

## Производители стали: Лучшие из лучших

|            | Тикер   | Капитализация, \$ млн. | EV, \$млн. | EV/ EBITDA (2012o) | P/E (2012o) | Старая целевая цена, \$ | Новая целевая цена, \$ | Рыночная цена, \$ | Потенциал роста, % | Рекомендация |
|------------|---------|------------------------|------------|--------------------|-------------|-------------------------|------------------------|-------------------|--------------------|--------------|
| ММК        | MMK LI  | 3 302                  | 7 258      | 5.3                | 29.9        | 8.0                     | <b>5.7</b>             | 3.6               | 54%                | Покупать     |
| НЛМК       | NLMK LI | 10 428                 | 13 453     | 6.5                | 10.6        | 26.6                    | <b>24.3</b>            | 17.4              | 40%                | Покупать     |
| Северсталь | SVST LI | 10 959                 | 14 758     | 6.0                | 10.4        | 22.1                    | <b>17.3</b>            | 12.2              | 41%                | Покупать     |
| Евраз      | EVR LI  | 5 872                  | 12 277     | 4.8                | 12.6        | 9.2                     | <b>8.7</b>             | 4.4               | 99%                | Покупать     |
| Мечел      | MTLR RX | 3 130                  | 11 918     | 5.5                | 5.8         | 12.2                    | <b>12.2</b>            | 7.0               | 88%                | Покупать     |

Источник: ММВБ, Блумберг, оценки РМГ

### Инвестиционное заключение

**Мы обновили взгляд на сталелитейный сектор. Текущее замедление мировой экономики после двух лет роста приведет к профициту на рынке стали, что в целом уже заложено в ценах акций сталелитейных компаний. Цены акций аналогов также снизились, но фундаментальные показатели предполагают значительный потенциал роста для ряда российских производителей. Нашими фаворитами в секторе являются Евраз и Северсталь.**

- ✓ Цены на сталь достигли пиковых значений в 2011г., восстановившись с кризисного уровня. Мы полагаем, что высокий уровень долга в развитых странах и низкая потребительская уверенность будут препятствовать росту глобальной экономики, ограничивая спрос и цены на сталь. При этом мы допускаем, что рост может ускоряться в зависимости от стимулирующих мер экономик мира.
- ✓ Мировые мощности по выпуску стали превышают спрос, что оказывает давление на рентабельность компаний. Эта проблема будет актуальна до тех пор, пока китайские сталелитейные компании будут сохранять высокий уровень экспорта, чтобы компенсировать более медленный рост строительной отрасли (результат мер по предотвращению перегрева сектора). Мы ожидаем замедления темпов потребления стали и прогнозируем, что цены будут оставаться на низких уровнях до 2013-2014гг.
- ✓ Российский рынок стали является одним из быстрорастущих в мире благодаря динамичному развитию машиностроения и строительства. По нашим оценкам, внутреннее потребление стали должно вырасти на 25-30% к 2016г. Мощности российского сектора будут расти более медленными темпами, что приведет к меньшей зависимости от экспорта. Таким образом, в среднесрочной перспективе локальный рынок, где потребляется конечный передел, будет играть важную роль для компаний сектора.
- ✓ Мы сохраняем рекомендацию Покупать по акциям НЛМК. Хотя потенциал роста ограничен в настоящий момент ввиду значительной зависимости от Европы, но компания активно наращивает и модернизирует свои производственные мощности, поэтому мы ожидаем улучшения ее финансовых показателей и признания со стороны инвесторов в среднесрочной перспективе.
- ✓ Мы ожидаем, что результаты Северстали по итогам 2012г. окажутся слабыми, что будет отражать общие тенденции в секторе. Тем не менее, мы позитивно смотрим на будущее компании ввиду достаточно низких операционных затрат и неплохого денежного потока. Реорганизация бизнеса и анонсированная обновленная стратегия подтверждают наш взгляд на недооцененность акций и мы рекомендуем Покупать.
- ✓ Среди потенциальных фаворитов мы выделяем Евраз. Интегрированность в сырье и высокая маржа позволят завершить основные стальные проекты к 2013г. Компания планирует сбалансированный органический рост производства конечного передела, наряду с развитием сырьевых активов.
- ✓ Мы сохраняем рекомендацию Покупать для акции ММК. Низкая интегрированность в сырье продолжит давить на рентабельность, однако стабилизация цен на сырье относительно цен на сталь поможет ММК нормализовать прибыльность, что выступит катализатором роста котировок.
- ✓ Мы повышаем нашу рекомендацию для обыкновенных акций Мечела до Покупать и сохраняем рекомендацию Покупать для привилегированных акции с прогнозной дивидендной доходностью на уровне 14% в 2012г. Однако мы считаем, что акции Мечела являются одним из наиболее рискованных объектов инвестирования среди российских сталелитейных компаний, поскольку уровень долга будет оставаться высоким до тех пор, пока компания не начнет генерировать денежные потоки.

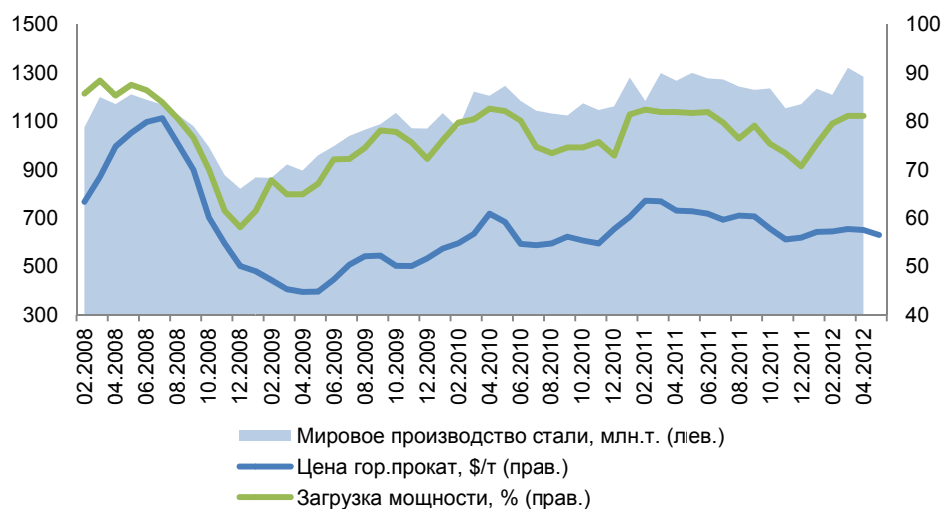
## Тенденции на рынке стали

### Рынок стали и мировая экономика

*Несмотря на рост производства стали в 2010-2011гг., мощности используются только на 80%*

Мировой спрос на сталь рос в течение 2010-2011гг. благодаря пост-кризисному восстановлению автомобильной и строительной отраслей, а также сектору инфраструктуры при поддержке мягкой монетарной политики и прочих мер по стимулированию экономики. Тем не менее, рост спроса наблюдался в основном со стороны развивающихся рынков, в то время как потребление стали в развитых странах все еще не восстановилось до предкризисного уровня. Производственные мощности в мире используются на данный момент всего на 80%.

### Мировое производство и загрузка производственных мощностей



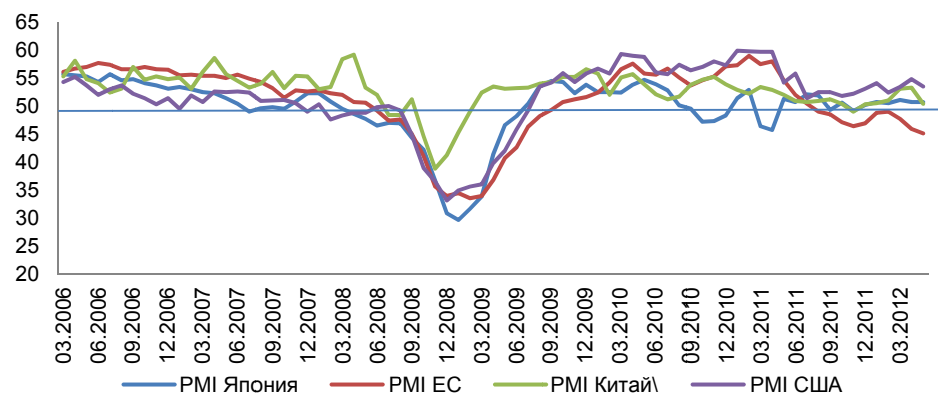
Источник: Bloomberg, WSA

*Угрозы экономическому росту сохраняются*

По нашему мнению, высокая долговая нагрузка развитых стран и недостаточный уровень потребительской уверенности продолжат препятствовать восстановлению мировой экономики. Меры бюджетной экономики в еврозоне, которых многим странам региона придется придерживаться в ближайшем будущем, также ставят под угрозу экономический рост. Замедление в развитых странах ставит под риск благополучие экспортно-ориентированных стран Азии, что, скорее всего, будет адресовано новыми стимулирующими мерами для развития внутреннего спроса.

### Мировые индексы деловой активности (PMI)

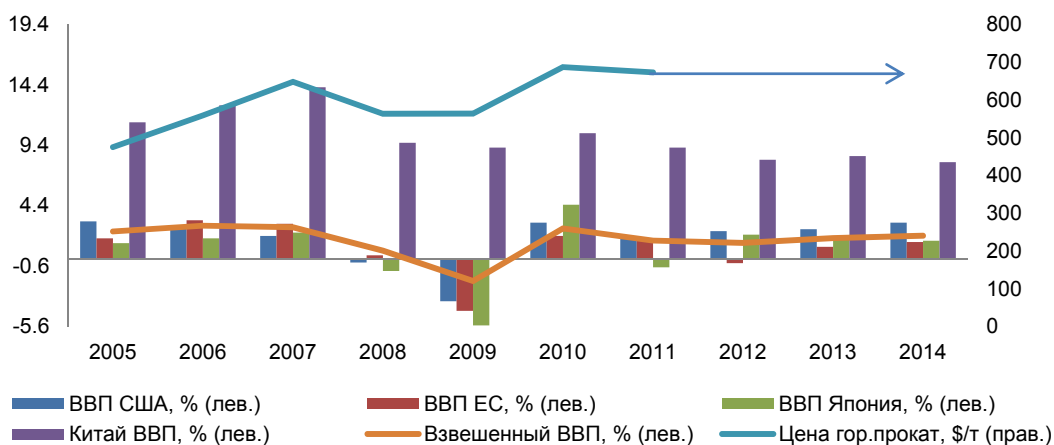
*Индексы PMI слабеют на фоне проблем в еврозоне*



Источник: Bloomberg

В целом мы ожидаем, что мировая экономика будет расти медленно, при этом допускаем, что рост может ускоряться в тот или иной период в зависимости от применяющихся стимулирующих мер в отношении экономики определенного региона. В случае реализации пессимистичного сценария – выхода из еврозоны или дефолта одной из стран – мы ожидаем высокой волатильности на рынках и запуска значительных стимулирующих программ в крупнейших регионах мира.

### ВВП крупнейших экономик мира



Источник: Bloomberg, оценки РМГ

### Роль Китая

*Мировой рынок стали остается под давлением из-за снижения темпов роста потребления в Китае...*

Китай производит около половины мирового объема нерафинированной стали, а также потребляет практически половину всей произведенной стали в мире. Ожидается, что уровень производства в Китае составит 840 млн. тонн в 2012г., превысив внутреннее потребление на 20%. Огромный объем экспортируемой Китаем стали оказывает значительное влияние на отрасль в мировом масштабе, а изменения в объеме экспорта являются определяющими факторами для уровня мировых цен на сталь.

