

Северсталь:

Россия feat. США

16 июля 2010

Присвоение рекомендации



Петропавловский Олег

Аналитик

+7 (495) 785 5336

opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Бадаев Эдуард

Ассистент

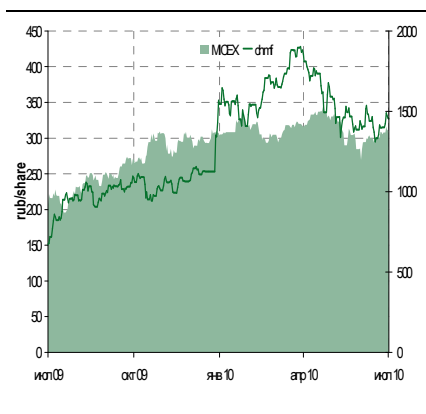
+7 (495) 785 5336

badaevee@msk.bcs.ru

Инвестиционное заключение

Ticker	CHMF
Price, \$	10.72
Fair value, \$	14.29
Upside	33%
Recom.	покупать

52w max	\$14.80
53w min	\$5.20
Market Cap	10 803
Free-float	~18%
P/E`10	-129.4
EV/S`10	1.3
EV/EBITDA`10	7.5
P/BV`10	1.6



Мы начинаем анализ акций ОАО «Северсталь». Согласно нашей оценке, справедливая цена компании без учета итальянской Lucchini составляет \$14.29 за акцию, потенциал роста от текущих котировок – 33%, в связи с чем мы присваиваем им рекомендацию «ПОКУПАТЬ». Мы считаем, что акции компании имеют дополнительный потенциал роста в случае возвращения Lucchini Северстали, однако это может произойти лишь при условии повышения долгосрочных цен на сталь на 10-15%.

Северсталь по итогам 2009 года заняла 13-е место в международном рейтинге сталелитейных компаний по объемам производства стали. Она объединяет активы по производству стали, сырья для нее и золота на четырех континентах. Наиболее крупный сегмент компании находится в России и является частично-интегрированным холдингом, который обеспечивает свои сталелитейные мощности наиболее необходимым сырьем.

Инвестиционная привлекательность. Перспективы Северстали на данный момент зависят в основном от американского рынка, т. к. российские мощности загружены почти на 100%, в то время как в США – лишь на 50%. Основными факторами инвестиционной привлекательности Северстали являются:

- Мы считаем, что автопром США, на который ориентированы большинство мощностей компании в этой стране, покажет в этом году 28-процентный темп роста производства новых автомобилей по сравнению с 2009 годом. Это позволит Северстали увеличить загрузку мощностей на 5%;
- Российские предприятия компании обеспечены наиболее необходимым сырьем (железная руда и коксующийся уголь) на 70-100%, что обеспечивает им конкурентное преимущество в ценах в период удорожания сырьевых материалов;
- Северсталь является одним из основных поставщиков металлопроката для российских автопроизводителей (АвтоВАЗ, Sollers, ГАЗ и пр.) и ведет работу по упрочению отношений с мировыми гигантами этой отрасли, которые строят производства в России (Volkswagen, Renault, Ford и пр.). Данное преимущество позволит компании увеличить продажи высокомаржинальных продуктов в среднесрочной перспективе;
- Несмотря на относительно высокую себестоимость производства золота (\$562/унция) по сравнению со среднемировыми показателями, высокорентабельный при текущем уровне цен на золото золотодобывающий бизнес обеспечит компании дополнительный приток средств в периоды спада активности на профильных для Северстали рынках.

Риски. Наибольший риск при инвестировании в акции Северстали, по нашему мнению, представляет конъюнктура цен на сталь и сырье для металлургии. В случае резкого изменения конъюнктуры на вышеуказанных рынках тот или иной сегмент компании может оказаться на грани рентабельности. Мы считаем, однако, что в краткосрочной перспективе этот риск вряд ли сможет реализоваться: несмотря на нестабильный и «прерывистый» спрос на металлопродукцию во всем мире, вероятность стабильного или растущего металлопотребления сейчас значительно выше, чем вероятность снижения спроса.

По информации Metal Bulletin, по итогам 2009 года Северсталь заняла 13-е место в мировом рейтинге крупнейших сталелитейных компаний. Компания ведет бизнес практически на всех континентах и состоит из нескольких сегментов.

Российская сталь

Российская сталь

Северсталь Российская сталь (РС) является наиболее эффективным сегментом компании. Бизнес Северстали в России состоит из пяти бизнес-направлений и трех десятков предприятий, интегрированных в одну структуру. Совместно с Северсталь-Ресурсом Российская сталь представляет собой вертикально-интегрированный сталелитейный бизнес.

Стальной сегмент

Стальной сегмент РС представлен основным металлургическим предприятием Северстали – Череповецким металлургическим комбинатом (ЧерМК), а также Трубопрокатным заводом Шексна (ТПЗ Шексна), Сервисным металлоцентром Колпино (СМЦ Колпино) и Ижорским трубным заводом (ИТЗ). Помимо этого стальной сегмент развивает проект запуска мини-завода в Саратовской области производственной мощностью в 1 млн т стали в год.

Череповецкий металлургический комбинат имеет установленную производственную мощность по выплавке стали на уровне 11.1 млн т в год, которая была снижена с 12 млн т в ноябре 2008 года по причине закрытия мартеновской печи. Мощности ЧерМК по прокатному производству составляют 10.2 млн т, комбинат производит металл для строительства, инфраструктуры, машино- и станкостроения.

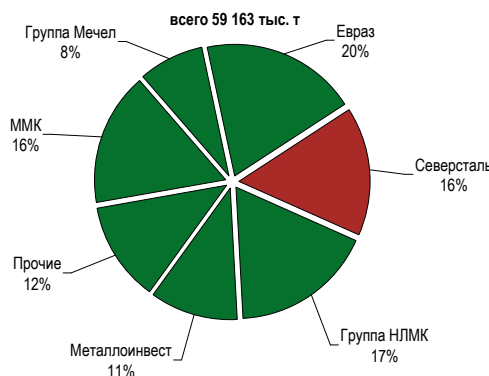
Мощности ЧерМК, тыс. т

Продукция	2009	Текущая мощность	Загрузка в 2009	2010Е	Загрузка в 2010
Сталь	9 548	12200	78%	10 726	88%
Г/к прокат	4 192	5 307	79%	4 958	93%
Х/к прокат	1 327	1 708	78%	1 360	80%
Прокат с покрытием	711	1 068	67%	621	58%
Сортовой прокат	662	2 074	32%	625	30%

Источник: данные компании, оценки БКС

Доля Северстали по производству стали в России в 2009 году

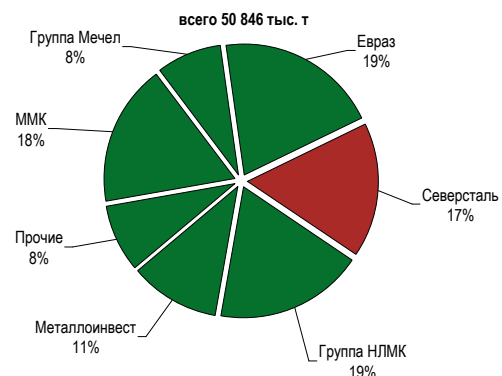
■ ММК ■ Группа Мечел ■ Евраз ■ Северсталь ■ Группа НЛМК ■ Металлоинвест ■ Прочие



Источник: Прайм-Тасс, Росстат,

Доля Северстали по производству проката в России в 2009 году

■ ММК ■ Группа Мечел ■ Евраз ■ Северсталь ■ Группа НЛМК ■ Металлоинвест ■ Прочие



Источник: Прайм-Тасс, Росстат,

ТПЗ Шексна находится недалеко от ЧерМК, в Вологодской области, и занимается производством сварных труб (до 250 тыс. т в год). Предприятие является одним из последних реализованных проектов Северстали. Сырье для завода будет поступать с ЧерМК, а продукция поставляться строительной, инфраструктурной и машиностроительной отраслям.

