	156
Изменение оборотного капитала	- 680	- 269	- 120	- 487	- 503	- 279	- 220	- 154	- 137	- 139
Денежные потоки от операций	1 125	1 370	865	1 173	1 344	1 993	1 936	1 807	1 674	1 999
Капиталовложения	- 1 293	- 2 377	- 1 902	- 2 209	- 1 750	- 1 089	- 1 123	- 966	- 597	- 596
Прочие доходы (инвестиции)	- 828	1 398	213	-	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 2 121	- 979	- 1 689	- 2 209	- 1 750	- 1 089	- 1 123	- 966	- 597	- 596
Свободные денежные потоки	- 996	391	- 824	- 1 036	- 407	905	813	841	1 077	1 403
Изменение долга	1 283	272	393	973	362	- 184	- 170	- 170	- 167	- 156
Дивиденды	547	314	16	46	76	486	1 055	963	803	693
Чистые денежные потоки	- 263	1 008	- 447	- 110	- 121	235	- 412	- 291	107	554

Показатели рентабельности

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
EBITDA, %	28	20	20	21	22	22	20	17	15	17
операционная прибыль, %	25	14	7	7	14	16	13	10	8	11
чистая прибыль, %	16	10	5	3	8	10	9	7	5	7

Показатели долговой нагрузки

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Общий долг	1 398	1 681	2 074	3 548	3 910	3 726	3 556	3 387	3 220	3 063
Чистый долг	- 680	437	1 688	2 840	3 323	2 905	3 147	3 268	2 995	2 284
Чистый долг/EBITDA	- 0.3	0.2	1.7	1.8	1.3	1.0	1.0	1.2	1.1	0.7

Коэффициенты

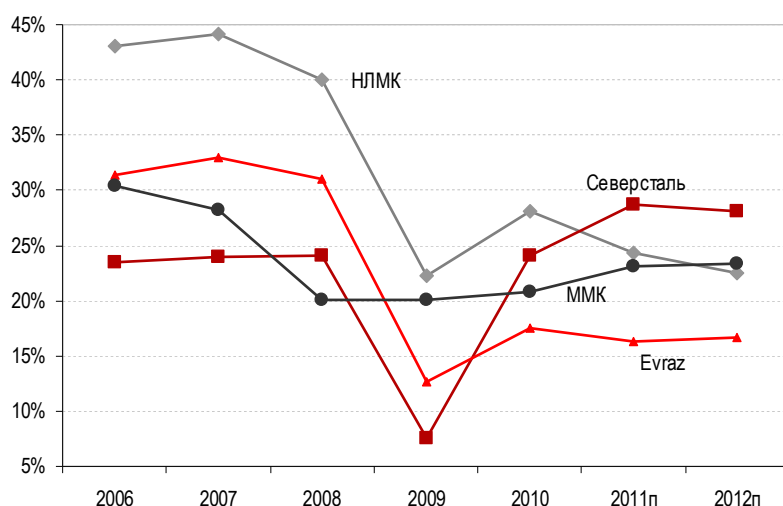
	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
P/E	7.4	9.0	41.6	38.0	9.9	6.9	7.5	9.0	10.5	7.4
EV/EBITDA	5.4	5.9	12.1	7.7	5.0	4.1	4.1	4.4	4.8	4.1
EV/S	1.5	1.2	2.4	1.6	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
FCF Yield, %	-10.3	4.1	-8.5	-10.7	-4.2	9.4	8.4	8.7	11.2	14.5
ROE		9.9	2.3	2.4	8.7	11.7	10.2	8.4	7.2	9.8

НЛМК

Лидерство по рентабельности утрачено

Акции НЛМК, потеряв в долларовом выражении почти четверть своей стоимости, с начала года выглядят хуже бумаг большинства других компаний сектора и являются одними из аутсайдеров на российском рынке акций в целом. На наш взгляд, столь слабая динамика имеет под собой определенные фундаментальные основания: в 4-м квартале компания продемонстрировала достаточно слабые результаты, уступив Северстали лидерство по рентабельности в российской сталелитейной отрасли. Не вызывают особенного энтузиазма и прогнозы менеджмента на 1-й квартал, предполагающие, что рентабельность НЛМК по EBITDA составит 20-25 % при 25.1 % у уже отчитавшейся Северстали.

Рентабельность по EBITDA «большой четверки»



Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

При этом исторически рентабельность НЛМК значительно превышала рентабельность его российских конкурентов, что в совокупности с весьма низкой долговой нагрузкой делало компанию более стабильной, снижая риски, что, в свою очередь, заслуживало некоторой премии в глазах участников рынка по основным мультипликаторам к другим бумагам сектора. На наш взгляд, эта ситуация уже фактически отошла в прошлое: наши прогнозы предполагают, что основные причины сокращения рентабельности компании — рост цен на коксующийся уголь (которым НЛМК не обеспечен) и укрепление рубля (НЛМК имеет наибольшую долю экспорта среди российских металлургов) останутся в силе и в обозримом будущем. Более того, консолидация низкомаржинальных активов Steel Invest&Finance (бывшего СП с Duferco) окажет дальнейшее давление на рентабельность НЛМК, которая в 2012 году может оказаться ниже не только результата Северстали, но и показателей Магнитки.

Сделка с Duferco – плата за расширение мощностей

В апреле НЛМК объявил о выкупе доли партнера в Steel Invest & Finance (SIF) — созданном в 2006 году СП с Duferco, объединяющим европейские и американские прокатные активы за \$ 600 млн., учитывая долг СП (включая долг акционерам) в размере € 1.26 млрд. Исходя из опубликованных финансовых показателей SIF и наших оценок, рекордный уровень EBITDA — € 323 млн при рентабельности по этому показателю в 11 % СП демонстрировало в 2008 году. В кризисное время предприятие было убыточно на уровне EBITDA, а в 2011 году, исходя из предварительных результатов 1-го квартала, вероятно, получит EBITDA в размере € 150-160 млн (\$ 210-225 млн) при рентабельности около 6 %. Данные финансовые показатели предполагают, что НЛМК выкупил долю партнера, исходя из мультипликатора EV/EBITDA 11 более 10, что достаточно много, даже учитывая относительную стабильность прокатного бизнеса и неплохие перспективы роста спроса на металл в США и ЕС на данный момент. Мы считаем, что приобретение SIF по такой цене является вряд ли учитываемой участниками рынка ранее фактической платой за безпроблемный сбыт полуфабрикатов, предложение которых со стороны НЛМК после запуска в середине этого года новой доменной печи существенно увеличится.