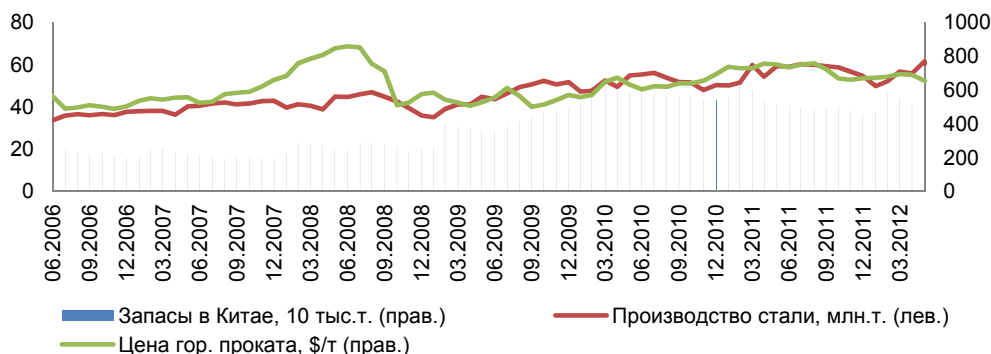
Недавно предпринятые китайским правительством меры по сдерживанию инфляции и поддержанию модели экономического роста, основанной на внутреннем потреблении, привели к замедлению производства. Рост ВВП Китая (который хорошо коррелирует с уровнем внутреннего потребления стали) снизился до 8.1% в 1кв. 2012г. с 9.2% в 2011г. Больше всего пострадал строительный сектор, потребление стали в котором составляет около половины совокупного внутреннего спроса, на фоне введения мер по сдерживанию спекулятивного пузыря на рынке недвижимости. Таким образом, по оценкам экспертов, рост потребления стали в Китае замедлится до 5-6% в 2012г. с 7.5% в 2011г. Замедление потребления, в свою очередь, может привести к профициту стали на мировом рынке, и любое незначительное повышение цен на сталь, скорее всего, будет приостановлено растущим экспортом из Китая.

*...но развитие инфраструктуры частично нивелирует это*

Мы ожидаем, что Китай продолжит развивать экономическую модель, основанную на устойчивом внутреннем спросе, и будет снижать зависимость экономики от экспорта, особенно учитывая тот факт, что спрос на китайские товары будет оставаться нестабильным. Учитывая последние тенденции в экономике Китая, мы предполагаем, что правительство страны будет ориентироваться на рост ВВП чуть выше заявленного плана 7.5%, и резкое восстановление высоких темпов годичной давности маловероятно из-за борьбы с перегревом экономики.

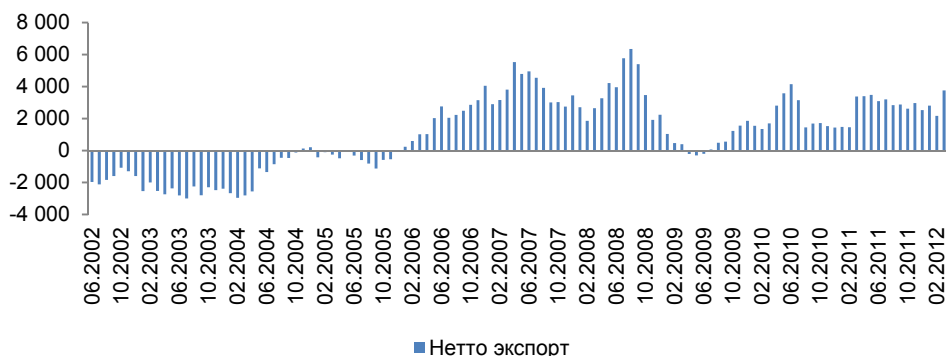
Развитие внутреннего спроса в Китае потребует значительных инвестиций в инфраструктуру, что повлечет за собой спрос на сталь. Тем не менее, мы сомневаемся, что эффект от развития инфраструктурных проектов окажется сильнее негативного влияния от охлаждения строительного сектора.

**Производство и запасы стали в Китае, млн. тонн**



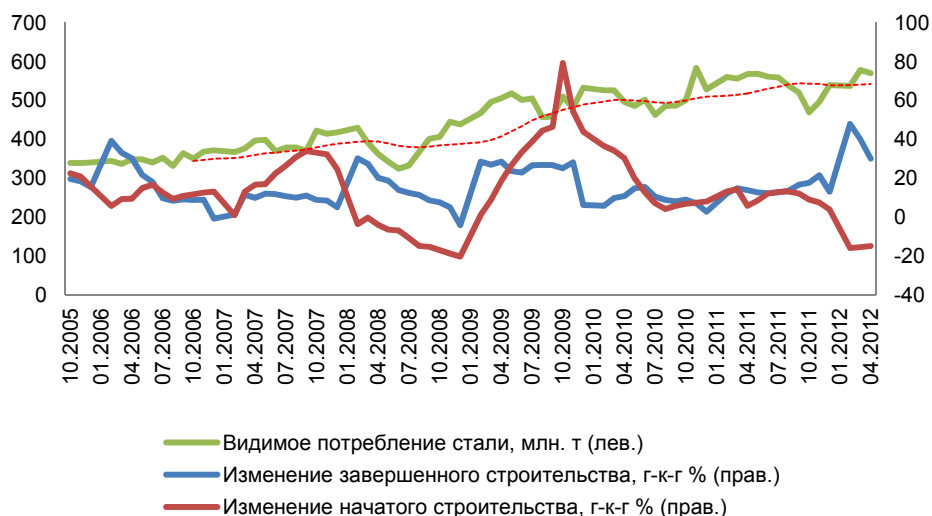
Источник: Bloomberg

**Экспорт стали из Китая, тыс. тонн**



Источник: Bloomberg

**Динамика строительного рынка в Китае**



Источник: Bloomberg

**Цены на сырье**

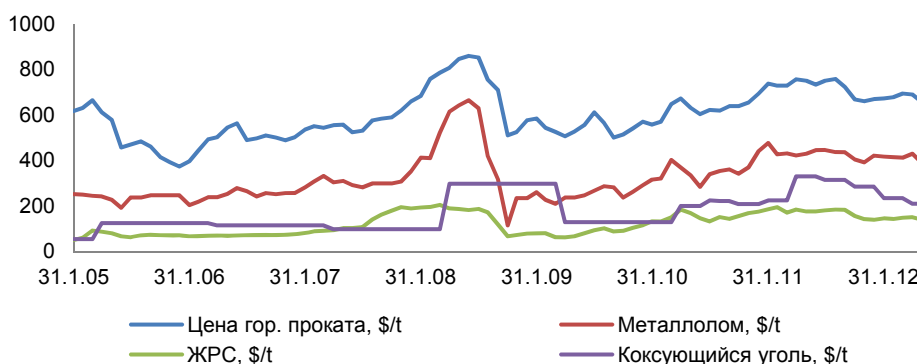
**Снижение спроса на сталь ослабит цены на сырье**

В условиях сложившегося профицита на рынке стали у производителей будет больше возможностей диктовать свои условия поставщикам в отношении цен на руду, уголь и лом.

Мировые поставки железной руды покажут значительные темпы роста в ближайшие 4-5 лет благодаря запуску новых проектов по добыче. Давление на цены железной руды будет особенно заметно в Китае, где местные рудники обеспечивают всего около трети внутреннего потребления, а себестоимость производства довольно высокая (\$110-120 за тонну) ввиду низкого качества руды. В результате у китайских сталелитейных компаний появится больше возможностей пользоваться более дешевыми предложениями за границей.

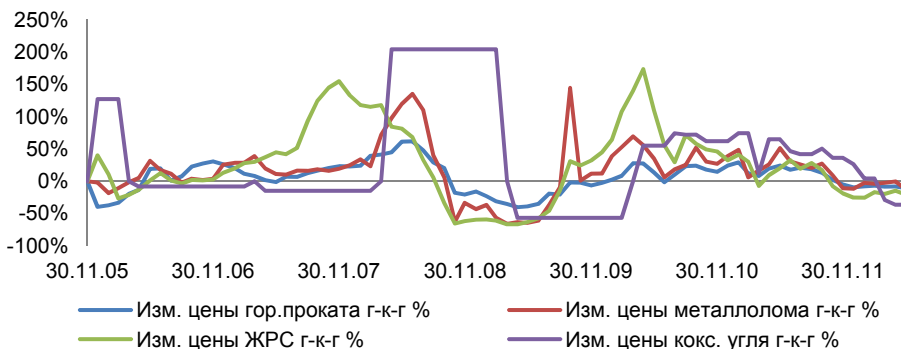
Китай является крупнейшим производителем коксующегося угля, а его импорт покрывает всего 10% потребления. Однако рост спроса со стороны Китая толкал цены на коксующийся уголь вверх во времена бума на рынке производства стали в стране. В настоящее время наблюдается изменение данной тенденции: импорт коксующегося угля Китаем вырастет, по ожиданиям, на 10 % до 50 млн. тонн в этом году, но это не будет иметь значительного влияния на мировые цены, поскольку совокупное предложение составит около 240 млн. тонн.

**Цены на сырье, \$/т**



Источник: Bloomberg

**Динамика цен на сырье и сталь (% г-к-г)**



Источник: Bloomberg

**Рынок начнет восстанавливаться не раньше 2013г.**

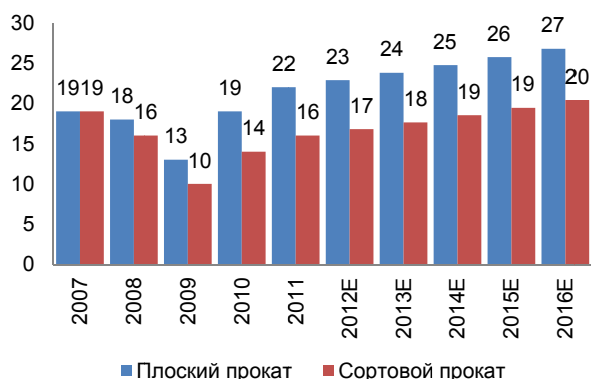
В целом, мы считаем, что профицит, вызванный значительным объемом экспорта из Китая, продолжит сдерживать рост цен на сталь в среднесрочной перспективе. Мы сомневаемся, что уровень цен сможет достигнуть максимумов 2011г. Наш базовый макроэкономический сценарий подразумевает некоторое восстановление спроса и цен на сталь в 2013-2015гг. на фоне инфляционного роста затрат на производство.

### Обзор российских сталелитейных компаний

**Спрос на сталь в России остается сильным...**

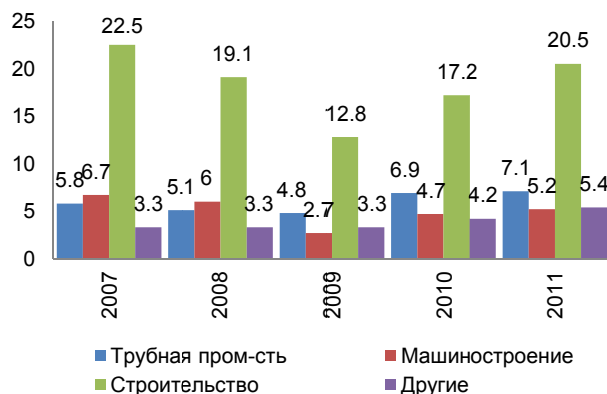
Объем производства стали в России достиг 69 млн. тонн в 2011г., что лишь на 5% ниже рекордного уровня 2007г. Начиная с 2001г. производство стали увеличилось на 17%, а внутренне потребление выросло на 60% за тот же период. Благодаря этому, Россия превратилась в один из наиболее быстро растущих рынков по потреблению стали. Тем не менее, Россия остается крупным чистым экспортером стали.

**Объем потребления стали, млн. тонн**



Источник: Металл Эксперт, оценки РМГ

**Потребители стали, млн. тонн**



Источник: Металл Эксперт

Планы по расширению российских сталелитейных компаний предполагают рост производства до 80 млн. тонн (+16%) к 2015г., в то время как внутренне потребление должно вырасти на 25-30% с 38 млн. тонн до 45-50 млн. тонн. Дальнейшее развитие сектора машиностроения будет оказывать поддержку внутреннему спросу на листовую прокат. Спрос на длинномерный прокат будет увеличиваться более быстрыми темпами благодаря значительному росту строительного сектора и инвестициям в инфраструктурные проекты.