СМЦ Колпино занимается переработкой толстого листа, произведенного на собственном стане-5000 общей мощностью 600 тыс. т проката в год. Предприятие обрабатывает толстый лист под заказы потребителей из судостроения, машиностроения и строительной отрасли. Оставшийся стальной лист поставляется на Ижорский трубный завод для производства труб большого диаметра.

Ижорский трубный завод также расположен в Колпино и встроен в единую производственную цепочку с СМЦ и станом-5000. Общая мощность завода по производству труб большого диаметра (ТБД) составляет 600 тыс. т в год. ТБД используются для магистральных трубопроводов в нефтегазовой отрасли. ИТЗ работает на внутреннем рынке в основном с Транснефтью и Газпромом. Одним из последних крупных контрактов для завода стала поставка 130 тыс. т труб для второй очереди нефтепровода ВСТО.

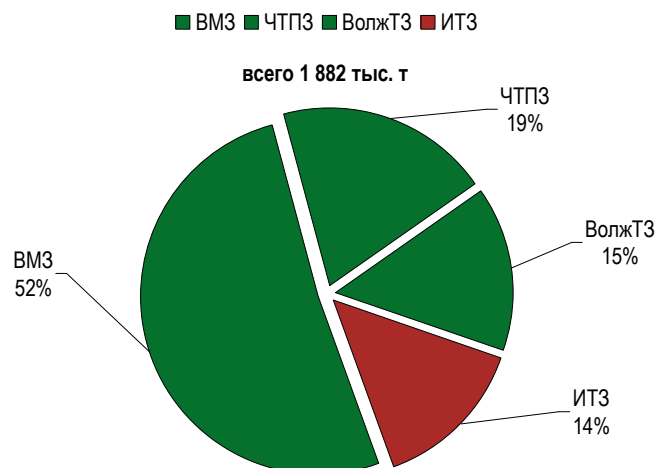
СП для автопрома. Недавно Северсталь объявила о запуске двух совместных предприятий в Калужской области: металлоцентра Северсталь-Гонварри-Калуга (инвестиции – 40 млн евро, мощность – 170 тыс. т металлопроката в год) и штамповочного производства Гестамп-Северсталь-Калуга (инвестиции – 89 млн евро, мощность – 13 млн штампованных деталей). Доля Северстали в вышеуказанных СП составляет 25.02% и 50% соответственно. В ближайшее время компания не будет поставлять свой прокат на данные производства, т. к. еще не прошла сертификацию в Volkswagen, под продукцию которого создавались предприятия.

Мощности ИТЗ, тыс. т

Продукция	2009	Текущая мощность	Загрузка в 2009	2010Е	Загрузка в 2010
ТБД	267	600	45%	422	70%

Источник: данные компании, оценки БКС

Доля ИТЗ в российском производстве ТБД в 2009 году



Источник: Металл-Курьер

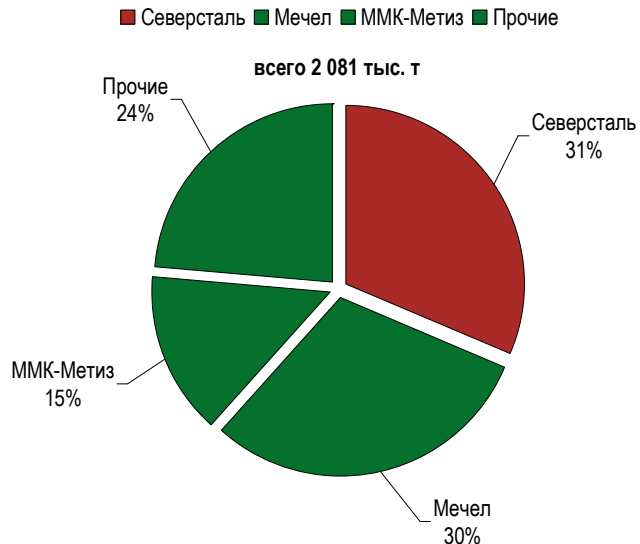
Метизный сегмент

В метизный сегмент Российской стали входит 9 предприятий, производящих крепежные изделия, канаты, проволоку, сетку и т. п. Заводы компании расположены в России (Орловский и Волгоградский заводы, ЮниФенс, Стиллейс, ЮниСпринг, Орелкорд, Сварочные материалы), Украине (Днепромметиз) и Италии (Radelli). Продукция сегмента в основном предназначена для строительных работ, мебельной отрасли, авто- и машиностроения.

По данным Ассоциации РосМетиз, в 2009 году Северсталь заняла первое место по производству метизов на российском рынке с 31-процентной долей данного сегмента. В январе 2010 года Северсталь закрыла завод Carrington Wire (Великобритания; мощности – более 150 тыс. т метизов в год): оборудование перевезено на российские заводы, недвижимость компания планирует продать.

Продукция	Мощности Северсталь-метиза, тыс. т				
	2009	Текущая мощность	Загрузка в 2009	2010Е	Загрузка в 2010
ТБД	654	1 220	54%	748	61%

Источник: данные компании, оценки БКС

Доля Северстали в российском производстве метизов в 2009 году**Ломозаготовительный сегмент**

Закупкой, переработкой и сортировкой лома черных металлов в Российской стали занимаются две организации – Северсталь Втормет (Москва) и Северсталь Вторчермет (Санкт-Петербург). Ломозаготовительные площадки, находящиеся под управлением Северсталь-Втормета, расположены в Нижегородской, Тульской, Мурманской, Архангельской, Ярославской, Вологодской, Ивановской, Костромской, Кировской, Ростовской, Московской, Ленинградской областях, в Санкт-Петербурге, на территории Татарстана, республик Карелии и Коми. В 2008 году данный сегмент обеспечивал 30-35% необходимого ЧерМК объема лома.

Сбытовой сегмент

В сбытовой сегмент РС входит 5 компаний, занимающихся реализацией продукции на рынках Восточной и Западной Европы, в том числе на рынках стран СНГ.

Сервисный сегмент

Сервисный сегмент Российской стали включает в себя предприятия по производству огнеупоров и конструкций из них, ремонту, строительству и проектированию производственных и непроизводственных мощностей.

Предприятия сегмента осуществляют работу как в интересах Северстали, так и для прочих российских заказчиков. Помимо этого в состав РС входит стивидорная компания Нева-Металл, осуществляющая перевалку и хранение различных грузов, в том числе продукции Северстали, в порту Санкт-Петербурга.