Основные данные

Тикер Bloomberg	NLMK RX
Капитализация, \$ млн.	21 611
EV, \$ млн.	23 318
Цена акции, \$	3.6
Целевая цена, \$	4.1
Потенциал %	14%
Рекомендация	Держать

Динамика акций за год, %



Финансы и прогнозы

\$ млн.	2010	2011П	2012П
Выручка	8 351	14 693	18 885
EBITDA	2 349	3 614	4 305
рентабельность	28.1%	24.6%	22.8%
Чистая прибыль	1 329	2 243	2 653
рентабельность	15.9%	15.3%	14.0%

Коэффициенты

EV/EBITDA	9.9	6.5	5.4
P/E	16.3	9.6	8.1
EV/S	2.8	1.6	1.2

Структура акционеров

В. Лисин	86%
Менеджмент компании	3%
Free Float	11%

Катализаторы роста, рекомендации

Мы повышаем наш целевой уровень по бумагам НЛМК с \$ 3.82 до \$ 4.12 за акцию, что соответствует рекомендации «держать». В качестве важных событий для акций компании отметим результаты 1-го квартала по US GAAP (с 6 по 10 июня 2011 года) и ввод в эксплуатацию новой доменной печи в Липецке, который должен состояться в середине года.

НЛМК: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	11 699	6 140	8 351	14 693	18 885	19 022	19 950	20 829	22 063
Темп роста (%)		-48%	36%	76%	29%	1%	5%	4%	6%
EBITDA	4 688	1 414	2 349	3 614	4 305	3 979	3 977	4 156	4 585
Рентабельность (%)	40%	23%	28%	25%	23%	21%	20%	20%	21%
EBIT	4 061	891	1 794	2 814	3 291	2 882	2 833	2 997	3 412
Рентабельность (%)	35%	15%	21%	19%	17%	15%	14%	14%	15%
-Налоги на прибыль	975	178	359	563	658	576	567	599	682
НОРАТ	3 086	713	1 435	2 251	2 633	2 306	2 266	2 398	2 730
+ Амортизация	627	522	555	800	1 014	1 096	1 145	1 159	1 173
- Капвложения	-2 448	-1 050	-1 463	-3 242	-2 040	-1 514	-1 142	-727	-709
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-959	317	-490	-347	-607	-34	-141	-126	-170
Чистый денежный поток	306	502	37	-538	1 001	1 855	2 128	2 703	3 024

Основные предположения

WACC	12.4%
Конечный темп роста	3.5%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	6.0%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	4.9%
Специфический риск эмитента	0.5%
Целевой уровень D/(E+D)	20.0%
Бэ́та	1.25
Бэ́та с учетом долга	1.50
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	14.1%
Стоимость долга	7.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	5.6%
WACC	12.4%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	6 706
Конечная стоимость	35 304
Приведенная конечная стоимость	19 709
Стоимость денежных потоков	26 414
Текущий чистый долг (наличность) с учетом одобренных дивидендов	1 707
Чистая стоимость компании	24 707
Количество акций (млн.)	5 993
Цель на конец 2011 г., \$	4.12

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		10.9%	11.4%	11.9%	12.4%	12.9%	13.4%	13.9%
Конечный темп роста (%)	5.0%	6.28	5.73	5.26	4.85	4.49	4.18	3.91
	4.5%	5.83	5.35	4.94	4.58	4.26	3.98	3.72
	4.0%	5.45	5.03	4.66	4.34	4.05	3.79	3.56
	3.5%	5.12	4.75	4.42	4.12	3.86	3.63	3.42
	3.0%	4.83	4.50	4.20	3.93	3.69	3.48	3.28
	2.5%	4.58	4.28	4.00	3.76	3.54	3.34	3.16
	2.0%	4.35	4.08	3.83	3.61	3.40	3.22	3.05

Расчет бэ́та

Специфический риск эмитента	0.5%	Средний оборот, \$ '000	Бэ́та
		больше 50 000	1.00
	0.5%	больше 10 000	1.25
Отношения с государством	0.0%	больше 1000	1.50
Корпоративное управление	0.0%	меньше 100	1.60
Конфликт акционеров	0.0%		
Налоговые угрозы	0.0%		
Финансовая устойчивость			

Отчетность НЛМК по US GAAP и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	1 740	1 813	6 140	8 351	14 693	18 885	19 022	19 950	20 829	22 063
Операционные расходы	4 313	7 139	4 770	6 087	11 080	14 580	15 043	15 972	16 673	17 478
Амортизация	408	499	478	469	708	817	866	894	900	904
Операционная прибыль	2 998	4 061	891	1 794	2 906	3 488	3 113	3 083	3 256	3 681
EBITDA	3 406	4 688	1 370	2 349	3 614	4 305	3 979	3 977	4 156	4 585
Чистые процентные расходы	- 68	117	111	- 29	102	172	181	171	156	132
Прочие расходы (доходы)	- 90	813	185	129	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	3 157	3 132	596	1 695	2 804	3 316	2 932	2 912	3 100	3 549
Налоги на прибыль	837	703	182	372	561	663	586	582	620	710
Доля миноритариев	23	149	198	- 6	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	2 247	2 279	216	1 329	2 243	2 653	2 346	2 330	2 480	2 839