Несмотря на опережающие темпы роста внутреннего спроса по сравнению с ростом производства, российская стальная промышленность останется зависимой от экспорта. Данная тенденция в свою очередь предполагает что компании, наиболее активно работающие на внутреннем рынке, будут показывать более высокий уровень рентабельности, поскольку на внутреннем рынке в основном потребляется конечный передел, в то время как на экспорт идут полупродукты и заготовка.

**Основное преимущество перед мировыми конкурентами – вертикальная интеграция**

Большинство сталелитейных компаний в России являются вертикально интегрированными, со своим собственным производством коксующегося угля и железной руды. Это позволяет российским компаниям работать с более низкими затратами и более высокой маржей по сравнению с их иностранными конкурентами. Вертикальная интеграция также позволяет российским компаниям оставаться конкурентоспособными на мировом рынке в периоды падения цен на их продукцию.

Акции российских сталелитейщиков потеряли в цене 12-40% с начала года, что сравнимо с уровнем снижения капитализации их иностранных конкурентов и отражает пессимистичные ожидания в отношении спроса на сталь. Однако мы считаем это падение чрезмерным, поскольку оно соответствует пессимистичному сценарию развития мировой экономики.

Сравнительная оценка предполагает лишь небольшой дисконт к иностранным аналогам, хотя согласно нашему анализу, российские сталелитейные компании остаются фундаментально привлекательными, что по нашему мнению выступит катализатором восстановления цен на их акции в краткосрочной перспективе.

Наша оценка основывается на следующих факторах: зависимость от внутреннего рынка, зависимость от рынков с негативным прогнозом роста потребления, рост производства, вертикальная интеграция и долговая нагрузка.

### Сопоставление основных факторов по российским производителям стали

|                   | Вертикальная интеграция                 | Рынки сбыта   | Сегменты               | Долговая нагрузка (чистый долг / EBITDA'12) | Рост производства   | Оценка  |
|-------------------|---|---|------------------------|---|---|---|
| <b>НЛМК</b>       | ЖРС 100%, уголь 0%->90% до 2017-2018гг. | Россия 38%, Европа 24%, Сев.Америка 10%, Азия и Б.Восток 20%  | Сорт. 10%, плоский 90% | 1.6x  | Сталь +40% к 2010-2013гг., ЖРС +50% к 2014г., PCI - 30%, потр. кокса угля +6.3 млн.т. до 2017-2018гг. | EV/EBITDA 6.5x, P/E 10.6x, EBITDA маржа 17%, потенциал +40% |
| <b>Северсталь</b> | ЖРС 89%, уголь 113%                     | Россия 47%, Европа 16%, Сев.Америка 25%, Азия и Б.Восток 12%  | Сорт. 4%, плоский 90%  | 1.7x  | Сталь +23% до 2015г., ЖРС +12% до 2015г., уголь +42% до 2015г.  | EV/EBITDA 6.0x, P/E 10.4x, EBITDA маржа 16%, потенциал +41% |
| <b>Мечел</b>      | ЖРС 30%, уголь 100%                     | Россия 45%, Европа 21%, Сев.Америка 1.9%, Азия и Б.Восток 28% | Сорт 40%, плоский 10%  | 4.2x  | Сталь +10% до 2015г., уголь +45% до 2014г.  | EV/EBITDA 5.5x, P/E 5.8x, EBITDA маржа 19%, потенциал +88%  |
| <b>ММК</b>        | ЖРС 30%, уголь 40%                      | Россия 72%, Азия и Б.Восток 17%                               | Сорт 12%, плоский 88%  | 2.6x  | Сталь +35% до 2014г., ЖРС +23%, уголь +50% до 2017г.  | EV/EBITDA 5.3x, P/E 30x, EBITDA маржа 14%, потенциал +54%   |
| <b>Евраз</b>      | ЖРС 100%, уголь 56% (искл. Распадскую)  | СНГ 48%, Европа 12%, Сев.Америка 23%, Азия и Б.Восток 14%     | Сорт 63%, плоский 25%  | 2.0x  | Конечный передел +20% до 2014г., ЖРС +11% (искл. Тимир), уголь +120% до 2016г.                        | EV/EBITDA 4.8x, P/E 12.6x, EBITDA маржа 17%, потенциал +99% |

Источник: оценки РМГ

Факторный анализ и фундаментальная оценка стоимости сталелитейных компаний указывает на значительный потенциал роста их акций, однако в ситуации слабой макроэкономики мы предпочитаем сосредоточиться на совокупности факторов.

В текущих рыночных условиях значительный рост производства НЛМК вкупе с низкой себестоимостью добычи ЖРС и сравнительно низкой долговой нагрузкой, нивелированы большой долей проката в производстве, зависимостью от рынка ЕС и высокими мультипликаторами. По нашему мнению, инвестиции в акции компании являются ставкой на улучшение в Европе.

Акции Северстали предполагают привлекательный баланс между потенциальным ростом и рисками среди компаний, сосредоточенных на производстве плоского проката. Вертикальная интегрированность, низкая долговая нагрузка и планируемый рост производства поддержат финансовые результаты компании, а концентрация на растущих рынках сбыта нивелирует краткосрочные колебания спроса.

Планы развития активов Мечела служат значительным драйвером стоимости компании в долгосрочной перспективе, что также отражается в довольно высоком потенциале роста акций. Однако высокая долговая нагрузка будет оставаться главной проблемой в среднесрочной перспективе, и потенциал роста курса акций может быть реализован только при значительном улучшении рынка стали.

Значительный рост производства ММК и высокая доля на высоко-маржинальном локальном рынке стали затмеваются слабой вертикальной интегрированностью, что негативно влияет на рентабельность бизнеса. В краткосрочной перспективе давление на цены на сырье может усилиться, что выступит драйвером для улучшения рентабельности компании и приведет к повышению капитализации.

Факторный анализ указывает на особую привлекательность инвестиций в акции Евраз. Стратегия развития компании предполагает увеличение доли конечного передела в краткосрочной перспективе без запуска новых сталелитейных мощностей. Компания работает с высокой рентабельностью, вертикально интегрирована и торгуется с низкими мультипликаторами. Также, ее долговая нагрузка остается на низком уровне, Евраз не сильно зависит от рынков ЕС и продуктовый микс в основном сосредоточен на продукции для быстрорастущей строительной индустрии. По нашему мнению, покупка акций Евраз является лучшей инвестиционной идеей среди российских сталепроизводителей.

### Сравнение с аналогами, 2012о

|                                   | Страна     | Кап-я,<br>\$ млн. | EV /<br>Выручка | EV /<br>EBITDA | P / E       | P / BV      | EBITDA<br>маржа, % | Чистая<br>маржа, % |
|-----------------------------------|------------|-------------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|--------------------|--------------------|
| <b>Развитые рынки</b>             |            |                   |                 |                |             |             |                    |                    |
| Nucor Corp                        | США        | 11 902            | 0.7             | 7.6            | 20.8        | 1.5         | 9%                 | 3%                 |
| Nippon Steel                      | Япония     | 15 310            | 0.6             | 6.9            |             | 0.5         | 9%                 | 0%                 |
| US Steel                          | США        | 2 651             | 0.3             | 4.9            | 10.9        | 0.8         | 6%                 | 1%                 |
| ArcelorMittal                     | Люксембург | 22 600            | 0.5             | 4.9            | 8.4         | 0.4         | 10%                | 3%                 |
| ThyssenKrupp                      | Германия   | 7 954             | 0.2             | 4.6            | neg         | 0.6         | 5%                 | neg                |
| <b>Медиана</b>                    |            |                   | <b>0.5</b>      | <b>4.9</b>     | <b>10.9</b> | <b>0.6</b>  | <b>9%</b>          | <b>2%</b>          |
| <b>Развивающиеся рынки</b>        |            |                   |                 |                |             |             |                    |                    |
| Gerdau                            | Бразилия   | 13 875            | 1.0             | 7.6            | 13.5        | 1.0         | 13%                | 5%                 |
| Tata Steel                        | Индия      | 7 287             | 0.7             | 7.4            | 6.9         | 0.9         | 10%                | 4%                 |
| China Steel                       | Тайвань    | 14 160            | 2.2             | 16.9           | 26.1        | 1.5         | 13%                | 7%                 |
| Baoshan Iron & Steel              | Китай      | 12 256            | 0.7             | 5.9            | 6.5         | 0.7         | 12%                | 6%                 |
| POSCO                             | Ю.Корея    | 28 534            | 1.1             | 8.0            | 11.2        | 0.9         | 14%                | 8%                 |
| Wuhan Iron&Steel                  | Китай      | 4 477             | 0.7             | 6.9            | 16.9        | 0.8         | 10%                | 2%                 |
| Maanshan Iron&Steel               | Китай      | 2 588             | 0.5             | 8.0            | 49.7        | 0.6         | 6%                 | 0%                 |
| Hyundai Steel                     | Ю.Корея    | 6 700             | 1.1             | 8.3            | 8.4         | 0.9         | 13%                | 6%                 |
| <b>Медиана</b>                    |            |                   | <b>0.9</b>      | <b>7.8</b>     | <b>12.3</b> | <b>0.9</b>  | <b>12%</b>         | <b>6%</b>          |
| <b>Россия</b>                     |            |                   |                 |                |             |             |                    |                    |
| НЛМК                              | Россия     | 10 428            | 1.1             | 6.5            | 10.6        | 1.0         | 17%                | 8%                 |
| Евраз                             | Россия     | 5 872             | 0.8             | 4.8            | 12.6        | 1.0         | 17%                | 3%                 |
| Северсталь                        | Россия     | 10 959            | 1.0             | 6.0            | 10.4        | 1.4         | 16%                | 7%                 |
| ММК                               | Россия     | 3 302             | 0.7             | 5.3            | 29.9        | 0.3         | 14%                | 1%                 |
| Мечел                             | Россия     | 3 130             | 1.0             | 5.5            | 5.8         | 0.5         | 19%                | 4%                 |
| <b>Медиана</b>                    |            |                   | <b>0.9</b>      | <b>5.4</b>     | <b>10.5</b> | <b>0.8</b>  | <b>17%</b>         | <b>4%</b>          |
| <b>Медиана аналогов</b>           |            |                   | <b>0.7</b>      | <b>7.4</b>     | <b>11.2</b> | <b>0.8</b>  | <b>10%</b>         | <b>4%</b>          |
| <b>Премия/Дисконт к аналогам:</b> |            |                   |                 |                |             |             |                    |                    |
| НЛМК                              |            |                   | <b>65%</b>      | <b>-13%</b>    | <b>-5%</b>  | <b>28%</b>  |                    |                    |
| Евраз                             |            |                   | <b>21%</b>      | <b>-35%</b>    | <b>13%</b>  | <b>26%</b>  |                    |                    |
| Северсталь                        |            |                   | <b>44%</b>      | <b>-18%</b>    | <b>-7%</b>  | <b>91%</b>  |                    |                    |
| ММК                               |            |                   | <b>10%</b>      | <b>-28%</b>    | <b>168%</b> | <b>-55%</b> |                    |                    |
| Мечел                             |            |                   | <b>50%</b>      | <b>-26%</b>    | <b>-48%</b> | <b>-28%</b> |                    |                    |

Источник: Bloomberg, ММВБ, оценки РМГ

## НЛМК

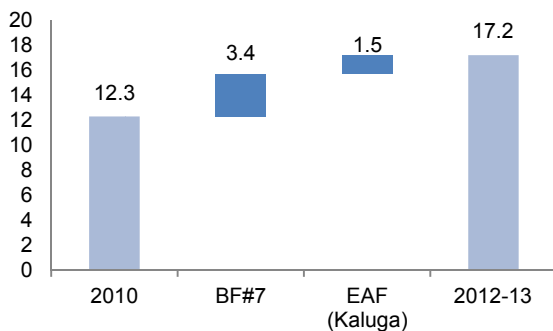
**Внушительный  
рост  
производства  
нивелирован  
слабым рынком  
сбыта в Европе...**

Низкий уровень долга и значительные денежные потоки НЛМК, позволяют компании воплощать в жизнь стратегию агрессивного роста. НЛМК запустил новый конвертор в 3 кв. 2011г., что позволило увеличить сталелитейные мощности на 25%, а в 2012-2013гг. будет запущен мини-завод в Калуге, в результате чего мощности вырастут до 17.3 млн. тонн с 12.6 млн. тонн в 2010г. НЛМК вертикально интегрирован в железную руду и имеет ряд угольных лицензий. Для сохранения и развития вертикальной интегрированности компания увеличит выпуск железной руды на 30%, а новые лицензии на добычу угля позволят удовлетворять 90% потребностей в коксующемся угле в среднесрочной перспективе. Программа модернизации прокатных мощностей также предполагает рост на уровне динамики выплавки стали.