Программа развития

Согласно среднесрочным планам компании, до 2013 года Северсталь Российская сталь намерена развивать следующие направления:

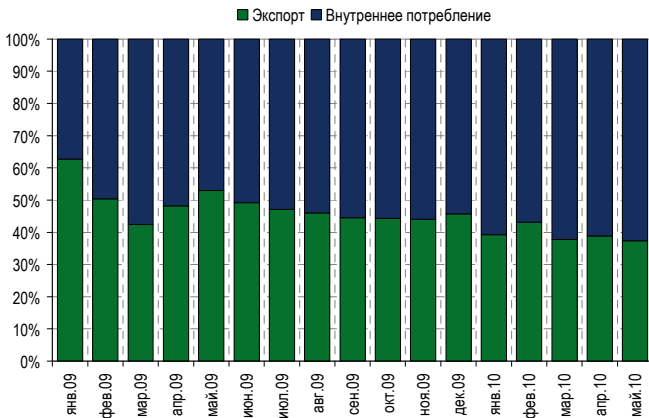
- 11.3 млрд руб. будет направлено до 2013 года на расширение и реконструкцию объектов промзоны «Ижорские заводы» (сервисного металлоцентра и ИТЗ). Планируется расширение существующего производства листопрокатного цеха №3 и увеличение объема производства толстолистового проката до 1.5 млн т, строительство комплекса по переработке металлопроката в составе сервисного металлоцентра и цеха штамповочного производства, строительство складского комплекса с организацией работ складских территорий.
- За счет модернизации конвертерного цеха на ЧерМК Северсталь планирует произвести 9.5-9.7 млн т конвертерной стали в 2010 году и 10.5 млн т – в 2011 году. Всего на модернизацию цеха будет потрачено в 2010-2011 годах более 1 млрд руб.
- Одним из основных проектов РС является строительство мини-завода в Саратовской области, в г. Балаково. О начале проекта Северсталь заявила еще в 2007 году, однако закладка фундамента завода была произведена лишь в начале июля текущего года, что связано с мировым финансовым кризисом. Мощность завода – 1 млн т сортового проката в год, а его запуск намечен на 2013 год. Общая сумма инвестиций в проект, по планам компании, составит порядка 15 млрд руб.
- В 2007 году Северсталь планировала построить еще один мини-завод по производству сортового проката в Нижегородской области, однако компания пока не определилась с местом начала возведения предприятия и сейчас также рассматривает Ивановскую область в качестве площадки для него. Менеджмент Северстали планирует вернуться к проекту второго мини-завода через три года.

Российский рынок

По данным Росстата и Металл-Курьера, баланс российского рынка находится в профиците. В январе 2009 году внутренний рынок потребил лишь 37% всего произведенного проката, а средний уровень внутрироссийского спроса в прошлом году составил 52%. С начала 2010 года ситуация на внутреннем рынке начала улучшаться: российские предприятия потребляют более 60% произведенного российскими компаниями проката, однако уровень экспорта все еще находится на достаточно высоком значении – 38-40%.

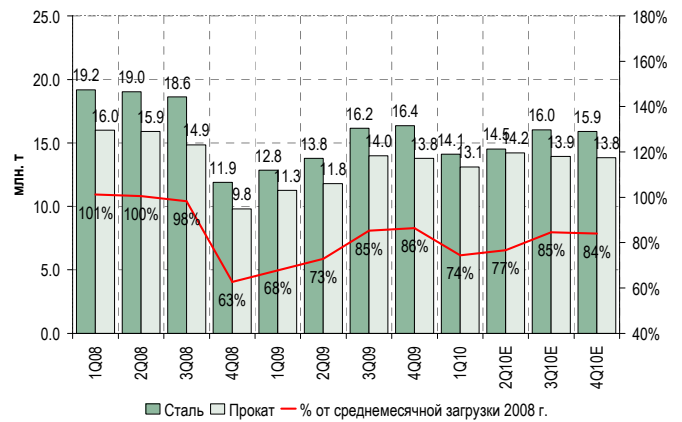
По нашим прогнозам, в России в этом году будет произведено 60.8 млн т стали, что на 2.8% выше уровня 2009 года. Загрузка мощностей российских металлургов во второй половине года составит 84-85% от докризисного уровня, однако крупнейшие игроки будут работать на предельной мощности.

Экспорт и внутреннее потребление металлопроката в РФ



Источник: Росстат, Матулл-Курьер, оценка БКС

Уровни производства и загрузки мощностей российских металлургов



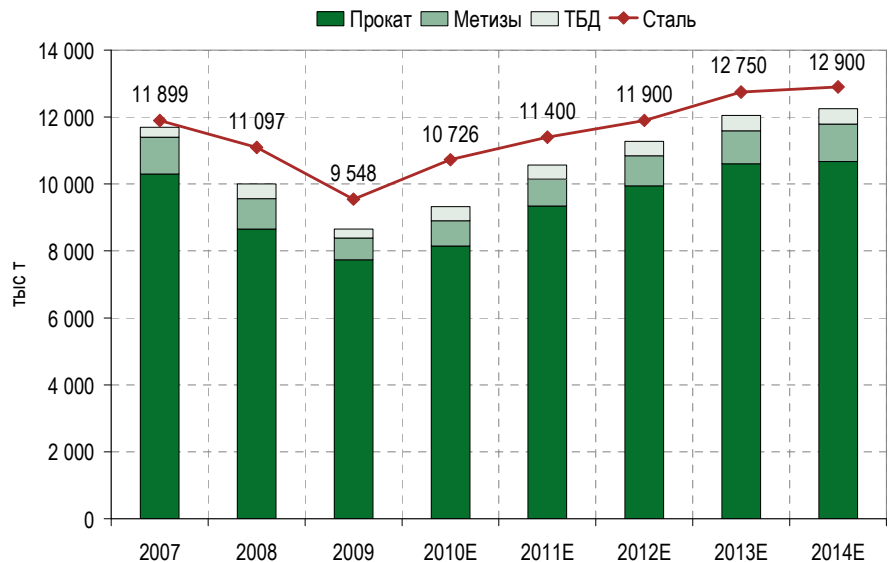
Источник: Росстат, прогноз БКС

Прогноз

Мы считаем, что на 2010 год российские производители будут все еще сильно зависеть от экспортных поставок, т. к. внутренний рынок выглядит достаточно слабым, особенно учитывая то, что сейчас по-прежнему действует программа утилизации автомобилей, которая позволила автопрому повысить загрузку мощностей.

По нашим прогнозам, загрузка мощностей Российской стали в этом году будет находиться на уровне 88% с учетом запуска доменной печи №2. В 2011 году данный показатель достигнет значения в 93%, а в последующие годы составит 97-98% с учетом запуска в 2013 году завода в Балаково.

Прогноз объемов производства Северстали РС



Источник: данные компании, прогноз БКС

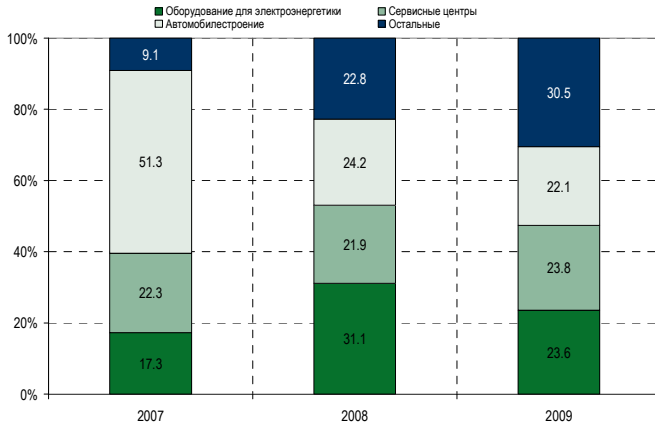
Северная Америка

Основная деятельность

Северсталь Северная Америка (ССА) производит горячекатаный и холоднокатаный прокат, листы с покрытием, листы из жести, а также слябы и передельный чугун. Сталелитейные мощности представлены заводами Sparrows Point, Dearborn, Wheeling, Columbus и Warren; производством кокса занимается Mountain State Carbon. В США также действует компания PBS Coals, которая входит в состав дивизиона Северсталь Ресурс и занимается производством и реализацией концентрата коксующегося и энергетического углей.