Баланс

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	1 155	2 168	1 699	1 171	1 591	1 260	1 043	1 179	1 858	2 586
Дебиторская задолженность	1 696	1 488	913	1 260	1 633	2 098	2 114	2 217	2 314	2 451
Запасы	1 236	1 556	1 134	1 580	2 462	3 240	3 343	3 549	3 705	3 884
Прочие оборотные активы	301	134	131	95	137	179	183	193	202	212
Основные средства	6 500	6 826	7 316	8 382	10 916	12 139	12 787	13 035	12 863	12 668
Прочие внеоборотные активы	2 188	1 892	1 309	1 411	1 838	2 044	2 153	2 194	2 165	2 133
Итого активы	13 076	14 065	12 502	13 899	18 577	20 960	21 622	22 368	23 107	23 934
Кредиторская задолженность	1 395	1 879	841	1 107	2 016	2 652	2 737	2 906	3 033	3 180
Краткосрочный долг	1 537	1 080	557	526	2 146	2 146	1 965	1 919	1 890	1 862
Прочие краткосрочные обязательства	71	21	19	19	36	49	58	65	69	73
Долгосрочный долг	73	1 930	1 939	2 099	2 099	2 099	1 978	1 795	1 679	1 566
Прочие долгосрочные обязательства	902	431	536	595	1 148	1 555	1 839	2 056	2 188	2 297
Капитал и резервы	9 098	8 723	8 718	9 554	11 132	12 459	13 045	13 627	14 247	14 957
Итого пассивы	13 076	14 065	12 502	13 899	18 577	20 960	21 622	22 368	23 107	23 934

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Операционная прибыль	2 998	4 061	891	1 794	2 906	3 488	3 113	3 083	3 256	3 681
Налоги на прибыль	837	703	182	372	561	663	586	582	620	710
Амортизация	408	499	478	469	708	817	866	894	900	904
Процентные платежи	- 68	117	111	- 29	102	172	181	171	156	132
Изменение оборотного капитала	- 113	- 959	317	- 490	- 347	- 607	- 34	- 141	- 126	- 170
Денежные потоки от операций	2 524	2 781	1 394	1 431	2 706	3 035	3 358	3 254	3 410	3 706
Капиталовложения	- 958	- 2 448	- 1 050	- 1 463	- 3 242	- 2 040	- 1 514	- 1 142	- 727	- 709
Прочие доходы (инвестиции)	- 310	50	-	384	-	-	-	-	1	2
Денежные потоки от инвестиций	- 1 268	- 2 399	- 1 050	- 1 847	- 3 242	- 2 040	- 1 514	- 1 142	- 726	- 707
Свободные денежные потоки	1 256	382	344	- 416	- 536	996	1 845	2 112	2 684	2 999
Изменение долга	1 313	1 400	- 791	128	1 621	-	- 303	- 228	- 145	- 141
Дивиденды	703	843	-	165	665	1 326	1 759	1 747	1 860	2 129
Чистые денежные потоки	427	1 181	- 446	- 452	420	- 331	- 217	136	678	728

Показатели рентабельности

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
EBITDA, %	196	259	22	28	25	23	21	20	20	21
операционная прибыль, %	70	57	19	29	26	24	21	19	20	21
чистая прибыль, %	129	126	4	16	15	14	12	12	12	13

Показатели долговой нагрузки

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Общий долг	1 610	3 010	2 496	2 624	4 245	4 245	3 943	3 714	3 569	3 427
Чистый долг	455	842	797	1 454	2 654	2 985	2 900	2 535	1 711	842
Чистый долг/EBITDA	0.1	0.2	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.4	0.2

Коэффициенты

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
P/E	9.6	9.5	99.9	16.3	9.6	8.1	9.2	9.3	8.7	7.6
EV/EBITDA	6.8	4.9	16.8	9.8	6.4	5.4	5.8	5.8	5.6	5.0
EV/S	13.3	12.7	3.8	2.8	1.6	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
FCF Yield, %	5.8	1.8	1.6	-1.9	-2.5	4.6	8.5	9.8	12.4	13.9
ROE		25.6	2.5	14.6	21.7	22.5	18.4	17.5	17.8	19.4

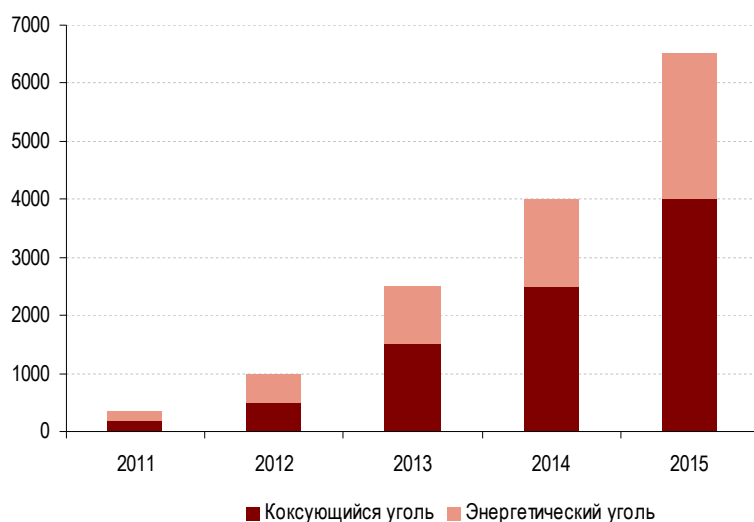
Мечел

Долгожданная Эльга

Запуск Эльгинского месторождения, который практически с момента приобретения лицензии в 2007 году воспринимался как один из важнейших драйверов роста котировок компании, уже фактически состоялся, однако основная работа по выходу предприятия на проектную мощность еще впереди. От качества и сроков выполнения этой работы во многом будет зависеть динамика котировок Мечела в ближайший год-два.

До конца текущего года компания планирует ввести в эксплуатацию 315-километровую железнодорожную ветку на месторождении с использованием вместо ряда мостов временных инженерных коммуникаций (строительство мостов будет продолжено в 2012 году). Запуск железнодорожного сообщения фактически позволит выполнить лицензионные требования и начать крупномасштабную добычу на месторождении. Планы компании подразумевают, что в 2011 году на Эльге будет добыто 300 тыс. тонн угля, в 2012 году – 1-2 млн тонн, в 2015 г. – 9 млн тонн, в 2018 г. – 18 млн тонн. Мы закладываем в свою финансовую модель компании более консервативные допущения, ожидая, что к 2015 году месторождение выйдет на уровень добычи в 6.5 млн тонн угля и внесет общий вклад в EBITDA компании в размере около \$ 700 млн.