Текущие инвестиции НЛМК принесут свои плоды, когда начнется восстановление экономической активности в мире. Новые мощности позволят увеличить долю рынка при поддержке самой эффективной системы контроля затрат (среди российских аналогов) и увеличат уровень конкурентоспособности в сфере ценообразования.

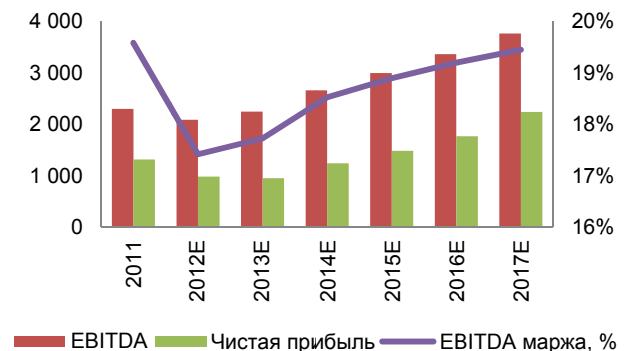
Однако, НЛМК повысил свою зависимость от европейского рынка, купив в 2011г. прокатные мощности SIF. Консолидация актива привела к снижению рентабельности, и негативное влияние будет продолжаться до тех пор, пока не наступит значительное улучшение на европейских рынках стали.

**Рост производства стали, млн.т**



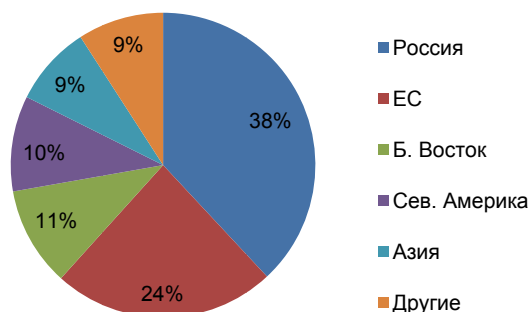
Источник: данные компании

**Прогноз фин. показателей, \$ млн.**



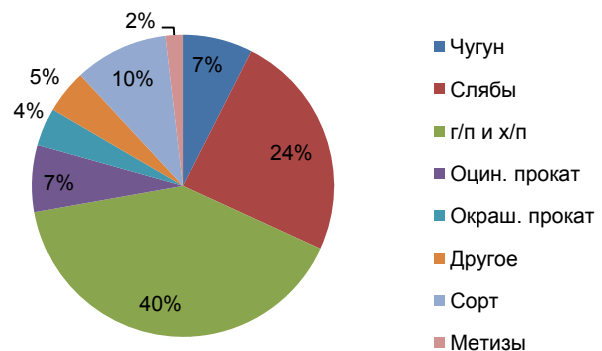
Источник: данные компании, оценки РМГ

**Продажи по регионам**



Источник: данные компании

**Продажи по видам продукции**



Источник: данные компании

...но потенциал сохраняется

Таким образом, потенциал роста цены акций НЛМК на данный момент ограничен и во многом зависит от дальнейшего развития событий в Европе. Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе инвесторы вернуться к идее инвестирования в акции компании, оценив рост производства и улучшение ее финансовых показателей.

Мы рекомендуем Покупать ГДР НЛМК с целевой ценой в \$24.3.

### Финансовые показатели

|   | 2009  | 2010  | 2011   | 2012о  | 2013о  | 2014о  | 2015о  | 2016о  | 2017о  |
|---|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Мультипликаторы</b>                    |       |       |        |        |        |        |        |        |        |
| EPS, \$                                   | 0.2   | 2.0   | 2.2    | 1.6    | 1.6    | 2.1    | 2.5    | 2.9    | 3.7    |
| EV/Выручка                                | 2.2   | 1.6   | 1.1    | 1.1    | 1.1    | 0.9    | 0.8    | 0.8    | 0.8    |
| EV/EBITDA                                 | 9.3   | 5.7   | 5.9    | 6.5    | 6.0    | 5.1    | 4.5    | 4.0    | 4.1    |
| P/E                                       | 106.3 | 8.5   | 7.9    | 10.6   | 11.0   | 8.4    | 7.0    | 5.9    | 5.6    |
| P/BV                                      | 1.2   | 1.1   | 1.0    | 1.0    | 0.9    | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.8    |
| <b>Отчёт о прибылях и убытках, \$ млн</b> |       |       |        |        |        |        |        |        |        |
| Выручка                                   | 6 140 | 8 351 | 11 729 | 11 975 | 12 669 | 14 347 | 15 845 | 17 509 | 19 360 |
| Валовая прибыль                           | 1 990 | 2 948 | 3 360  | 3 209  | 3 442  | 4 081  | 4 621  | 5 222  | 5 888  |
| EBITDA                                    | 1 444 | 2 349 | 2 297  | 2 085  | 2 245  | 2 658  | 2 994  | 3 361  | 3 765  |
| EBIT                                      | 892   | 1 795 | 1 666  | 1 413  | 1 542  | 1 929  | 2 244  | 2 596  | 2 984  |
| Чистая прибыль (скор.)                    | 98    | 1 224 | 1 315  | 981    | 951    | 1 240  | 1 483  | 1 764  | 2 237  |
| <b>Рентабельность, %</b>                  |       |       |        |        |        |        |        |        |        |
| EBITDA маржа, %                           | 40%   | 24%   | 28%    | 20%    | 17%    | 18%    | 19%    | 19%    | 19%    |
| Чистая маржа, %                           | 19%   | 2%    | 15%    | 11%    | 8%     | 8%     | 9%     | 9%     | 10%    |

Источник: данные компании, оценки РМГ

### Прогноз денежных потоков, \$млн.

|                                 | 2012о     | 2013о      | 2014о      | 2015о        | 2016о        | 2017о        |
|---------------------------------|-----------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT                            | 1 413     | 1 542      | 1 929      | 2 244        | 2 596        | 2 984        |
| Налог на прибыль                | 283       | 308        | 386        | 449          | 519          | 597          |
| EBIT*(1-T)                      | 1 130     | 1 233      | 1 543      | 1 795        | 2 077        | 2 388        |
| Износ и амортизация             | 673       | 703        | 729        | 750          | 765          | 780          |
| Капвложения                     | 1 600     | 1 200      | 1 000      | 800          | 600          | 600          |
| Изм. оборотного капитала        | 126       | 161        | 376        | 340          | 377          | 420          |
| <b>Свободный денежный поток</b> | <b>77</b> | <b>576</b> | <b>896</b> | <b>1 405</b> | <b>1 865</b> | <b>2 148</b> |
| Фактор дисконтирования          | 1.00      | 0.89       | 0.80       | 0.71         | 0.63         | 0.56         |
| <b>Диск. денежный поток</b>     | <b>77</b> | <b>514</b> | <b>713</b> | <b>997</b>   | <b>1180</b>  | <b>1213</b>  |

Источник: оценки РМГ

### Расчет WACC

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| Безрисковая ставка, %              | 7.0%         |
| Коэффициент β                      | 1.35         |
| Стоимость акционерного капитала, % | 13.7%        |
| Стоимость заемного капитала, %     | 6.4%         |
| Долг/Капитал                       | 0.28         |
| <b>WACC, %</b>                     | <b>12.1%</b> |

Источник: оценки РМГ

### Оценка по ДДП

|  |             |
|--|-------------|
| Темп роста в терминальном периоде, %             | 2.0%        |
| EBIT маржа в терминальном периоде, %             | 15%         |
| EBIT в 2017г., \$ млн.                           | 3 044       |
| Свободный денежный поток в 2017г., \$ млн.       | 2 435       |
| Σ дисконт. ден. потоков за 2012-2017гг., \$ млн. | 4 695       |
| Дисконт. терминальная стоимость, \$ млн.         | 13 601      |
| Справед. EV, \$ млн.                             | 18 296      |
| Чистый долг, \$ млн.                             | 3 025       |
| Справед. капитализация, \$ млн.                  | 15 271      |
| Количество ГДР, млн.                             | 599         |
| <b>Справедливая стоимость 1 ГДР, \$</b>          | <b>25.5</b> |

Источник: оценки РМГ

### Анализ чувствительности

| Темп роста в терминальном периоде, % | WACC, % |       |       |       |       |
|--------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
|                                      | 10.1%   | 11.1% | 12.1% | 13.1% | 14.1% |
| 3.0%                                 | 39.0    | 33.0  | 28.3  | 24.5  | 21.5  |
| 2.5%                                 | 36.5    | 31.1  | 26.8  | 23.4  | 20.5  |
| 2.0%                                 | 34.3    | 29.4  | 25.5  | 22.3  | 19.7  |
| 1.5%                                 | 32.3    | 27.9  | 24.3  | 21.4  | 18.9  |
| 1.0%                                 | 30.6    | 26.6  | 23.3  | 20.5  | 18.2  |

Источник: оценки РМГ

### Сравнительная оценка

|                                    | EV / Выручка | EV / EBITDA | P / E  | P / BV |
|------------------------------------|--------------|-------------|--------|--------|
| Базовые мультипликаторы            | 0.68         | 7.4         | 11.2   | 0.76   |
| Дополнительный дисконт/премия, %   | -15%         | -15%        | -15%   | -15%   |
| Целевые мультипликаторы            | 0.8          | 8.5         | 12.8   | 0.9    |
| Расчетная капитализация, \$ млн.   | 6 366        | 14 749      | 12 606 | 8 812  |
| Вес в оценке, %                    | 10%          | 40%         | 40%    | 10%    |
| Взвешенная капитализация, \$ млн.  | 12 460       |             |        |        |
| Кол-во ГДР                         | 599 322 724  |             |        |        |
| <b>Справедливая цена 1 ГДР, \$</b> | <b>20.8</b>  |             |        |        |

Источник: оценки РМГ

### Финальная оценка

|                                       | DCF-модель  | Сравнительный метод |
|---------------------------------------|-------------|---------------------|
| Справедливая цена, \$                 | 25.5        | 20.8                |
| Вес, %                                | 75%         | 25%                 |
| <b>Окончательная целевая цена, \$</b> | <b>24.4</b> |                     |

Источник: оценки РМГ

## Северсталь

**Северсталь сохраняет амбициозные планы развития**

Мы сохраняем наш положительный взгляд на Северсталь, которая демонстрирует достаточно низкий уровень операционных затрат и неплохие денежные потоки. Нам также нравится стратегия развития компании, представленная в 2011г., согласно которой компании будет развивать как производство стали, так и сырьевую базу.