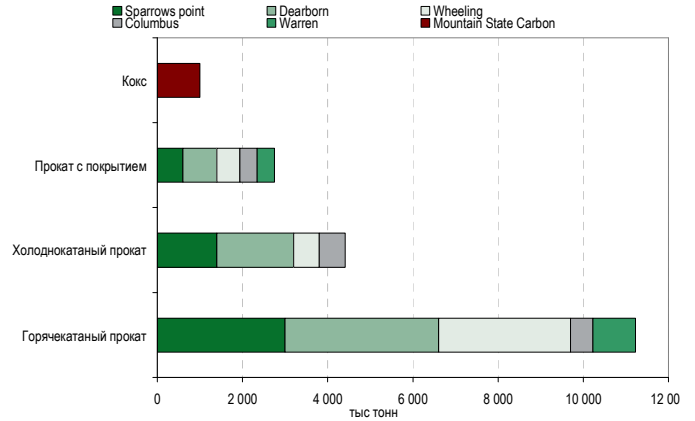
Основная доля продаж Северстали в США традиционно приходится на предприятия, специализирующиеся на автомобилестроении, строительстве и металлосервисе, а также производстве оборудования для электроэнергетики. Оставшаяся часть в основном распределена между трубопрокатными заводами, сельским хозяйством и строительством. Доля экспорта в выручке незначительна (4-7%), большая часть его приходится на канадских покупателей.

Выручка ССА по отраслям



Источник: данные компании

Мощности ССА по видам продукции



Источник: данные компании

Совместные предприятия

Dearborn владеет половиной компании Double Eagle Steel Coating, а также 48-процентной и 49-процентной долями в предприятиях Spartan Steel Coating и Delaco Processing соответственно. Sparrows Point принадлежит 50% компании Bethlehem Roll Technologies, а Wheeling имеет половину голосов в совместном предприятии Ohio Coatings.

Предприятия с участием ССА

Компания	Продукция/услуги	Выпуск продукции, тыс. т/год
Double Eagle Steel Coating	Электрооцинкованный лист	789
Spartan Steel Coating	Горячеоцинкованный лист	544
Ohio Coatings Company	Луженая сталь	300
Delaco Processing	Продольная резка стальных листов и полос	-
Bethlehem Roll Technologies	Вальцешлифование	-

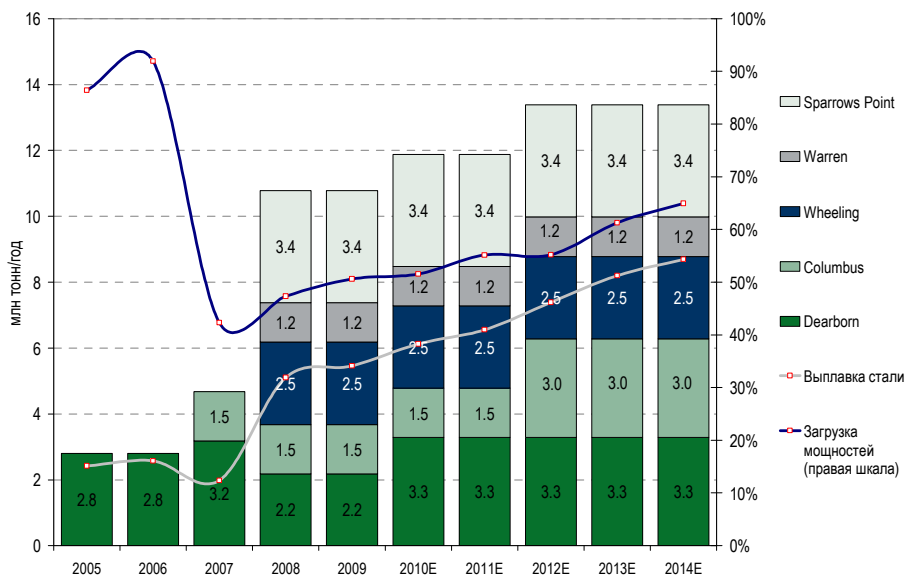
Источник: данные компании

Сталеплавильные мощности и планы по модернизации

В начале 2010 года было объявлено, что на заводе Dearborn возобновятся работы по модернизации линии для нанесения горячего покрытия, замене стана тандема холодного проката и травления, что позволит увеличить ежегодный объем выпуска холодного проката с 1.65 млн т до 2.1 млн т в 2011 году.

Также в 2012 году планируется ввести вторую фазу завода Columbus: плавильные мощности вырастут вдвое – до 3 млн т, будут установлены дополнительные агрегаты для цинкования и травления. Учитывая исключительно удачное расположение завода рядом с фабриками автопроизводителей, это существенно укрепит позиции Северстали на авторынке США.

Мощности по выплавке стали



Источник: данные компании, прогноз БКС

Рынки сбыта

В III квартале 2009 года спрос на сталь начал восстанавливаться благодаря увеличению потребления металлопродукции в Китае и Индии, а также возвращению спроса на докризисные уровни во многих странах Азиатско-Тихоокеанского региона и Ближнего Востока. Как следствие, произошел рост цен на сырье и саму сталь. В связи с этим в январе 2010 года CCA довела уровень загрузки коксопроизводящих мощностей в Mountain State Carbon до максимума – 1 млн т; в апреле 2010 года на заводе Warren были возобновлены сталелитейное производство и выпуск горячего проката; мощности холодной прокатки Wheeling были запущены в декабре 2009 года.

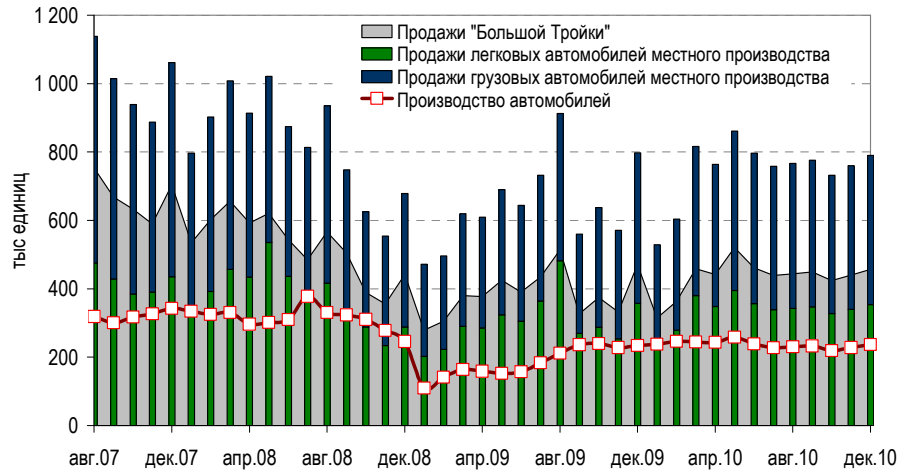
2008 год сложился крайне неудачно для автопрома США, в связи с чем его доля в продажах CCA сократилась в 2 раза. Рост спроса со стороны данной отрасли является крайне желательным, так как значительная часть мощностей сегмента ориентирована на обеспечение нужд автопроизводителей.

За 2009 год производство автомобилей выросло в 2 раза, хотя еще не достигло докризисного уровня в 300-330 тыс. новых автомобилей ежемесячно. Предоставляя выгодные условия клиентам, автопроизводители активными темпами наращивают объемы продаж: в мае продажи Ford превзошли уровень января на 32%, а General Motors – 52%.

За последние 12 месяцев объемы затрат на товары длительного пользования, в число которых входят и автомобили, в Америке росли в среднем на 0.7%, стабильно занимая десятую часть доходов американских граждан. Следуя данной динамике, мы ожидаем, что по итогам 2010 года число проданных в США авто составит примерно 11.7 млн единиц, что предполагает рост на 12% относительно прошлого года.

Ежемесячное производство новых автомобилей обычно составляет 29-32% от количества продаж автомобилей местного производства, на долю которых традиционно приходится ¾ всех продаж в США. При сохранении данной тенденции мы ожидаем увеличения производства автомобилей на 28% по итогам 2010 года – до 2.8 млн штук.