Добыча угля на Эльгинском месторождении



Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Мы исходим из того, что в 2013 году на месторождении будет запущена первая очередь обогатительной фабрики мощностью 9 млн тонн в год, что должно значительно снизить себестоимость производства угольного концентрата из угля, добытого на Эльге. До ввода новой фабрики и выхода на объемы добычи в 4-5 млн тонн вклад проекта в финансовые показатели компании, по нашим оценкам, вряд ли составит значительную величину (мы закладываем показать EBITDA Эльги в \$ 4 млн в 2011 году и \$ 43 млн в 2012 году), однако его успешное развитие именно в ближайшие два года станет залогом роста финансовых показателей Мечела в середине десятилетия.

Прочие возможности

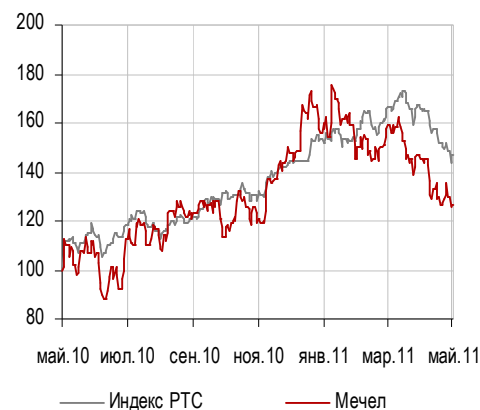
Проект Эльга, предусматривающий в случае успешной реализации фактическое удвоение добычи компании за 10 лет (к 2021 году), настолько масштабен, что способен в одиночку быть весомой «программой развития» для Мечела. Однако компания параллельно реализует достаточно масштабную программу по модернизации предприятий металлургического и ферросплавного сегмента, которая позволит им сохранить конкурентоспособность в условиях роста энерготарифов внутри РФ и возможного укрепления рубля.

Текущая долговая нагрузка Мечела является вполне весомой и в условиях существования масштабной инвестиционной программы вряд ли позволит компании стать значимым игроком на рынке M&A и, в частности, претендовать на приобретение Распадской. Однако мы не исключаем усиления M&A активности компании через год-два, когда с развитием Эльгинского проекта потребности компании в капиталовложениях уже будут не столь велики.

Основные данные

Тикер Bloomberg	MTL US
Капитализация, \$ млн.	10 411
EV, \$ млн.	17 593
Цена акции, \$	25.0
Целевая цена, \$	48.3
Потенциал %	93%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций за год, %



Финансы и прогнозы

\$ млн.	2010	2011П	2012П
Выручка	9 746	13 073	15 043
EBITDA	2 018	3 066	3 420
рентабельность	20.7%	23.5%	22.7%
Чистая прибыль	648	1 523	1 779
рентабельность	6.7%	11.7%	11.8%

Коэффициенты

EV/EBITDA	8.7	5.7	5.1
P/E	16.1	6.8	5.9
EV/S	1.8	1.3	1.2

Структура акционеров

И. Зюзин	67%
Free Float	33%

Катализаторы роста, рекомендации

Мы повышаем наш целевой уровень по бумагам Мечела с \$ 38.3. до \$ 48.6 за акцию, что соответствует рекомендации «покупать». Главным катализатором роста для акций компании в ближайшие месяцы мы видим прогресс в реализации Эльгинского проекта.

Привилегированные акции также хороши

Кроме того, пересмотрев свои прогнозы финансовых показателей Мечела на среднесрочную перспективу, мы повышаем также свою рассчитанную по DDM оценку целевой стоимости «префов» Мечела на конец года с \$ 13.0 до \$ 14.2 за бумагу. Мы отмечаем значительный потенциал роста «префов», перспективы их включения в индексы MSCI, ограниченный размер нового предложения (в распоряжении семьи Джастис осталось лишь около 16 млн «префов» – вдвое меньше объема последнего размещения на ММББ, в то время как сам Мечел, на наш взгляд, пока не склонен предлагать эти бумаги рынку и намерен, скорее, использовать их как валюту в будущих сделках M&A), высокую дивидендную доходность данных бумаг, которая по итогам 2011 года может составить более 14 % к их текущей стоимости локальных бумаг (или более 12% к цене ADS).

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015П	2016 П
Чистая прибыль по US GAAP	1 141	74	648	1 523	1 779	1 811	2 006	2 128	2 440
Дивиденды по прив. акциям млн. \$		134	130	305	356	362	401	426	488

Основные предположения

WACC	12.9%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	6.0%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	4.9%
Специфический риск эмитента	0.8%
Целевой уровень D/(E+D)	40.0%
Бэта	1.25
Бэта с учетом долга	1.92
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	16.8%
Стоимость долга	9.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	7.2%
WACC	12.9%

Оценка DCF

Дисконтированный дивидендный поток	1 513
Конечная стоимость	5 675
Приведенная конечная стоимость	2 421
Стоимость дивидендных потоков для прив. акций	3 934
Количество ADS (млн.)	278
Цель на конец 2011 г., \$	14.2

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
Конечный темп роста (%)		11.4%	11.9%	12.4%	12.9%	13.4%	13.9%	14.4%
	5.5%	20.3	18.7	17.3	16.1	15.0	14.1	13.3
	5.0%	19.1	17.7	16.5	15.4	14.4	13.6	12.8
	4.5%	18.1	16.8	15.7	14.7	13.9	13.1	12.4
	4.0%	17.2	16.1	15.1	14.2	13.4	12.7	12.0
	3.5%	16.4	15.4	14.5	13.7	12.9	12.3	11.7
	3.0%	15.8	14.8	14.0	13.2	12.5	11.9	11.4
	2.5%	15.1	14.3	13.5	12.8	12.2	11.6	11.1