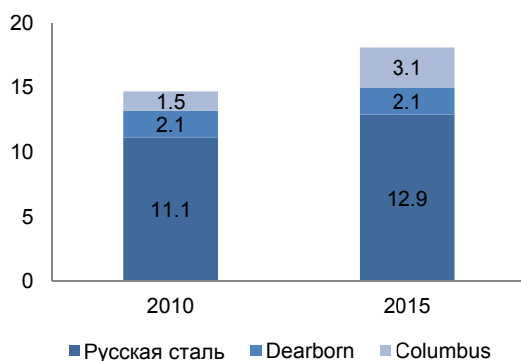
Компания осуществила реорганизацию бизнеса, включая продажу некачественных американских активов, увеличение мощностей оставшихся в США заводов и выделение Nord Gold в начале 2012г. На данный момент компания концентрируется на своих российских и американских активах, закладывая рост мощностей на уровне 23% к 2015г., а также планирует совместно с индийскими производителями запуск новых мощностей на территории Индии, что даст возможность развиваться на быстрорастущем рынке стали в этом регионе.

Добывающее подразделение также будет расширяться благодаря запуску крупных железорудных проектов в Бразилии и Либерии и развитию угольных месторождений в Туве. На данный момент эти проекты находятся на начальном этапе реализации и не могут быть адекватно оценены до тех пор, пока не пройдет их ТЭО.

**Наш долгосрочный взгляд остается позитивным**

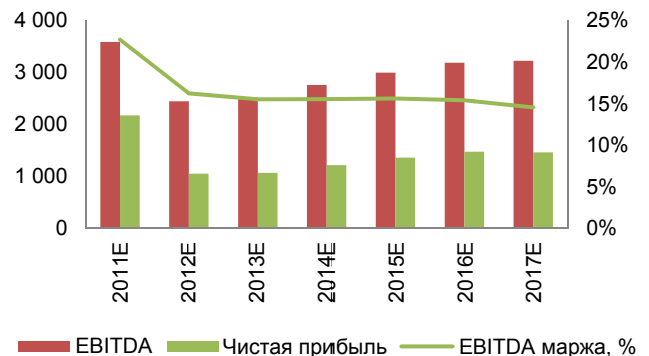
Мы сохраняем наш положительный долгосрочный взгляд на компанию, несмотря на ожидаемые слабые результаты по итогам 2012г. Мы подтверждаем нашу рекомендацию Покупать по компании с целевой ценой \$17.3 за ГДР.

**Рост производства стали, млн.т**



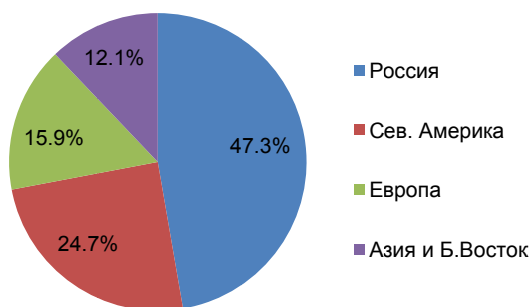
Источник: данные компании

**Прогноз фин. показателей, \$ млн.**



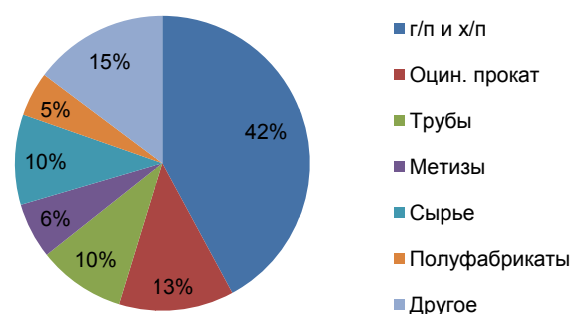
Источник: данные компании, оценки РМГ

**Продажи по регионам**



Источник: данные компании

**Продажи по видам продукции**



Источник: данные компании

**Финансовые показатели**

|   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012о  | 2013о  | 2014о  | 2015о  | 2016о  | 2017о  |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Мультипликаторы</b>                    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| EPS, \$                                   | отр.   | отр.   | 2.5    | 1.2    | 1.2    | 1.4    | 1.6    | 1.7    | 1.7    |
| EV/Выручка                                | 1.6    | 1.2    | 0.9    | 1.0    | 0.9    | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.7    |
| EV/EBITDA                                 | 9.5    | 5.0    | 4.1    | 6.0    | 5.9    | 5.4    | 4.9    | 4.6    | 4.6    |
| P/E                                       | отр.   | отр.   | 5.0    | 10.4   | 10.3   | 9.0    | 8.1    | 7.4    | 7.5    |
| P/BV                                      | 1.4    | 1.6    | 1.6    | 1.4    | 1.3    | 1.2    | 1.0    | 0.9    | 0.8    |
| <b>Отчёт о прибылях и убытках, \$ млн</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Выручка                                   | 9 076  | 12 819 | 15 812 | 15 057 | 16 230 | 17 747 | 19 190 | 20 704 | 22 194 |
| Валовая прибыль                           | 2 175  | 4 102  | 4 909  | 3 599  | 3 706  | 4 083  | 4 443  | 4 769  | 4 936  |
| EBITDA                                    | 1 559  | 2 966  | 3 586  | 2 442  | 2 518  | 2 758  | 2 993  | 3 185  | 3 223  |
| EBIT                                      | 717    | 2 205  | 2 917  | 1 714  | 1 731  | 1 916  | 2 099  | 2 239  | 2 225  |
| Чистая прибыль (скор.)                    | -1 100 | -515   | 2 174  | 1 053  | 1 066  | 1 214  | 1 360  | 1 473  | 1 461  |
| <b>Рентабельность, %</b>                  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| EBITDA маржа, %                           | 17%    | 23%    | 23%    | 16%    | 16%    | 16%    | 16%    | 15%    | 15%    |
| Чистая маржа, %                           | отр.   | отр.   | 14%    | 7%     | 7%     | 7%     | 7%     | 7%     | 7%     |

Источник: данные компании, оценки PMG

**Прогноз денежных потоков, \$млн.**

|                                 | 2012о        | 2013о      | 2014о        | 2015о        | 2016о        | 2017о        |
|---------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT                            | 1 714        | 1 731      | 1 916        | 2 099        | 2 239        | 2 225        |
| Налог на прибыль                | -263         | -267       | -303         | -340         | -368         | -365         |
| EBIT*(1-T)                      | 1 978        | 1 998      | 2 219        | 2 439        | 2 608        | 2 590        |
| Износ и амортизация             | 728          | 787        | 842          | 894          | 946          | 998          |
| Капвложения                     | 1 700        | 1 700      | 1 600        | 1 500        | 1 500        | 1 500        |
| Изм. оборотного капитала        | -78          | 89         | 120          | 114          | 118          | 114          |
| <b>Свободный денежный поток</b> | <b>1 084</b> | <b>995</b> | <b>1 342</b> | <b>1 720</b> | <b>1 935</b> | <b>1 974</b> |
| Фактор дисконтирования          | 1.00         | 0.90       | 0.80         | 0.72         | 0.65         | 0.58         |
| <b>Диск. денежный поток</b>     | <b>1 084</b> | <b>892</b> | <b>1 077</b> | <b>1 238</b> | <b>1 248</b> | <b>1 141</b> |

Источник: оценки PMG

**Расчет WACC**

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| Безрисковая ставка, %              | 7%           |
| Коэффициент β                      | 1.44         |
| Стоимость акционерного капитала, % | 14.2%        |
| Стоимость заемного капитала, %     | 6.4%         |
| Долг/Капитал                       | 0.48         |
| <b>WACC, %</b>                     | <b>11.6%</b> |

Источник: оценки PMG

**Оценка по ДДП**

|  |             |
|--|-------------|
| Темп роста в терминальном периоде, %             | 3.0%        |
| EBIT маржа в терминальном периоде, %             | 10%         |
| EBIT в 2017г., \$ млн.                           | 2 292       |
| Свободный денежный поток в 2017г., \$ млн.       | 1 833       |
| Σ дисконт. ден. потоков за 2012-2017гг., \$ млн. | 6 680       |
| Дисконт. терминальная стоимость, \$ млн.         | 12 345      |
| Справед. EV, \$ млн.                             | 19 024      |
| Чистый долг, \$ млн.                             | 3 799       |
| Справед. капитализация, \$ млн.                  | 15 049      |
| Количество ГДР, млн.                             | 877         |
| <b>Справедливая стоимость 1 ГДР, \$</b>          | <b>17.2</b> |

Источник: оценки PMG

**Анализ чувствительности**

| Темп роста в терминальном периоде, % | WACC, % |       |       |       |       |
|--------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
|                                      | 9.6%    | 10.6% | 11.6% | 12.6% | 13.6% |
| 3.0%                                 | 24.9    | 21.6  | 19.2  | 17.3  | 15.8  |
| 2.5%                                 | 23.0    | 20.2  | 18.1  | 16.5  | 15.1  |
| 2.0%                                 | 21.4    | 19.0  | 17.2  | 15.7  | 14.5  |
| 1.5%                                 | 20.1    | 18.0  | 16.3  | 15.0  | 13.9  |
| 1.0%                                 | 18.9    | 17.0  | 15.6  | 14.4  | 13.4  |

Источник: оценки РМГ

**Сравнительная оценка**

|                                    | EV / Выручка | EV / EBITDA | P / E  | P / BV |
|------------------------------------|--------------|-------------|--------|--------|
| Базовые мультипликаторы            | 0.68         | 7.4         | 11.2   | 0.76   |
| Дополнительный дисконт/премия, %   | 0%           | 0%          | 0%     | 0%     |
| Целевые мультипликаторы            | 0.7          | 7.4         | 11.2   | 0.8    |
| Расчетная капитализация, \$ млн.   | 6 468        | 14 303      | 21 313 | 5 740  |
| Вес в оценке, %                    | 10%          | 40%         | 40%    | 10%    |
| Взвешенная капитализация, \$ млн.  | 15 467       |             |        |        |
| Кол-во ГДР                         | 876 700 179  |             |        |        |
| <b>Справедливая цена 1 ГДР, \$</b> | <b>17.6</b>  |             |        |        |

Источник: оценки РМГ

**Финальная оценка**

|                                       | DCF-модель  | Сравнительный метод |
|---------------------------------------|-------------|---------------------|
| Справедливая цена, \$                 | 17.2        | 17.6                |
| Вес, %                                | 75%         | 25%                 |
| <b>Окончательная целевая цена, \$</b> | <b>17.3</b> |                     |

Источник: оценки РМГ

## Евраз

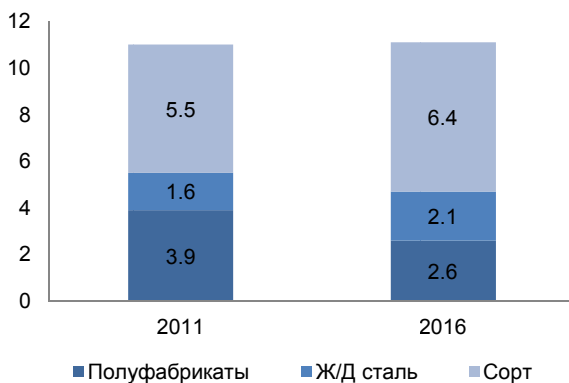
**Номенклатура**  
**Евраза пользуется**  
**повышенным**  
**спросом**

Мы сохраняем положительный взгляд на Евраз, показатели которого выигрывают от вертикальной интеграции и высокой рентабельности. Объем продаж компании не зависит от экспорта в Европу, а большая часть продукции приходится на долю конечного передела, который будет пользоваться спросом на внутреннем рынке. Благодаря завершению основных инвестиционных программ к 2013г., мощности по выпуску конечной продукции Евраза вырастут на 1.4 млн.т., что расширит присутствие компании на перспективных рынках СНГ.