Динамика восстановления автопрома США

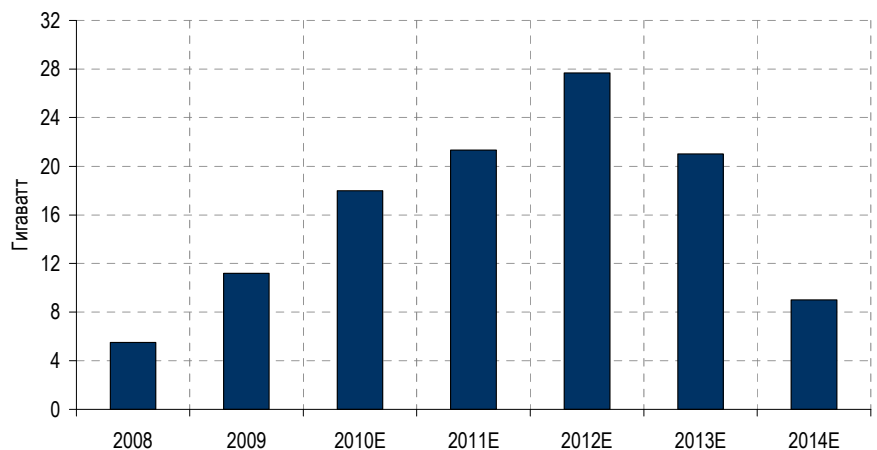


Источник: Bloomberg, прогноз БКС

В 2008 и 2009 годах потребление электричества в Америке впервые снижалось два года подряд, однако это не оказало негативного влияния на строительство новых генерирующих мощностей. Министерство энергетики США прогнозирует возвращение энергопотребления на докризисный уровень уже к концу 2011 года.

По данным National Energy Technology Laboratory (NETL), по итогам 2010 года суммарная мощность новых генерирующих заводов, работающих на газе и угле, превысит аналогичный показатель прошлого года на 63%. В связи с этим стабильным будет спрос на специальное оборудование, агрегаты для новых заводов и, соответственно, на сталь для их производства.

Новые энергогенерирующие мощности (сырье: уголь и газ)

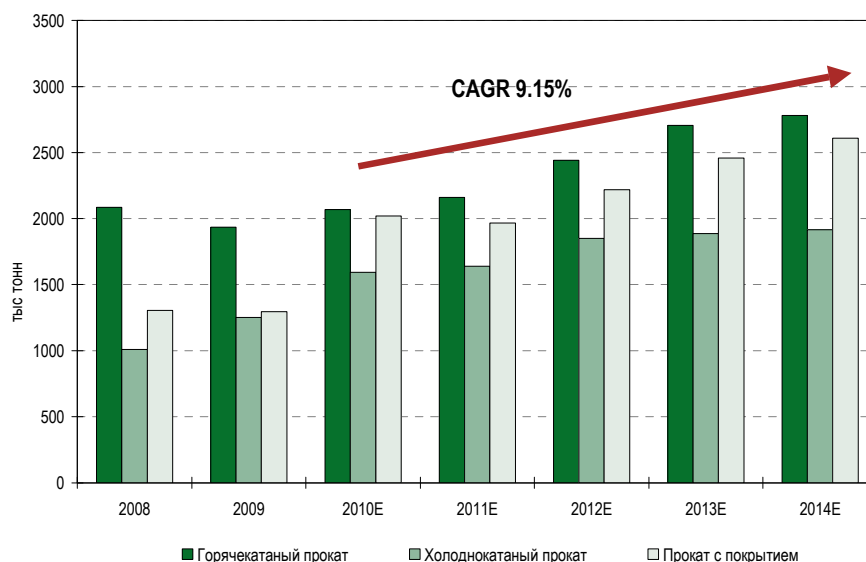


Источник: NETL

Наши ожидания

В соответствии с прогнозом World Steel Association в 2010 году потребление стали в США увеличится на 27%, в следующем году – еще на 7%. Неоднозначная макроэкономическая статистика США пока не дает нам поводов для подобного оптимизма относительно результатов ССА в текущем году – мы полагаем, что по итогам года объем выплавки стали повысится на 12%, выпуск горячекатаного проката – на 7%, холоднокатаного – на 27%, а оцинкованной стали – на 56%. Более того, в случае необходимости мы можем увидеть остановку мощностей, как это было сделано недавно в Sparrows Point.

Производство основных видов проката



Источник: прогноз БКС

В дальнейшем, по нашему мнению, ССА будет наращивать выплавку стали каждый год в среднем на 9% на фоне общего восстановления экономики (консенсус-прогноз роста ВВП США до 2013 года – около 3% ежегодно). Реализация упомянутых выше планов ССА, учитывая стремление увеличить производство продукции с большей добавленной стоимостью, позволит довести долю проката с покрытием в своем сортаменте до 37%.

Lucchini

Заводы предприятий Piombino (Италия) и Ascometal (Франция) составляют основу группы Луккини с общей мощностью по производству стали в 4.2 млн т в год, в которую также входят центры продаж по всей Европе. Мощности группы ориентированы преимущественно на выпуск длинного проката для железнодорожного полотна, металлоизделий для строительного сектора, автомобиле- и машиностроения.

В марте текущего года благодаря покупке 20% Северсталь довела долю своего участия в группе Луккини до 100%. В общей сумме затраты на приобретение 100% группы, по нашим оценкам, составили немногим менее 1 млрд евро.

Из-за упавшего спроса на стальную продукцию и, как следствие, снизившихся цен, а также из-за неэффективных мер по урезанию издержек по итогам 2009 года европейская группа показала убыточный результат по EBITDA в \$202.8 млн. Хуже был только дивизион ССА (-\$654 млн), который, однако, в этом году имеет больше поводов для восстановления: по прогнозу World Steel Association, в США потребление стали вырастет на 26.7% по сравнению с 13.6-процентным увеличением в Европе.

В конце июня 50.8-процентная доля была приобретена компанией, принадлежащей господину Мордашову, за 1 евро. За Северсталью оставлено право на получение всего дохода от продажи этой доли третьей стороне, а также возможность купить ее по той же цене в случае необходимости. Таким образом, убыточный актив временно не будет оказывать негативного влияния на консолидированные показатели холдинга. Мы полагаем, в случае улучшения конъюнктуры на европейском рынке в 2011-2012 годах группа Луккини может быть выкуплена обратно, а в ближайшее время продажа третьей стороне по цене выше 1 млрд евро маловероятна. В нашей оценке справедливой стоимости Северстали мы не учитываем результаты деятельности Луккини.

Северсталь Ресурс

Предприятия дивизиона и их деятельность

Горнодобывающий дивизион Северсталь Ресурс (СР) объединяет компании железорудного, угольного и золотодобывающего сегментов, а также предприятие по производству феррониобия.

Железная руда и коксующийся уголь являются основными видами сырья для производства стали. Энергетический уголь активно используется в энергогенерации. При выплавке стали с целью улучшения ее качественных характеристик в качестве легирующего компонента применяется, в частности, феррониобий, добываемый из руды ниобия.

Железорудный сегмент

Карельский окатыш

Основные виды товарной продукции – железорудный концентрат и железорудные окатыши. Сырьевую базу для производства составляют два месторождения (Костомукшское, Корпангское) и Южно-Корпангский участок:

- для руды первого месторождения характерно содержание железа на уровне 25-32%;
- для второго – около 33%.