Специфический риск эмитента

	0.8%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.3%

Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
меньше 100	1.6

Мечел: модель DCF

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015П	2016 П
Выручка	9 951	5 754	9 746	13 073	15 043	16 005	17 312	18 295	19 008
Темп роста (%)		-42%	69%	34%	15%	6%	8%	6%	4%
EBITDA	3 666	652	2 018	3 066	3 420	3 471	3 734	3 873	4 258
Рентабельность (%)	37%	11%	21%	23%	23%	22%	22%	21%	22%
EBIT	3 340	246	1 543	2 586	2 940	2 991	3 254	3 393	3 778
Рентабельность (%)	34%	4%	16%	20%	20%	19%	19%	19%	20%
-Налоги на прибыль	802	49	309	517	588	598	651	679	756
НОРАТ	2 539	197	1 234	2 069	2 352	2 393	2 603	2 714	3 022
+ Амортизация	326	407	475	480	480	480	480	480	480
- Капвложения	-3 313	-610	-990	-1 558	-1 452	-1 358	-718	-605	-526
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	31	232	-1 336	-538	-362	-196	-236	-186	-90
Чистый денежный поток	-418	225	-617	454	1 018	1 319	2 130	2 403	2 885

Основные предположения

WACC	11.7%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	6.0%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	4.9%
Специфический риск эмитента	0.8%
Целевой уровень D/(E+D)	40.0%
Бэта	1.00
Бэта с учетом долга	1.53
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	14.6%
Стоимость долга	9.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	7.2%
WACC	11.7%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	7 162
Конечная стоимость	39 218
Приведенная конечная стоимость	22 603
Стоимость денежных потоков	29 765
Текущий чистый долг (наличность) с учетом одобренных дивидендов	7 182
Привилегированные акции	2 360
Чистая стоимость компании	20 222
Количество акций (млн.)	416
Цель на конец 2011 г., \$	48.6

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
Конечный темп роста (%)		10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	12.7%	13.2%
	5.5%	92.0	80.3	70.8	62.8	56.0	50.2	45.1
	5.0%	82.1	72.4	64.3	57.3	51.4	46.2	41.7
	4.5%	74.1	65.8	58.7	52.7	47.4	42.8	38.7
	4.0%	67.3	60.1	53.9	48.6	43.9	39.7	36.1
	3.5%	61.5	55.2	49.8	45.0	40.8	37.0	33.7
	3.0%	56.6	51.0	46.1	41.8	38.0	34.6	31.5
	2.5%	52.3	47.3	42.9	39.0	35.5	32.4	29.6

Специфический риск эмитента

	0.8%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.0%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.3%

Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
меньше 100	1.60

Отчетность Мечела по US GAAP и прогнозы

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	6 684	9 951	5 754	9 746	13 073	15 043	16 005	17 312	18 295	19 008
Операционные расходы	4 996	6 284	5 102	7 739	10 006	11 624	12 534	13 579	14 422	14 750
Амортизация	290	326	407	475	480	480	480	480	480	480
Операционная прибыль	1 398	3 340	246	1 532	2 586	2 940	2 991	3 254	3 393	3 778
EBITDA	1 688	3 666	652	2 018	3 066	3 420	3 471	3 734	3 873	4 258
Чистые процентные расходы	87	312	478	541	582	599	608	614	592	567
Прочие расходы (доходы)	- 75	1 679	- 327	22	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	1 385	1 348	95	969	2 004	2 341	2 383	2 640	2 800	3 211
Налоги на прибыль	356	119	19	277	401	468	477	528	560	642
Доля миноритариев	116	89	3	35	80	94	95	106	112	128
Чистая прибыль	913	1 141	74	648	1 523	1 779	1 811	2 006	2 128	2 440

Баланс

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	237	255	415	341	266	324	337	453	688	688
Дебиторская задолженность	347	429	348	529	710	817	869	940	993	1 032
Запасы	1 007	1 365	1 036	1 867	2 413	2 803	3 023	3 275	3 478	3 557
Прочие оборотные активы	646	696	684	1 454	1 896	2 198	2 363	2 559	2 715	2 786
Основные средства	5 833	7 708	9 594	10 385	11 462	12 434	13 313	13 551	13 676	13 722
Прочие внеоборотные активы	1 158	1 556	1 106	1 200	1 325	1 437	1 539	1 566	1 581	1 586
Итого активы	9 228	12 010	13 183	15 776	18 073	20 013	21 443	22 344	23 131	23 372
Кредиторская задолженность	350	822	644	647	837	972	1 048	1 135	1 206	1 233
Краткосрочный долг	1 135	5 149	1 923	2 078	2 176	2 240	2 275	2 148	2 003	1 548
Прочие краткосрочные обязательства	506	371	454	975	1 195	1 368	1 491	1 604	1 700	1 770
Долгосрочный долг	2 322	220	4 074	5 241	5 339	5 403	5 438	5 311	5 166	5 318
Прочие долгосрочные обязательства	1 410	1 418	1 758	1 885	2 311	2 646	2 884	3 101	3 287	3 422
Капитал и резервы	3 505	4 031	4 331	4 951	6 215	7 385	8 306	9 045	9 769	10 081
Итого пассивы	9 228	12 010	13 183	15 776	18 073	20 013	21 443	22 344	23 131	23 372

Отчет о движении денежных средств

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Операционная прибыль	1 398	3 340	246	1 532	2 586	2 940	2 991	3 254	3 393	3 778
Налоги на прибыль	356	119	19	277	401	468	477	528	560	642
Амортизация	87	312	478	541	582	599	608	614	592	567
Процентные платежи	290	326	407	475	480	480	480	480	480	480
Изменение оборотного капитала	- 374	31	232	- 1 336	- 538	- 362	- 196	- 236	- 186	- 90
Денежные потоки от операций	958	3 578	865	- 147	1 546	1 991	2 190	2 356	2 534	2 959
Капиталовложения	- 3 325	- 3 313	- 610	- 990	- 1 558	- 1 452	- 1 358	- 718	- 605	- 526
Прочие доходы (инвестиции)	- 85	12	- 57	- 129	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 3 410	- 3 301	- 710	- 1 119	- 1 558	- 1 452	- 1 358	- 718	- 605	- 526
Свободные денежные потоки	- 2 453	277	155	- 1 267	- 12	539	832	1 639	1 929	2 432
Изменение долга	2 968	1 912	628	1 321	197	127	71	- 255	- 290	- 303
Дивиденды	318	468	208	-	259	609	890	1 268	1 405	2 128
Чистые денежные потоки	64	18	160	54	- 75	57	13	116	235	0