**Сбалансированная**  
**стратегия**  
**внушает оптимизм**

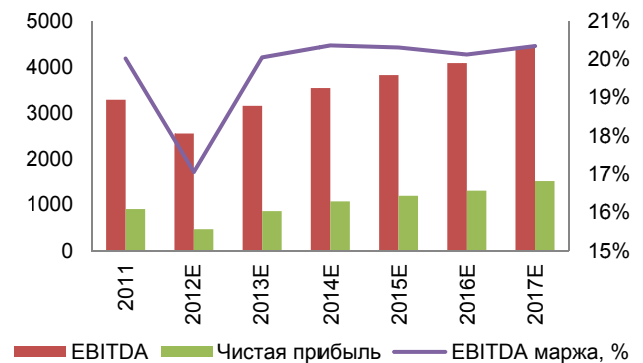
Обновленная стратегия развития, предоставленная менеджментом в июне, подтверждает наш производственный прогноз. Менеджмент не планирует запуск новых сталелитейных мощностей в среднесрочной перспективе, предпочитая, сосредоточится на росте производства конечного передела (текущие проекты позволят уменьшить процент полуфабрикатов в структуре продаж до 23% с 36% до 2016г.). В ближайшей перспективе компания планирует нарастить производство угля на 7.4 млн.т и начать добывать руду на месторождениях Тимира к 2016г. (19 млн.т.).

Рост производства стали, млн.т



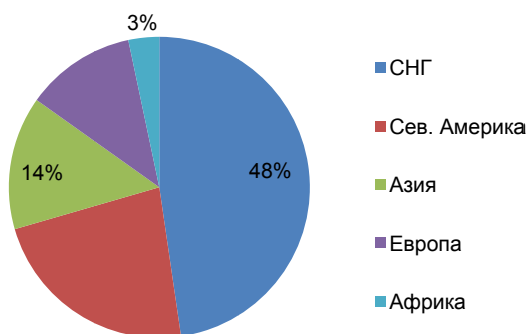
Источник: данные компании

Прогноз фин. показателей, \$ млн.



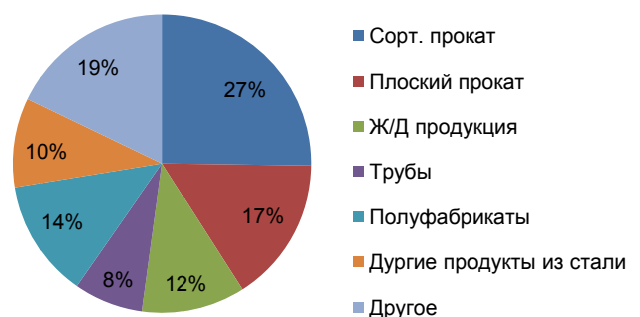
Источник: данные компании, оценки РМГ

Продажи по регионам



Источник: данные компании

Продажи по видам продукции



Источник: данные компании

Изменение юрисдикции и включение в индекс FTSE-100 позволило акциям компании показать динамику лучше аналогов, однако этот драйвер роста иссяк к текущему моменту. Мы рассматриваем акции компании как лучшую ставку на восстановление рынка стали в краткосрочной перспективе, на фоне низкой долговой нагрузки, сбалансированной инвестиционной программы и присутствия на перспективных рынках и в нишах сбыта Мы подтверждаем нашу рекомендацию Покупать ГДР Евраз с целевой ценой \$8.7.

### Финансовые показатели

|   | 2009  | 2010   | 2011   | 2012o  | 2013o  | 2014o  | 2015o  | 2016o  | 2017o  |
|---|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Мультипликаторы</b>                    |       |        |        |        |        |        |        |        |        |
| EPS, \$                                   | отр.  | 0.4    | 0.3    | 0.3    | 0.6    | 0.8    | 0.9    | 1.0    | 1.1    |
| EV/Выручка                                | 1.3   | 0.9    | 0.7    | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.7    | 0.6    | 0.6    |
| EV/EBITDA                                 | 10.5  | 5.4    | 3.7    | 4.8    | 3.9    | 3.5    | 3.2    | 3.0    | 2.8    |
| P/E                                       | отр.  | 11.0   | 6.5    | 12.6   | 6.8    | 5.5    | 4.9    | 4.5    | 3.9    |
| P/BV                                      | 1.1   | 1.0    | 1.0    | 1.0    | 0.9    | 0.8    | 0.7    | 0.6    | 0.6    |
| <b>Отчёт о прибылях и убытках, \$ млн</b> |       |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Выручка                                   | 9 772 | 13 394 | 16 400 | 14 934 | 15 717 | 17 374 | 18 797 | 20 267 | 21 774 |
| Валовая прибыль                           | 1 648 | 3 075  | 3 927  | 3 280  | 3 889  | 4 378  | 4 722  | 5 054  | 5 521  |
| EBITDA                                    | 1 174 | 2 255  | 3 282  | 2 546  | 3 150  | 3 536  | 3 816  | 4 077  | 4 429  |
| EBIT                                      | 195   | 1 330  | 1 860  | 1 344  | 1 852  | 2 126  | 2 286  | 2 427  | 2 699  |
| Чистая прибыль (скор.)                    | -292  | 532    | 904    | 464    | 857    | 1 070  | 1 193  | 1 303  | 1 513  |
| <b>Рентабельность, %</b>                  |       |        |        |        |        |        |        |        |        |
| EBITDA маржа, %                           | 12%   | 17%    | 20%    | 17%    | 20%    | 20%    | 20%    | 20%    | 20%    |
| Чистая маржа, %                           | -3%   | 4%     | 6%     | 3%     | 5%     | 6%     | 6%     | 6%     | 7%     |

Источник: данные компании, оценки PMГ

### Прогноз денежных потоков, \$млн.

|                                 | 2012o      | 2013o        | 2014o        | 2015o        | 2016o        | 2017o        |
|---------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT                            | 1 344      | 1 838        | 2 113        | 2 273        | 2 413        | 2 685        |
| Налог на прибыль                | 269        | 368          | 423          | 455          | 483          | 537          |
| EBIT*(1-T)                      | 1 075      | 1 471        | 1 690        | 1 818        | 1 931        | 2 148        |
| Износ и амортизация             | 1 202      | 1 314        | 1 426        | 1 546        | 1 666        | 1 746        |
| Капвложения                     | 1 400      | 1 400        | 1 400        | 1 500        | 1 500        | 1 000        |
| Изм. оборотного капитала        | 100        | 150          | 144          | 128          | 134          | 130          |
| <b>Свободный денежный поток</b> | <b>778</b> | <b>1 235</b> | <b>1 572</b> | <b>1 736</b> | <b>1 963</b> | <b>2 765</b> |
| Фактор дисконтирования          | 1.00       | 0.88         | 0.78         | 0.69         | 0.61         | 0.54         |
| <b>Диск. денежный поток</b>     | <b>778</b> | <b>1 092</b> | <b>1 230</b> | <b>1 201</b> | <b>1 202</b> | <b>1 497</b> |

Источник: оценки PMГ

### Расчет WACC

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| Безрисковая ставка, %              | 7.0%         |
| Коэффициент β                      | 2.07         |
| Стоимость акционерного капитала, % | 17.4%        |
| Стоимость заемного капитала, %     | 7.2%         |
| Долг/Капитал                       | 0.55         |
| <b>WACC, %</b>                     | <b>13.1%</b> |

Источник: оценки PMГ

### Оценка по ДДП

|  |            |
|--|------------|
| Темп роста в терминальном периоде, %             | 2.0%       |
| EBIT маржа в терминальном периоде, %             | 12%        |
| EBIT в 2017г., \$ млн.                           | 2 645      |
| Свободный денежный поток в 2017г., \$ млн.       | 2 116      |
| Σ дисконт. ден. потоков за 2012-2017гг., \$ млн. | 7 000      |
| Дисконт. терминальная стоимость, \$ млн.         | 10 362     |
| Справед. EV, \$ млн.                             | 19 390     |
| Чистый долг, \$ млн.                             | 6 405      |
| Справед. капитализация, \$ млн.                  | 12 749     |
| Количество ГДР, млн.                             | 1 337.6    |
| <b>Справедливая стоимость 1 ГДР, \$</b>          | <b>9.5</b> |

Источник: оценки PMГ

### Анализ чувствительности

| Темп роста в терминальном периоде, % | WACC, % |       |       |       |       |
|--------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
|                                      | 11.1%   | 12.1% | 13.1% | 14.1% | 15.1% |
| 4.00%                                | 13.8    | 11.9  | 10.4  | 9.1   | 8.1   |
| 3.50%                                | 13.0    | 11.3  | 9.9   | 8.8   | 7.8   |
| 3.00%                                | 12.4    | 10.8  | 9.5   | 8.5   | 7.5   |
| 2.50%                                | 11.8    | 10.4  | 9.2   | 8.1   | 7.3   |
| 2.00%                                | 11.3    | 9.9   | 8.8   | 7.9   | 7.1   |

Источник: оценки РМГ

### Сравнительная оценка

|                                    | EV / Выручка  | EV / EBITDA | P / E | P / BV |
|------------------------------------|---------------|-------------|-------|--------|
| Базовые мультипликаторы            | 0.68          | 7.4         | 11.2  | 0.76   |
| Дополнительный дисконт/премия, %   | 0%            | 0%          | 0%    | 0%     |
| Целевые мультипликаторы            | 0.7           | 7.4         | 11.2  | 0.8    |
| Расчетная капитализация, \$ млн.   | 3 543         | 12 232      | 5 187 | 4 654  |
| Вес в оценке, %                    | 10%           | 40%         | 40%   | 10%    |
| Взвешенная капитализация, \$ млн.  | 7 787         |             |       |        |
| Кол-во ГДР                         | 1 337 560 713 |             |       |        |
| <b>Справедливая цена 1 ГДР, \$</b> | <b>5.8</b>    |             |       |        |

Источник: оценки РМГ

### Финальная оценка

|                                       | DCF-модель | Сравнительный метод |
|---------------------------------------|------------|---------------------|
| Справедливая цена, \$                 | 9.5        | 5.8                 |
| Вес, %                                | 75%        | 25%                 |
| <b>Окончательная целевая цена, \$</b> | <b>8.6</b> |                     |

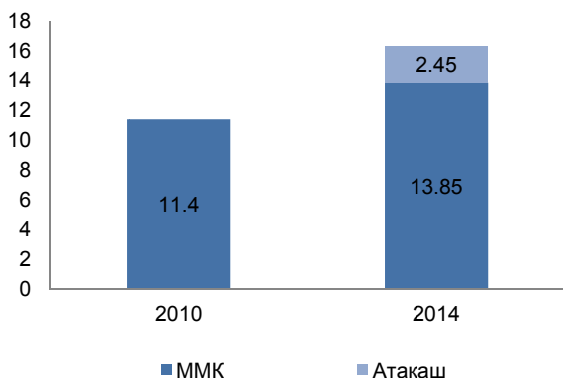
Источник: оценки РМГ

**ММК**

**Покупка  
 австралийский  
 активов под  
 угрозой**

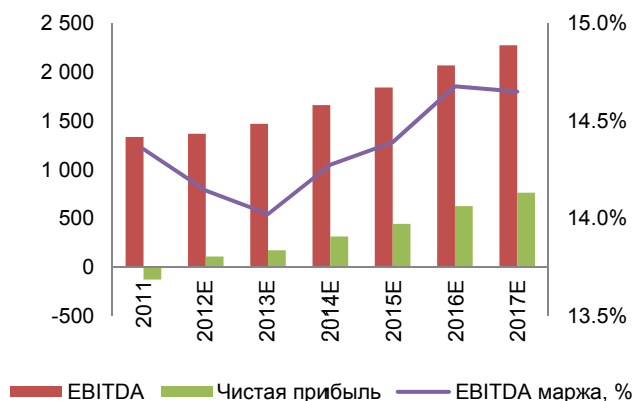
Мы пересмотрели оценку ММК, исключив из нее австралийские активы, сделка по приобретению которых, вероятнее всего, будет отменена после удовлетворения иска миноритарных акционеров, которые апеллируют к потенциальному снижению стоимости компании при осуществлении данной инвестиции. Так как иск был подан миноритарием и в локальном суде, мы предполагаем, что идея иска была инициирована самой компанией для отмены или задержки сделки в связи с резким ухудшением ситуации на рынке стали в 4 кв. 2011г. Проект в долгосрочной перспективе позволил бы ММК достичь полной обеспеченности ЖРС, но освоение месторождения требует значительных затрат, финансировать которые пришлось бы с учетом текущей долговой нагрузки, что, скорее всего, было бы проблематично. Возможно, текущее состояние рынка стали остановит на время идею покупки данного актива, что может быть позитивно воспринято инвесторами, так как ситуация со свободным потоком компании будет более понятна.