Месторождение	Запасы руды (B+C1), тыс. т	Мин. уровень добычи руды, тыс. т/год
Костомукшское	244 541	14 000
Корпангское	297 179	7 000
Южно-Корпангский участок*	60 000	-

*на стадии разработки (предварительная оценка)

Источник: данные компании

Производственные характеристики

Продукция	2009 год, тыс. т	Мощности, тыс. т/год
Железорудные окатыши	8 533	10 000
Железорудный концентрат	9 302	10 800
Железная руда	25 931	26 500

Источник: данные компании

Оленегорский ГОК

Комбинат ориентирован на производство железорудного концентрата. Сырьевая база представлена 7 месторождениями со средним содержанием железа в руде более 27%:

Месторождение	Запасы руды (B+C1), тыс. т	Остаток запасов на 01.01.2010, тыс. т	Мин. уровень добычи руды, тыс. т/год
Оленегорское	487 929	7 716 (открыт. разработка); 386 614 (подзем. разработка);	787.6 (открыт. разработка); 263.3 (подзем. разработка);
Кировогорское	149 060	23 728	837
Бауманское	61 000	4271	218
15 лет Октября	33 185	19 218	370
Комсомольское	148 149	135 106	562
Куркенпахк*	19 259	-	-
Южно-Кахозерское**	24 128	-	-

*новая лицензия (запасы категории C2)

**участок Восточный (запасы категорий C1+C2)

Источник: данные компании

Производственные характеристики

Продукция	2009 год, тыс. т	Производственные мощности, тыс. т/год
Железоруд. концентрат	4 794	5 000
Железная руда	14 108	н/д

Источник: данные компании

Угольный сегмент

Воркутауголь

Компания производит уголь ценных для металлургии марок Ж (жирный) и К (кокосый), а также более универсальной марки ГЖО (газово-жирный уголь), которая может быть использована как в коксовании, так и в энергогенерации.

Добычей угля марки Ж занимаются шахты Воркутинская, Северная, Заполярная, Комсомольская, марки ГЖО – шахта Воргашорская, а марки К – разрез Юньягинский.

Производством концентрата из рядового угля занимается центральная обогатительная фабрика Печорская, ежегодная мощность переработки рядового угля которой составляет 6.9 млн т с последующим получением 4.2 млн т концентрата коксующегося угля. Также Воркутауголь имеет две дополнительные обогатительные фабрики при Воркутинской и Северной шахтах.

Месторождение	Запасы угля (доказанные и прогнозные), тыс. т	Мин. уровень добычи (по углю), тыс. т/год
Воркутское	461 150	4 570
Юньягинское	877	-

Источник: данные компании, оценка БКС

Производственные характеристики

Продукция	2009 год, тыс. т	Производственные мощности (по углю), тыс. т/год
Конц. кокс. угля	4 100	8 000
Энергетич. уголь	2 400	2 500

Источник: данные компании, оценка БКС

PBS Coals

Приобретенная в конце 2008 года американская PBS Coals производит концентрат металлургического и энергетического угля. Добыча рядового угля ведется в 7 точках путем открытой разработки и в 5 – подземным способом.

Производственные характеристики

Продукция	2009 год, тыс. т	Производственные мощности (по углю), тыс. т/год
Конц. кокс. угля	904	1870
Конц. энергетич. угля	1 476	1530

Источник: данные компании, оценка БКС

Золотодобывающий сегмент

Данный сегмент значительно прибавил в последнее время благодаря приобретению новых активов и имеет большой потенциал для дальнейшего роста.

Производственные характеристики

Компания	Рудники	Страна	Ресурсы (подсчитанные и предполагаемые), млн унц.	Содержание металла, гр/тонна руды	Запасы (доказанные и прогнозные), млн унц.	Содержание металла, гр/тонна руды	Производство (2009 год), млн унц.
High River Gold (68.88%)*	Тапарко-Бурум (90%)*	Буркина Фасо	0.989	2.81	0.800	2.81	0.100
	Бизза (90%)*		0.926	1.81	-	-	на стадии разработки
	Ирокинда (85%)*	Республика Бурятия	0.196	15.36	0.184	11.53	0.075
	Зун-Холба (85%)*		0.273	14.90	0.250	10.8	0.074
	Березитовый (99%)*	Амурская Область	1.138	2.52	1.040	2.32	0.087
	Березитовый- серебро (99%)	Амурская Область	5.731	12.7	5.243	11.71	н/д
Celtic Resources	Прогноз-серебро (50%)*	Республика Саха	102	704	-	-	на стадии разработки
	Суздаль	Казахстан	1.4	8.3	н/д	н/д	н/д (0.100)
Рудник Апрелково	Жерек		1.6	4.8	н/д	н/д	н/д (0.100)
	Погромное	Читинская Область	3.351**	н/д	0.776	2.01	н/д (0.056)
Нерюнгри- металлик	Таборное	Республика Саха	2.469	н/д	0.529	0.8	н/д (0.048)
Crew Gold (36.22%)*	месторождения в Гвинее		4.625	1.2	2.998	1.4	0.178

*приведенные в строке данные необходимо рассматривать пропорционально указанным долям

**ресурсы категорий P1+P2+P3 в соответствии с российской классификацией

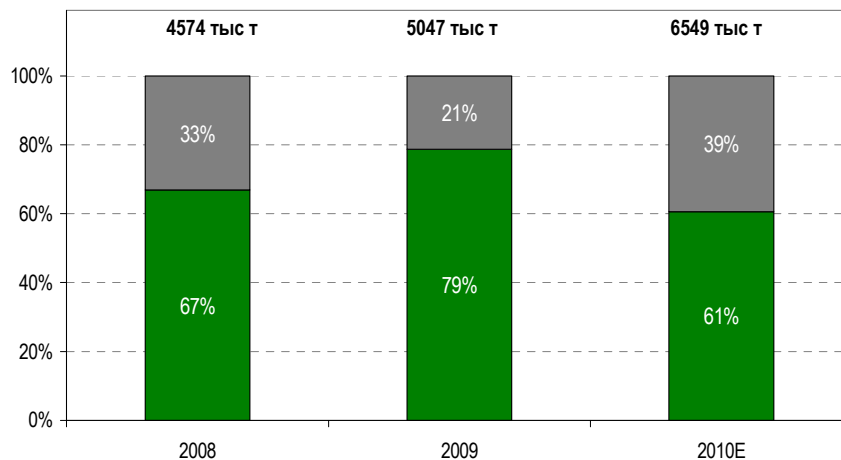
Источник: данные компании, оценка БКС

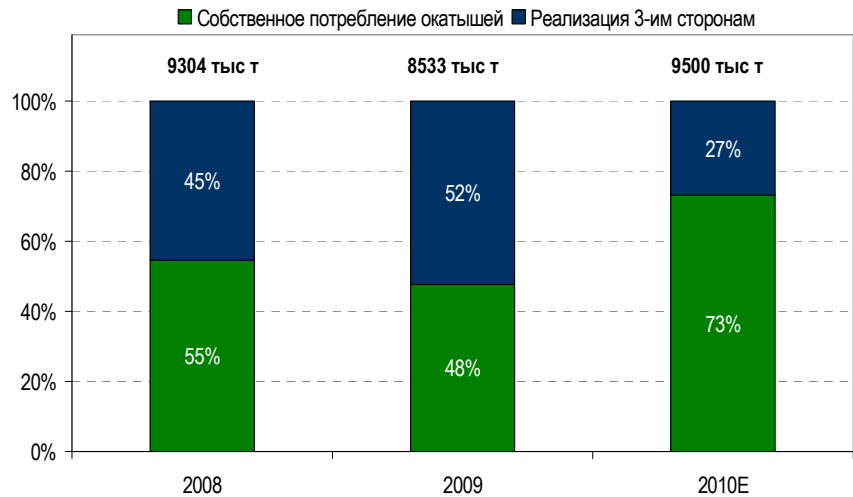
Основа вертикальной интеграции

Высокая степень обеспеченности собственными источниками сырья в условиях роста мировых цен на него делает Северсталь более конкурентоспособной и устойчивой. Продукция дивизиона СР потребляется в основном Череповецким металлургическим комбинатом, а также собственными сталеплавильными заводами, расположенными в Европе и США.