Показатели рентабельности

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
EBITDA, %	25	37	11	21	23	23	22	22	21	22
операционная прибыль, %	28	53	5	20	26	25	24	24	24	26
чистая прибыль, %	14	11	1	7	12	12	11	12	12	13

Показатели долговой нагрузки

	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Общий долг	3 457	5 369	5 998	7 318	7 515	7 643	7 714	7 459	7 169	6 866
Чистый долг	3 220	5 114	5 583	6 978	7 249	7 319	7 377	7 006	6 481	6 177
Чистый долг/EBITDA	1.9	1.4	8.6	3.5	2.4	2.1	2.1	1.9	1.7	1.5

Коэффициенты

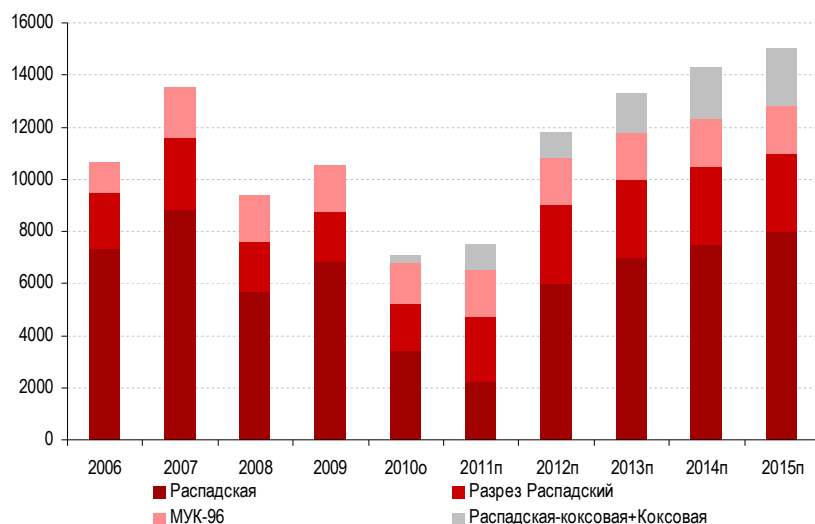
	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
P/E	11.4	9.1	141.2	16.1	6.8	5.9	5.7	5.2	4.9	4.3
EV/EBITDA	10.3	4.7	26.7	8.6	5.7	5.1	5.0	4.7	4.5	4.1
EV/S	2.6	1.7	3.0	1.8	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
FCF Yield, %	-23.6	2.7	1.5	-12.2	-0.1	5.2	8.0	15.7	18.5	23.4
ROE		30.3	1.8	14.0	27.3	26.2	23.1	23.1	22.6	24.6

Распадская

Новая стратегия – новые собственники?

В конце февраля Распадская представила рынку, новую среднесрочную стратегию развития, предусматривающую поэтапное восстановление добычи на пострадавшей от аварии шахте «Распадская» до конца 2011 года и увеличение общего объема добычи с 7.2 млн тонн в 2010 году до 18.5 млн тонн к 2015 году. Однако уже в начале марта в СМИ стали активно циркулировать слухи о том, что контрольный пакет (80 % акций) компании, которым в настоящее время на паритетных началах владеют, с одной стороны, Евраз, а с другой – руководители Распадской – выставлен на продажу.

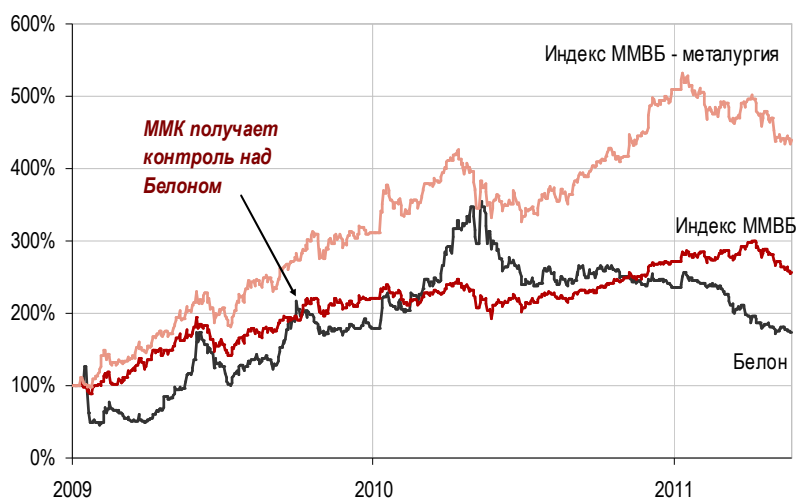
Исторические и прогнозные уровни добычи Распадской, тыс. тонн



Источник: данные компании

Официальные комментарии сторон – заявления Евраз о том, что «компания рассматривает различные варианты действий» в отношении данного актива и руководства Распадской, что «менеджмент Распадской оказывает необходимое содействие Евразу в пересмотре его стратегии», как и более поздние заявления руководства Евраз о том, что о сделке, если она состоится, может быть объявлено через 3 месяца, а помимо продажи своей доли Евраз рассматривает возможности выкупа доли менеджмента - оставляют широкий простор для толкований и дают достаточно мало определенности.

Пример Белона не слишком ободряет



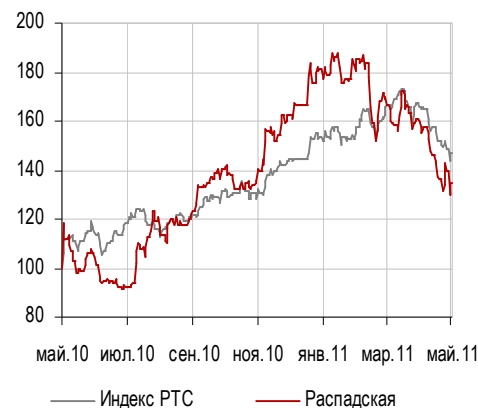
Источники Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

При этом сама возможность смены собственника компании весьма обосновано вызывает

Основные данные

Тикер Bloomberg	RASP RX
Капитализация, \$ млн.	4 531
EV, \$ млн.	4 518
Цена акции, \$	5.8
Целевая цена, \$	9.9
Потенциал %	70%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций за год, %