**Рост производства стали, млн.т**



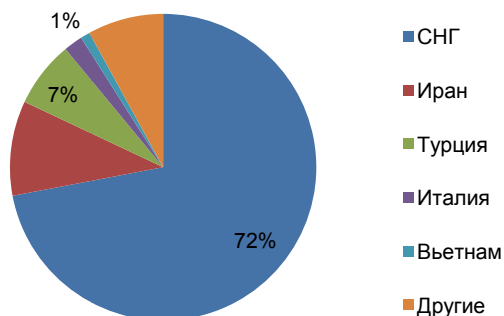
Источник: данные компании

**Прогноз фин. показателей, \$ млн.**



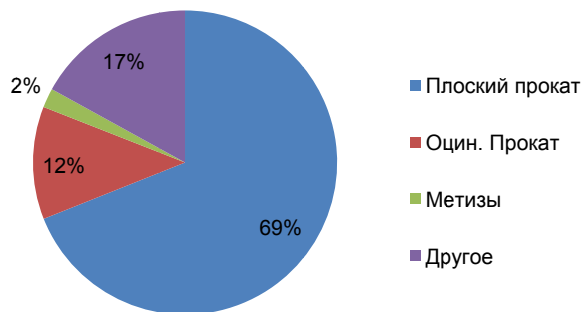
Источник: данные компании, оценки РМГ

**Продажи по регионам**



Источник: данные компании

**Продажи по видам продукции**



Источник: данные компании

**Планы по росту  
 остаются в силе**

Мы положительно оцениваем перспективы компании, которая завершает проекты по увеличению производственных мощностей. Уже в 2012г. инвестиции в Атакаш в Турции и стан-2000 в России принесут положительные плоды. Завод в Турции должен достичь проектной мощности 2.3 млн.т. в этом году, а стан 2000, мощность

которого составляет 2 млн.т., начнет поставлять высокопрочные стали растущего автомобильного сектора. Рост производства в этом году должен нивелировать негативный эффект от падения цен на сталь, в то время как уровень рентабельности должен стабилизироваться, поскольку цены на сырье будут двигаться параллельно с ценами на сталь в ближайшей перспективе.

Мы считаем, что рост производства и более позитивный взгляд инвесторов на перспективы мировой экономики, вернут интерес к акциям ММК. Мы рекомендуем Покупать ГДР компании с целевой ценой \$5.7.

### Финансовые показатели

|   | 2009  | 2010  | 2011  | 2012o | 2013o  | 2014o  | 2015o  | 2016o  | 2017o  |
|---|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Мультипликаторы</b>                    |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| EPS, \$                                   | 0.3   | 0.3   | -0.1  | 0.1   | 0.2    | 0.4    | 0.5    | 0.7    | 0.9    |
| EV/Выручка                                | 1.4   | 0.9   | 0.8   | 0.7   | 0.7    | 0.6    | 0.6    | 0.5    | 0.5    |
| EV/EBITDA                                 | 7.1   | 4.5   | 5.4   | 5.3   | 4.9    | 4.4    | 3.9    | 3.5    | 3.2    |
| P/E                                       | 15.1  | 14.2  | -26.4 | 29.9  | 18.8   | 10.5   | 7.4    | 5.3    | 4.3    |
| P/BV                                      | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| <b>Отчёт о прибылях и убытках, \$ млн</b> |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| Выручка                                   | 5 081 | 7 719 | 9 306 | 9 682 | 10 484 | 11 648 | 12 808 | 14 100 | 15 539 |
| Валовая прибыль                           | 1 141 | 1 767 | 1 550 | 1 631 | 1 813  | 2 133  | 2 441  | 2 829  | 3 183  |
| EBITDA                                    | 1 023 | 1 606 | 1 336 | 1 369 | 1 470  | 1 663  | 1 843  | 2 069  | 2 277  |
| EBIT                                      | 288   | 610   | 365   | 421   | 502    | 677    | 840    | 1 067  | 1 241  |
| Чистая прибыль (скор.)                    | 219   | 232   | -125  | 110   | 175    | 315    | 446    | 627    | 766    |
| <b>Рентабельность, %</b>                  |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| EBITDA маржа, %                           | 20%   | 21%   | 14%   | 14%   | 14%    | 14%    | 14%    | 15%    | 15%    |
| Чистая маржа, %                           | 4%    | 3%    | -1%   | 1%    | 2%     | 3%     | 3%     | 4%     | 5%     |

Источник: данные компании, оценки PMГ

### Прогноз денежных потоков, \$млн.

|                                 | 2012o      | 2013o      | 2014o      | 2015o      | 2016o        | 2017o        |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| EBIT                            | 421        | 502        | 677        | 840        | 1067         | 1241         |
| Налог на прибыль                | 84         | 100        | 135        | 168        | 213          | 248          |
| EBIT*(1-T)                      | 337        | 402        | 542        | 672        | 853          | 993          |
| Износ и амортизация             | 949        | 968        | 986        | 1 003      | 1 003        | 1 036        |
| Капвложения                     | 800        | 1 000      | 900        | 900        | 600          | 600          |
| Изм. оборотного капитала        | 64         | 137        | 207        | 205        | 235          | 250          |
| <b>Свободный денежный поток</b> | <b>422</b> | <b>233</b> | <b>420</b> | <b>570</b> | <b>1 021</b> | <b>1 178</b> |
| Фактор дисконтирования          | 1.00       | 0.89       | 0.79       | 0.71       | 0.63         | 0.56         |
| <b>Диск. денежный поток</b>     | <b>422</b> | <b>208</b> | <b>334</b> | <b>404</b> | <b>644</b>   | <b>663</b>   |

Источник: оценки PMГ

### Расчет WACC

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| Безрисковая ставка, %              | 7%           |
| Коэффициент β                      | 1.47         |
| Стоимость акционерного капитала, % | 14.3%        |
| Стоимость заемного капитала, %     | 6.4%         |
| Долг/Капитал                       | 0.48         |
| <b>WACC, %</b>                     | <b>12.2%</b> |

Источник: оценки PMГ

### Оценка по ДДП

|  |            |
|--|------------|
| Темп роста в терминальном периоде, %             | 2.0%       |
| EBIT маржа в терминальном периоде, %             | 8%         |
| EBIT в 2017г., \$ млн.                           | 1 265      |
| Свободный денежный поток в 2017г., \$ млн.       | 1 012      |
| Σ дисконт. ден. потоков за 2012-2017гг., \$ млн. | 2 673      |
| Дисконт. терминальная стоимость, \$ млн.         | 5 582      |
| Справед. EV, \$ млн.                             | 8 255      |
| Чистый долг, \$ млн.                             | 3 956      |
| Стоимость доли Fortescue, \$ млн.                | 777        |
| Справед. капитализация, \$ млн.                  | 4 917      |
| Количество ГДР, млн.                             | 847        |
| <b>Справедливая стоимость 1 ГДР, \$</b>          | <b>5.8</b> |

Источник: оценки PMГ

### Анализ чувствительности

|                                      | WACC, % |       |       |       |       |
|--------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
|                                      | 9.6%    | 10.6% | 11.6% | 12.6% | 13.6% |
| Темп роста в терминальном периоде, % |         |       |       |       |       |
| 3.0%                                 | 9.74    | 7.99  | 6.62  | 5.52  | 4.62  |
| 2.5%                                 | 9.02    | 7.45  | 6.20  | 5.19  | 4.35  |
| 2.0%                                 | 8.39    | 6.97  | 5.82  | 4.89  | 4.11  |
| 1.5%                                 | 7.83    | 6.53  | 5.48  | 4.62  | 3.89  |
| 1.0%                                 | 7.33    | 6.15  | 5.17  | 4.37  | 3.68  |

Источник: оценки РМГ

### Сравнительная оценка

|                                    | EV / Выручка | EV / EBITDA | P / E | P / BV |
|------------------------------------|--------------|-------------|-------|--------|
| Базовые мультипликаторы            | 0.68         | 7.4         | 11.2  | 0.76   |
| Дополнительный дисконт/премия, %   | 0%           | 0%          | 0%    | 0%     |
| Целевые мультипликаторы            | 0.7          | 7.4         | 11.2  | 0.8    |
| Расчетная капитализация, \$ млн.   | 3 265        | 6 812       | 1 851 | 7 201  |
| Вес в оценке, %                    | 10%          | 40%         | 40%   | 10%    |
| Взвешенная капитализация, \$ млн.  |              | 4 512       |       |        |
| Кол-во ГДР                         |              | 846 647 231 |       |        |
| <b>Справедливая цена 1 ГДР, \$</b> |              | <b>5.3</b>  |       |        |

Источник: оценки РМГ

### Финальная оценка

|                                       | DCF-модель | Сравнительный метод |
|---------------------------------------|------------|---------------------|
| Справедливая цена, \$                 | 5.8        | 5.3                 |
| Вес, %                                | 75%        | 25%                 |
| <b>Окончательная целевая цена, \$</b> | <b>5.7</b> |                     |

Источник: оценки РМГ

## Мечел

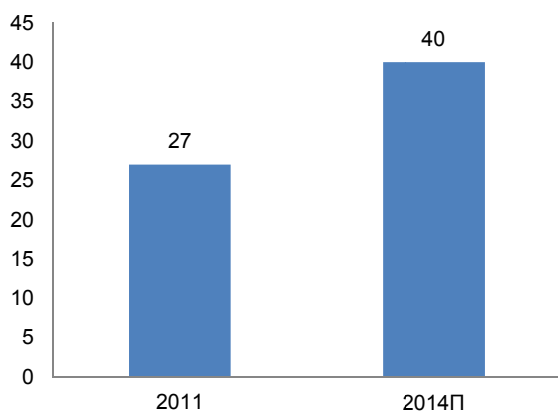
**Высокая долговая нагрузка останется пока новые проекты не начнут генерировать потоки**

Цикличность бизнеса и высокий долг Мечела увеличивают бэта-коэффициент его акций, что негативно влияет на рыночную цену.

Долговые проблемы компании были частично решены благодаря реструктуризации и изменению долговых ковенант. Однако, компания была вынуждена сократить программу капзатрат, сконцентрировав внимание на разработке Эльгинского угольного месторождения и универсального стана. Долговая нагрузка компании останется на высоком уровне до тех пор, пока не начнут поступать денежные потоки от роста добывающих и производственных мощностей.

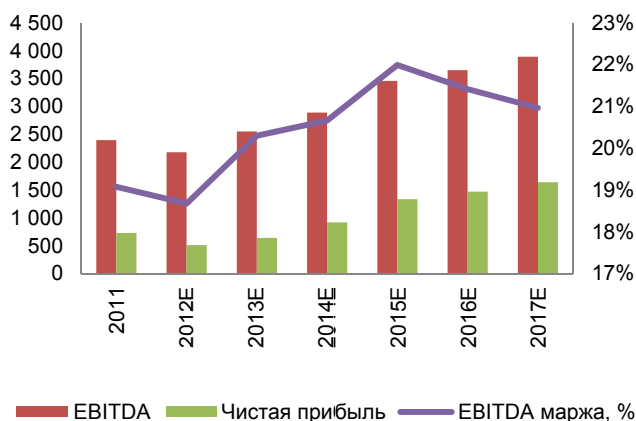
Мы полагаем, что цена акций Мечела начнет резко восстанавливаться, как только появятся первые признаки улучшения на рынке стали. Мы по-прежнему считаем инвестиции в Мечел высокорискованными, ввиду значительной долговой нагрузки, но недавние изменения, связанные с оптимизацией долгового портфеля, представляют собой неплохую причину для входа в акции компании. Мы повышаем нашу рекомендацию с Держать до Покупать с целевой ценой \$12.2 за акцию.