Динамика закупок собственных ресурсов

■ Собственное потребление концентрата угля ■ Реализация 3-им сторонам





Источник: данные компании

Планы дальнейшего развития

На некоторых производствах дивизиона СР запланированы или уже осуществляются проекты по замене и модернизации оборудования, исследованию и внедрению новых технологий, а также наращиванию объемов добычи.

Уголь

- Воркутауголь собирается использовать технологию сухого обогащения угля, которая позволит увеличить качество шихты путем уменьшения остаточного содержания влаги;
- На шахте Северная ведется установка электрогенераторной станции мощностью 16 МВт, что позволит полностью обеспечить потребности шахты в электроэнергии благодаря использованию шахтного метана;
- Воркутауголь разработала программу по увеличению объемов добычи и обогащения угля вплоть до 2020 года;
- В 2010 году планируется произвести около 7 млн т угля, большая часть которого – концентрат коксующегося;
- Намеченная реконструкция Печорской обогатительной фабрики позволит довести ее мощность до 7.8 млн т по завершении первого этапа, до 9.5 млн т – после второго;
- В 2018 году Воркутауголь планирует вывести из эксплуатации шахту Комсомольская Воркутского месторождения в связи с выработкой ее запасов к тому времени.

Железная руда

- Оленегорский ГОК рассчитывает провести реконструкцию Комсомольского карьера для увеличения мощности, начать эксплуатацию новых разрезов на месторождениях Куркенпахк (2010), Кахозерское (2012), Аномальное (2014). Ежегодная суммарная добыча ожидается на уровне 13-15 млн т руды, что предполагает увеличение производства концентрата до 5 млн т в год и продление срока деятельности комбината более чем на 40 лет;
- Приобретение 16.5-процентной доли Core Mining дополнит ресурсную базу Северстали двумя месторождениями: Авима в Республике Конго и Канго в Республике Габон. Проекты находятся на стадии геологоразведки, однако предварительная оценка Авимы свидетельствует о 500 млн т железной руды, 1/5 часть которых не нуждается в обогащении (содержание железа более 60%);
- Участие в проекте Putu в Либерии (доля Северстали – 61.5%) обеспечит наличие дополнительных 12-15 млн т железорудного концентрата в год. Запасы месторождения оценены в 1.08 млрд т железной руды с содержанием железа 37.6%. Начать производство планируется в 2016 году.

Золото

- High River Gold в дальнейшем собирается нарастить объемы производства Березитового и Тапарко-Бурум, а также увеличить резервы Ирокинды и Зун-Холбы;
- Crew Gold продолжает программу по увеличению надежности и производительности своих заводов, планируя потратить \$75 млн на геологоразведку, устранение существующих неисправностей, реконструкцию добывающих установок и покупку дополнительного оборудования;
- В июне была начата процедура банкротства ООО «Прогноз-серебро» вследствие неуплаты задолженности в пользу Бурятзолота (в котором High River Gold владеет 85-процентной долей) в размере \$17.9 млн за оказанные услуги по геологоразведке на месторождении серебра «Прогноз». Скорее всего, лицензия на данное месторождение так или иначе окажется в распоряжении Северстали по итогам продажи имущества должника. Таким образом, отпадет необходимость в покупке оставшейся половины ООО «Прогноз-серебро», принадлежащей предположительно менеджерам Бурятзолота, не разделяющим интересы Северстали. Ранее они предлагали свою долю за \$232 млн.

Операционный прогноз

Реализация 3-им лицам, тыс т	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Российская сталь							
Сталь	11 097	9 548	10 726	11 400	11 900	12 750	12 900
Полуфабрикаты	1 218	868	768	969	952	893	839
Г/к прокат	4 209	4 192	4 972	4 959	5 058	4 781	4 515
Х/к прокат	1 358	1 327	1 360	1 596	1 666	1 823	1 858
Оцинкованный прокат	669	490	445	661	690	765	800
Прокат с покрытием	220	221	176	251	274	306	335
Сортовой прокат	1 291	662	625	1 026	1 309	2 040	2 322
Метизы	908	654	748	798	893	982	1 122
ТБД	438	267	422	422	428	459	464
Прочая трубная продукция	438	427	454	490	500	529	542
Северная Америка							
Сталь	5 100	5 455	6 122	6 550	7 400	8 200	8 700
Г/к прокат	2 087	1 934	2 162	2 227	2 516	2 788	2 958
Х/к прокат	1 009	1 251	1 595	1 638	1 850	1 886	1 914
Оцинкованный прокат	1 305	1 295	2 023	1 965	2 220	2 460	2 610
Прокат с покрытием	17	60	68	131	222	410	609
Метизы	62	91	80	131	148	164	174
Северсталь Ресурс							
Концентрат коксующегося угля	1 516	1 078	2 581	2 160	2 340	2 400	2 400
Энергетический уголь	2 222	3 881	3 750	4 240	4 240	4 300	4 300
Окатыши	4 217	4 462	2 834	3 413	3 430	3 465	3 465
Железорудный концентрат	467	113	218	198	198	198	198
Золото, тыс унц	193	534	576	583	590	597	604
Среднемировые цены реализации, \$/т							
Слябы	779	399	552	604	630	653	670
Г/к прокат	895	491	634	692	722	747	767
Х/к прокат	965	564	728	796	830	859	882
Оцинкованный прокат	986	631	785	866	902	934	959
Арматура	817	468	569	609	629	645	658
Катанка	879	494	617	664	687	707	722
Концентрат коксующегося угля*	175	71	118	136	156	177	184
Энергетический уголь*	35	40	39	48	53	55	55
Окатыши*	103	46	112	125	129	134	134
Железорудный концентрат*	72	35	59	66	69	71	71
Золото, тыс унц	872	973	1 064	900	850	800	750
* среднероссийские цены, \$/т							

Источник: данные компании, Bloomberg, прогноз БКС

Оценка компании

Северсталь: модель дисконтированных денежных потоков

IFRS, \$ млн	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
ЕБИТ	2 933	(604)	1 735	2 468	2 730	2 661	2 894
НОРАТ	2 346	(483)	1 388	1 975	2 184	2 129	2 315
Инвестированный капитал	17 317	15 105	15 344	14 992	15 790	16 383	17 319
ROIC	15%	-3%	9%	13%	14%	13%	14%
Реинвестированный капитал	75	(1 711)	(333)	(162)	(497)	(419)	(263)
Уровень реинвестиций	3%	354%	-24%	-8%	-23%	-20%	-11%
Амортизация	1 087	957	806	823	880	958	1 030
Капитальные вложения	(2 031)	(946)	(1 000)	(1 500)	(1 800)	(1 800)	(1 600)
Изменение рабочего капитала	(1 018)	1 722	139	(516)	(423)	(423)	(307)
Свободный денежный поток	2 421	(2 194)	1 056	1 813	1 687	1 710	2 052
WACC	-	-	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Фактор дисконтирования	-	-	0.89	0.80	0.71	0.63	0.57
Дисконтированный FCF	-	-	942	1 444	1 199	1 085	1 162

Коэффициенты	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
EV/Sales	0.9	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/ЕБИТDA	3.6	23.5	7.5	5.8	5.3	5.3	4.9
P/E	7.1	-13.9	-129.4	10.7	9.1	9.1	8.0
P/BV	1.6	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0
ROAE	22%	-12%	-1%	14%	15%	13%	13%
ROAA	10%	-5%	-1%	7%	8%	7%	8%
Debt/ЕБИТDA	1.6	8.9	2.6	1.5	1.2	1.0	0.8