Финансы и прогнозы

\$ млн.	2010	2011П	2012П
Выручка	706	1 107	1 743
EBITDA	332	742	1 304
рентабельность	47.0%	67.0%	74.8%
Чистая прибыль	245	483	912
рентабельность	34.7%	43.6%	52.3%

Коэффициенты

EV/EBITDA	13.6	6.1	3.5
P/E	18.5	9.4	5.0
EV/S	6.4	4.1	2.6

Структура акционеров

Corber Enterprises	80%
-Evraz	40%
- Г. Козовой и А. Вагин	40%
Free Float	20%

определенное беспокойство как минимум по двум причинам. Во-первых, стремление ключевых акционеров продать компанию в самом начале реализации достаточно агрессивной среднесрочной программы развития может вызывать сомнения относительно реалистичности выполнения этой программы, а во-вторых, что еще более важно для рынка, новые собственники Распадской могут рассматривать ее исключительно как сырьевой актив и быть далеко не столь лояльными по отношению к миноритариям, как ее предыдущие владельцы. В частности, перед глазами имеется пример другой российской угольной компании Белон, которая после перехода контроля над компанией к ММК перестала публиковать отчетность по МСФО, проводить встречи с инвесторами, выплачивать дивиденды и подешевела с максимумов весны 2010 года практически вдвое, несмотря на рост цен на уголь и российского рынка в целом.

Различные сценарии

Неопределенность относительно будущего собственника компании заставляет нас вновь вернуться к сценарному подходу в выставлении целевой стоимости бумаг Распадской. Производственные результаты Распадской за первые месяцы 2011 года и финансовые итоги 2010 года убеждают нас в реалистичности поставленных компанией задач по увеличению добычи при весьма скромных капитальных расходах на восстановление аварийной шахты. Тем не менее, смена собственника сама по себе способна сделать все успехи компании вторичными для миноритариев если Распадская будет рассматриваться новыми акционерами лишь как сырьевая «дочка», а не как отдельный, независимый бизнес. Мы предлагаем оценивать целевую стоимость акций Распадской как взвешенную оценку по двум равновероятным, с нашей точки зрения, сценариям. Первый сценарий предусматривает, что компания сохранит публичность, высокий уровень корпоративного управления продолжит учитывать интересы миноритарных акционеров. Реализация этого сценария при наших прогнозах цен на уголь и выполнении производственной программы Распадской предполагает увеличение нашей оценки целевой стоимости бумаг компании с \$ 13.7 до \$ 15.21 за акцию, что более чем в 2.5 раза выше текущей рыночной стоимости акций Распадской.

Второй сценарий, при котором компания фактически утратит публичность, может привести к тому, что бумаги Распадской будут котироваться по мультипликаторам, сопоставимым с мультипликаторами дочерних компаний крупных металлургических холдингов (таких как Белон, Южный Кузбасс, Коршуновский ГОК). В этом сценарии мы определяем целевую стоимость Распадской по мультипликаторам самой дорогой из этих «дочек» - Белона, учитывая историю публичности, относительно высокий free float и неплохие перспективы развития бизнеса компании.

Мультипликаторы добывающих компаний «второго эшелона»

	\$ млн.	Мсар	EV	EV/EBITDA 11
Белон		735	807	2.7
Южный Кузбасс		1894	1856	2.3
Коршуновский ГОК		563	300	1.9
среднее				2.3

Источники: данные компаний, ММББ, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

При этом мы считаем целесообразным применять мультипликатор к результатам 2012 года, когда шахта «Распадская» будет уже в значительной степени восстановлена. Использование целевого мультипликатора EV/EBITDA 12 в 2.7 для результатов 2012 года подразумевает справедливую стоимость Распадской в размере \$ 3.5 млрд. или \$ 4.49 за акцию, что примерно на 20 % ниже текущих котировок.

Целевая цена 1 акции Распадской в зависимости от варианта развития событий

Вариант: вероятность	Целевая цена, \$
Базовый: 50 %	15.21
Пессимистический: 50 %	4.49
Итого	9.85

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Катализаторы роста, рекомендации

С учетом возможности негативного сценария развития событий в случае смены собственников Распадской, мы понижаем свою оценку целевой стоимости акций компании с \$ 13.7 до \$ 9.85 за бумагу. Тем не менее, акции Распадской остаются в числе наших топовых рекомендаций в секторе. Катализаторами роста бумаг компании в ближайшие месяцы должны стать запуск второй лавы на шахте «Распадская» (до конца июня), публикация операционной отчетности за 2-й квартал и, безусловно, разрешение неопределенности со сменой собственника компании.

Распадская: модель DCF: базовый вариант

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	1 200	497	706	1 107	1 743	2 064	2 401	2 689	2 755
Темп роста (%)	53%	-59%	42%	57%	57%	18%	16%	12%	2%
EBITDA	869	252	332	742	1 304	1 577	1 834	2 046	2 059
Рентабельность (%)	72%	51%	47%	67%	75%	76%	76%	76%	75%
EBIT	748	179	188	629	1 169	1 429	1 645	1 850	1 861
Рентабельность (%)	62%	36%	27%	57%	67%	69%	69%	69%	68%
-Налоги на прибыль	139	33	40	121	228	284	327	368	371
NOPAT	609	146	148	508	940	1 145	1 318	1 481	1 490
+ Амортизация	121	73	144	112	136	148	188	196	197
- Капвложения	-286	-152	-138	-181	-184	-190	-121	-129	-137
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-99	15	26	-52	-90	-47	-51	-44	-13
Чистый денежный поток	344	82	180	388	803	1 057	1 334	1 504	1 537