Рост производства угля, млн.т



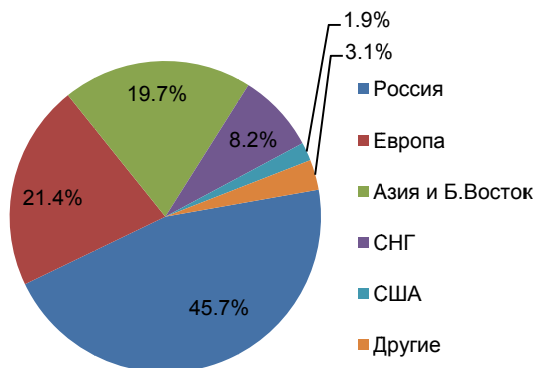
Источник: данные компании

Прогноз фин. показателей, \$ млн.



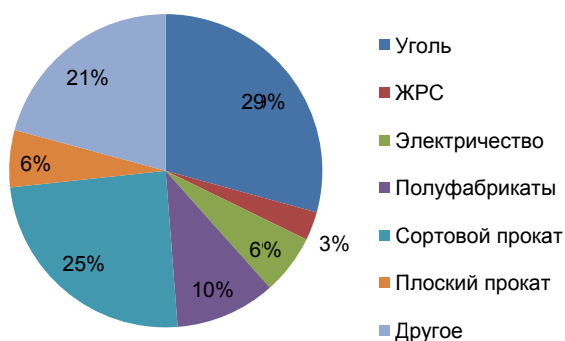
Источник: данные компании, оценки РМГ

Продажи по регионам



Источник: данные компании

Продажи по видам продукции



Источник: данные компании

**Финансовые показатели**

|   | 2009  | 2010  | 2011   | 2012о  | 2013о  | 2014о  | 2015о  | 2016о  | 2017о  |
|---|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Мультипликаторы</b>                    |       |       |        |        |        |        |        |        |        |
| EPS, \$                                   | 0.18  | 1.66  | 1.07   | 0.77   | 0.96   | 1.39   | 2.02   | 2.22   | 2.48   |
| EV/Выручка                                | 2.07  | 1.22  | 0.95   | 1.02   | 0.95   | 0.85   | 0.76   | 0.70   | 0.64   |
| EV/EBITDA                                 | 17.36 | 5.91  | 4.98   | 5.48   | 4.67   | 4.13   | 3.45   | 3.26   | 3.06   |
| P/E                                       | 40.99 | 4.52  | 3.90   | 5.77   | 4.61   | 3.22   | 2.22   | 2.01   | 1.81   |
| P/BV                                      | 0.72  | 0.63  | 0.58   | 0.55   | 0.51   | 0.46   | 0.41   | 0.36   | 0.32   |
| <b>Отчёт о прибылях и убытках, \$ млн</b> |       |       |        |        |        |        |        |        |        |
| Выручка                                   | 5 754 | 9 746 | 12 546 | 11 645 | 12 561 | 13 975 | 15 713 | 17 047 | 18 553 |
| Валовая прибыль                           | 1 793 | 3 597 | 4 325  | 3 867  | 4 195  | 4 781  | 5 660  | 6 090  | 6 414  |
| EBITDA                                    | 687   | 2 015 | 2 393  | 2 174  | 2 550  | 2 887  | 3 455  | 3 650  | 3 890  |
| EBIT                                      | 246   | 1 532 | 1 832  | 1 538  | 1 809  | 2 126  | 2 674  | 2 851  | 3 074  |
| Чистая прибыль (скор.)                    | 76    | 692   | 728    | 509    | 638    | 918    | 1 334  | 1 469  | 1 638  |
| <b>Рентабельность, %</b>                  |       |       |        |        |        |        |        |        |        |
| EBITDA маржа, %                           | 12%   | 21%   | 19%    | 19%    | 20%    | 21%    | 22%    | 21%    | 21%    |
| Чистая маржа, %                           | 1%    | 7%    | 6%     | 4%     | 5%     | 7%     | 8%     | 9%     | 9%     |

Источник: данные компании, оценки PMГ

**Прогноз денежных потоков, \$млн.**

|                                 | 2012о      | 2013о      | 2014о      | 2015о        | 2016о        | 2017о      |
|---------------------------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|------------|
| EBIT                            | 1 538      | 1 809      | 2 126      | 2 674        | 2 851        | 3 074      |
| Налог на прибыль                | 308        | 362        | 425        | 535          | 570          | 615        |
| EBIT*(1-T)                      | 1 230      | 1 447      | 1 701      | 2 139        | 2 281        | 2 459      |
| Износ и амортизация             | 637        | 741        | 761        | 781          | 799          | 815        |
| Капвложения                     | 1 400      | 1 100      | 1 000      | 1 000        | 1 000        | 1 000      |
| Изм. оборотного капитала        | -132       | 161        | 233        | 255          | 244          | 308        |
| <b>Свободный денежный поток</b> | <b>599</b> | <b>807</b> | <b>932</b> | <b>1099</b>  | <b>1055</b>  | <b>985</b> |
| Фактор дисконтирования          | 1.00       | 0.87       | 0.76       | 0.66         | 0.57         | 0.50       |
| <b>Диск. денежный поток</b>     | <b>599</b> | <b>807</b> | <b>932</b> | <b>1 099</b> | <b>1 055</b> | <b>985</b> |

Источник: оценки PMГ

**Расчет WACC**

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| Безрисковая ставка, %              | 7.0%         |
| Коэффициент β                      | 2.63         |
| Стоимость акционерного капитала, % | 22.1%        |
| Стоимость заемного капитала, %     | 7.2%         |
| Долг/Капитал                       | 0.95         |
| <b>WACC, %</b>                     | <b>14.8%</b> |

Источник: оценки PMГ

**Оценка по ДДП**

|  |             |
|--|-------------|
| Темп роста в терминальном периоде, %             | 2%          |
| EBIT маржа в терминальном периоде, %             | 17%         |
| EBIT в 2017г., \$ млн.                           | 3 136       |
| Свободный денежный поток в 2017г., \$ млн.       | 2 508       |
| Σ дисконт. ден. потоков за 2012-2017гг., \$ млн. | 5 477       |
| Дисконт. терминальная стоимость, \$ млн.         | 9 780       |
| Справед. EV, \$ млн.                             | 15 257      |
| Чистый долг, \$ млн.                             | 8 788       |
| Справед. капитализация, \$ млн.                  | 5 189       |
| Количество акций, млн.                           | 416.27      |
| <b>Справедливая стоимость 1 акции, \$</b>        | <b>12.5</b> |

Источник: оценки PMГ

**Анализ чувствительности**

| Темп роста в терминальном периоде, % | WACC, % |       |       |       |       |
|--------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
|                                      | 12.8%   | 13.8% | 14.8% | 15.8% | 16.8% |
| 3.0%                                 | 20.1    | 17.2  | 14.8  | 12.8  | 11.0  |
| 2.5%                                 | 18.4    | 15.8  | 13.6  | 11.8  | 10.2  |
| 2.0%                                 | 16.9    | 14.5  | 12.5  | 10.8  | 9.4   |
| 1.5%                                 | 15.5    | 13.4  | 11.5  | 10.0  | 8.6   |
| 1.0%                                 | 14.3    | 12.3  | 10.6  | 9.2   | 7.9   |

Источник: оценки РМГ

**Сравнительная оценка**

|                                      | EV / Выручка | EV / EBITDA | P / E | P / BV |
|--------------------------------------|--------------|-------------|-------|--------|
| Базовые мультипликаторы              | 0.68         | 6.3         | 12.3  | 0.72   |
| Дополнительный дисконт/премия, %     | 0%           | 0%          | 0%    | 0%     |
| Целевые мультипликаторы              | 0.7          | 6.3         | 12.3  | 0.7    |
| Расчетная капитализация, \$ млн.     | -847         | 4 637       | 5 016 | 4 107  |
| Вес в оценке, %                      | 0%           | 50%         | 50%   | 0%     |
| Взвешенная капитализация, \$ млн.    |              | 4 826       |       |        |
| Кол-во акций                         |              | 416 270 745 |       |        |
| <b>Справедливая цена 1 акции, \$</b> |              | <b>11.6</b> |       |        |

Источник: оценки РМГ

**Финальная оценка**

|                                       | DCF-модель  | Сравнительный метод |
|---------------------------------------|-------------|---------------------|
| Справедливая цена, \$                 | 12.5        | 11.6                |
| Вес, %                                | 75%         | 25%                 |
| <b>Окончательная целевая цена, \$</b> | <b>12.2</b> |                     |

Источник: оценки РМГ

**Префы опять торгуются с высокой доходностью**

Как мы и ожидали, Мечел объявил высокие дивиденды по привилегированным акциям за 2011г. (\$1.05), но цена акций упала на 23% после даты отсечки. Таким образом, текущая цена акций является привлекательной для инвесторов, заинтересованных в «дивидендных историях». Мы полагаем, что дивиденд за 2012г. составит \$0.7-0.75 с доходностью 14%. Мы сохраняем нашу рекомендацию Покупать по привилегированным акциям Мечела.

**Оценка привилегированных акций Мечела**

|                                      | 2012o       | 2013o | 2014o | 2015o | 2016o |
|--------------------------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| Чистая прибыль, \$ млн               | 509         | 638   | 918   | 1334  | 1469  |
| Дивидендные выплаты, \$ млн          | 102         | 128   | 184   | 267   | 294   |
| Дивиденд на акцию, \$ млн            | 0.73        | 0.92  | 1.32  | 1.92  | 2.12  |
| Дивидендная доходность, %            | 14%         | 18%   | 26%   | 38%   | 42%   |
| Фактор дисконтирования               | 1.00        | 0.85  | 0.72  | 0.61  | 0.52  |
| Ставка дисконтирования, %            | 18%         |       |       |       |       |
| Темп роста в терминальном периоде, % | 2%          |       |       |       |       |
| <b>Справедливая стоимость, \$</b>    | <b>10.6</b> |       |       |       |       |

Источник: оценки РМГ

---

Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе (далее по тексту – «Аналитические материалы»), опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Любые инвестиции в ценные бумаги или иные финансовые инструменты могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или недопустимыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об осуществлении инвестиций в указанные выше объекты требуется владение существенным опытом и знаниями в финансовой области, позволяющими правильно оценить риски и преимущества таких инвестиций.

Аналитические материалы могут использоваться инвесторами в Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Аналитические материалы не адресованы резидентам США, Великобритании, Канады, Австралии или Японии, а также инвесторам других юрисдикций, если только они не относятся к определенным видам инвесторов и не действуют в таких условиях, когда они, в соответствии с законодательством их юрисдикции, имеют право использовать Аналитические материалы. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не несет ответственности за использование Аналитических материалов инвесторами, не уполномоченными их использовать, в соответствии с законодательством их юрисдикции.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Рай, Ман энд Гор секьюритиз не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации.

Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании Рай, Ман энд Гор секьюритиз и могут быть изменены без уведомления. Рай, Ман энд Гор секьюритиз не обязано обновлять или исправлять неточности, содержащиеся в Аналитических материалах.

Ни Рай, Ман энд Гор секьюритиз, ни кто-либо из директоров, сотрудников, представителей, аффилированных лиц или лицензиатов компании не будут нести никакой ответственности за любые убытки, ущерб или иные последствия, возникшие в результате использования в практической деятельности всей либо части информации, содержащейся в Аналитических материалах.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, распространен или использован иным образом, полностью или частично, без предварительного письменного разрешения Рай, Ман энд Гор секьюритиз.

---

Все права защищены [Рай, Ман энд Гор секьюритиз](#), 2012