Основные предположения

WACC	14.4%
Конечный темп роста	3.5%
Ставка налогообложения	20%

Расчет WACC

Безрисковая ставка:	6.0%
Средняя доходность UST10 за 5 лет	4.0%
Спрэд Россия 30 за 12 мес. , б.п.	200
Риск рынка акций	4.9%
Специфический риск эмитента	0.8%
Целевой уровень D/(E+D)	0.0%
Бэта	1.50
Бэта с учетом долга	1.50
Безрисковая ставка	6.0%
Стоимость капитала	14.4%
Стоимость долга	9.0%
Ставка налога на прибыль	20.0%
Стоимость долга после налогов	7.2%
WACC	14.4%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	4 447
Конечная стоимость	14 553
Приведенная конечная стоимость	7 417
Стоимость денежных потоков	11 864
Текущий чистый долг (наличность)	-12
Чистая стоимость компании	11 877
Количество акций (млн.)	781
Цель на конец 2011 г., \$	15.21

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		12.9%	13.4%	13.9%	14.4%	14.9%	15.4%	15.9%
Конечный темп роста (%)	5.0%	20.11	18.91	17.84	16.88	16.02	15.24	14.54
	4.5%	19.21	18.12	17.14	16.27	15.48	14.76	14.10
	4.0%	18.41	17.41	16.52	15.71	14.98	14.31	13.70
	3.5%	17.69	16.78	15.96	15.21	14.53	13.91	13.34
	3.0%	17.04	16.20	15.44	14.75	14.12	13.53	13.00
	2.5%	16.46	15.68	14.98	14.33	13.74	13.19	12.68
	2.0%	15.93	15.21	14.55	13.94	13.39	12.87	12.39

Специфический риск эмитента

	0.8%
Отношения с государством	0.5%
Корпоративное управление	0.0%
Конфликт акционеров	0.3%
Налоговые угрозы	0.0%
Финансовая устойчивость	0.0%

Расчет бэта

Средний оборот, \$ '000	Бэта
больше 50 000	1.00
больше 10 000	1.25
больше 1000	1.50
меньше 1000	1.60

Отчетность Распадской по МСФО и прогнозы: базовый вариант

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Выручка	1 200	497	706	1 107	1 743	2 064	2 401	2 689	2 755
Операционные расходы	331	245	374	365	438	487	567	643	696
Амортизация	121	73	100	112	136	148	188	196	197
Операционная прибыль	748	179	232	629	1 169	1 429	1 645	1 850	1 861
EBITDA	869	252	332	742	1 304	1 577	1 834	2 046	2 059
Чистые процентные расходы	14	13	10	25	26	10	9	8	8
Прочие расходы (доходы)	63	16	-	62	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	671	150	284	604	1 142	1 419	1 636	1 841	1 854
Налоги на прибыль	139	33	40	121	228	284	327	368	371
Доля миноритариев	0	0	-	1	2	2	3	3	3
Чистая прибыль	531	117	245	483	912	1 133	1 306	1 470	1 480

Баланс

в млн. \$	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Денежные средства и эквиваленты	187	178	323	645	487	613	797	978	1 030
Дебиторская задолженность	128	165	92	145	228	270	314	352	361
Запасы	56	44	77	75	91	101	117	133	144
Прочие оборотные активы	25	15	24	31	45	52	61	68	71
Основные средства	1 361	1 410	1 530	1 598	1 646	1 688	1 620	1 553	1 493
Прочие внеоборотные активы	5	38	28	30	30	31	30	29	28
Итого активы	1 761	1 850	2 075	2 525	2 528	2 756	2 939	3 113	3 126
Кредиторская задолженность	44	48	44	43	51	57	66	75	81
Краткосрочный долг	37	28	6	9	9	9	9	8	6
Прочие краткосрочные обязательства	18	34	30	32	34	36	37	38	39
Долгосрочный долг	314	303	304	322	112	103	94	86	80
Прочие долгосрочные обязательства	163	162	186	194	208	217	226	234	238
Капитал и резервы	1 184	1 275	1 504	1 926	2 114	2 335	2 508	2 672	2 682
Итого пассивы	1 761	1 850	2 075	2 525	2 528	2 756	2 939	3 113	3 126

Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Операционная прибыль	748	179	232	629	1 169	1 429	1 645	1 850	1 861
Налоги на прибыль	139	33	40	121	228	284	327	368	371
Амортизация	121	73	100	112	136	148	188	196	197
Изменение оборотного капитала	-	99	15	26	-	52	-	47	-
Денежные потоки от операций	616	222	308	544	960	1 237	1 446	1 625	1 667
Капиталовложения	-	286	-	152	-	138	-	181	-
Прочие доходы (инвестиции)	-	-	-	9	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	-	286	-	152	-	129	-	181	-
Свободные денежные потоки	330	69	179	363	776	1 047	1 325	1 496	1 530
Изменение долга	4	-	19	-	2	20	-	10	-
Дивиденды	-	158	-	-	61	724	912	1 133	1 306
Чистые денежные потоки	492	50	177	322	-	158	126	184	181

Показатели рентабельности	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
EBITDA, %	72	51	47	67	75	76	76	76	75
Операционная прибыль, %	45	62	36	33	57	67	69	69	69
Чистая прибыль, %	44	23	35	44	52	55	54	55	54

Показатели долговой нагрузки	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
Общий долг	351	332	311	331	121	111	102	94	87
Чистый долг	165	153	-	12	-	314	-	367	-
Чистый долг/EBITDA	1.2	1.3	-	0.2	-	3.1	-	3.3	-

Коэффициенты	2008	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П	2014 П	2015 П	2016 П
P/E	8.5	38.8	18.5	9.4	5.0	4.0	3.5	3.1	3.1
EV/EBITDA	5.2	17.9	13.6	6.1	3.5	2.9	2.5	2.2	2.2
EV/S	3.8	9.1	6.4	4.1	2.6	2.2	1.9	1.7	1.6
FCF Yield, %	7.3	1.5	4.0	8.0	17.1	23.1	29.3	33.0	33.8
ROE	47.1	9.5	17.6	28.1	45.1	50.9	53.9	56.8	55.3

Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00 доб. 1404

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Кирилл Трemasов

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov_DV@mmbank.ru**Экономика**

Кирилл Трemasов

Tremasov_KV@mmbank.ru**Стратегия**

Кирилл Трemasов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Металлургия**

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Минеральные удобрения**

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru**Машиностроение / транспорт**

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин

Doronin_DA@mmbank.ru**Долговые рынки**

Екатерина Горбунова

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA

Drozdzov_AY@mmbank.ru

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

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

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