Расчет средневзвешенной стоимости капитала

Безрисковая ставка	4.6%
Рыночная премия	3.3%
Страновая премия	6.5%
Бета-коэфф.	1.00
Стоимость капитала	14.4%
Стоимость долга после налогообложения	8.2%
Средневзвешенная стоимость капитала	12.0%

Расчет терминальной стоимости (TV)

Конечный темп роста	3.0%
Конечный свободный денежный поток, \$ млн	2 114
Ставка дисконтирования на конец периода	12.0%
Конечная стоимость (TV), \$ млн	23 373
Приведенная стоимость TV, \$ млн	13 236

Расчет справедливой стоимости (Fair value)

Сумма приведен. ден. потоков и TV, \$ млн	19 069
- чистый долг, \$ млн	4 371
- доля меньшинства, \$ млн	294
Приведенная стоимость компании, \$ млн	14 405
Количество акций, млн шт.	1 008
Справедливая цена акций, \$ млн	14.29

Источник: данные компании, оценка БКС

Отчет о прибылях и убытках (IFRS), \$ млн

Показатель	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Выручка	15 503	22 393	13 054	14 252	16 658	18 761	21 096	22 613
Себестоимость	(10 822)	(16 500)	(11 356)	(10 695)	(12 191)	(13 780)	(15 969)	(17 132)
в т. ч. амортизация	(846)	(1 087)	(957)	(806)	(823)	(880)	(958)	(1 030)
Валовая прибыль	4 682	5 893	1 698	3 557	4 467	4 981	5 127	5 481
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>30%</i>	<i>26%</i>	<i>13%</i>	<i>25%</i>	<i>27%</i>	<i>27%</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>
Коммерческие и административные расходы	(1 709)	(2 145)	(1 600)	(1 656)	(1 832)	(2 064)	(2 255)	(2 360)
Прочие операционные доходы/(расходы)	(165)	468	(244)	(166)	(167)	(188)	(211)	(226)
Операционная прибыль	2 807	4 216	(145)	1 736	2 468	2 730	2 661	2 894
<i>Операционная рентабельность</i>	<i>18%</i>	<i>19%</i>	<i>-1%</i>	<i>12%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>
Внереализационные доходы/(расходы)	(72)	(1 284)	(458)	()	-	-	-	-
Прибыль до уплаты процентов и налогов (ЕБИТ)	2 735	2 933	(604)	1 735	2 468	2 730	2 661	2 894
<i>Рентабельность по ЕБИТ</i>	<i>18%</i>	<i>13%</i>	<i>-5%</i>	<i>12%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>
ЕБИТДА	3 654	5 304	812	2 542	3 291	3 610	3 619	3 924
<i>Рентабельность по ЕБИТДА</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>	<i>6%</i>	<i>18%</i>	<i>20%</i>	<i>19%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>
Процентные доходы	167	155	104	115	72	62	48	60
Процентные расходы	(326)	(508)	(601)	(739)	(609)	(540)	(445)	(368)
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	2 576	2 579	(1 101)	1 111	1 932	2 251	2 263	2 586
<i>Рентабельность по ЕВТ</i>	<i>17%</i>	<i>12%</i>	<i>-8%</i>	<i>8%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>
Налог на прибыль	(785)	(1 010)	(111)	(313)	(522)	(608)	(611)	(698)
Отложенные налоговые обязательства	85	493	93	22	39	45	45	52
Прочие налоги	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	1 876	2 062	(1 119)	820	1 449	1 688	1 698	1 940
Доля миноритариев	(27)	(33)	82	(77)	(97)	(113)	(113)	(129)
Чрезвычайные доходы/(расходы)	-	-	-	(855)	-	-	-	-
Чистая прибыль акционеров	1 850	2 029	(1 037)	(111)	1 352	1 576	1 584	1 810
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>12%</i>	<i>9%</i>	<i>-8%</i>	<i>-1%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>

Источник: данные компании, оценка БКС

Баланс (IFRS), \$ млн

Показатель	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Всего активы	17 601	22 514	19 644	19 158	19 336	20 664	21 927	23 243
Оборотные активы	8 192	10 685	8 185	7 558	7 058	7 467	7 888	8 634
Запасы	2 721	4 272	2 974	2 708	3 165	3 565	4 008	4 296
Дебиторская задолженность	1 816	2 006	1 484	1 354	1 583	1 782	2 004	2 148
Налоги к получению из бюджета	366	534	394	356	416	469	527	565
Денежные средства	1 623	2 653	2 853	2 713	1 443	1 179	853	1 114
Краткосрочные инвестиции	882	931	169	143	167	188	211	226
Прочие текущие активы	784	289	310	284	284	284	284	284
Внеоборотные активы	9 409	11 829	11 459	11 600	12 278	13 197	14 039	14 609
Основные средства	8 289	9 827	9 485	9 679	10 356	11 276	12 118	12 688
Незавершенное строительство	-	-	-	-	-	-	-	-
Нематериальные активы и goodwill	687	1 511	1 369	1 302	1 302	1 302	1 302	1 302
Долгосрочные инвестиции	316	181	272	362	362	362	362	362
Прочие внеоборотные активы	117	310	332	256	256	256	256	256
Всего обязательства	7 527	12 961	11 268	10 125	9 124	9 079	8 961	8 699
Краткосрочные обязательства	3 492	4 838	3 828	4 367	3 681	5 937	5 679	5 354
Кредиторская задолженность	1 211	1 528	1 378	1 117	1 285	1 458	1 696	1 820
Задолженность связанным сторонам	92	72	17	20	23	26	30	32
Задолженность по налогам и сборам	241	259	243	227	261	297	345	370
Краткосрочные займы и кредиты	1 129	2 039	1 478	2 385	1 430	3 383	2 707	2 165
Прочие краткосрочные обязательства	820	940	712	617	682	774	901	966
Долгосрочные обязательства	4 035	8 123	7 440	5 758	5 443	3 142	3 282	3 346
Долгосрочные займы и кредиты	2 813	6 227	5 749	4 219	3 644	1 116	1 004	904
Займы связанных сторон	-	-	-	-	-	-	-	-
Отложенные налоговые обязательства	509	496	395	385	450	507	570	611
Резервы предстоящих платежей	387	779	788	698	816	919	1 034	1 108
Прочие долгосрочные обязательства	325	620	508	456	533	600	675	724
Всего акционерный капитал	9 573	9 051	7 878	8 740	9 918	11 292	12 672	14 250
Уставный капитал	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311	3 311
Добавочный капитал	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166	1 166
Резервы	-	28	44	43	43	43	43	43
Нераспределенная прибыль	3 951	4 488	3 436	4 256	5 435	6 808	8 189	9 766
Прочие счета акционеров	1 145	59	(79)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)
Доля миноритариев	500	501	498	294	294	294	294	294
Всего обязательства и акционерный капитал	17 601	22 514	19 644	19 158	19 336	20 664	21 927	23 243

Источник: данные компании, оценка БКС

Отчет о движении денежных средств (IFRS), \$ млн

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Операционная деятельность								
Чистая прибыль	2 732	3 207	(399)	1 735	2 468	2 730	2 661	2 894
Корректировки до чистых денежных потоков:								
амортизация	846	1 087	957	806	823	880	958	1 030
доля миноритариев	-	-	-	-	-	-	-	-
чрезвычайные расходы/(доходы)	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие корректировки	42	1 614	(65)	-	-	-	-	-
Изменение рабочего капитала	-336	-1 018	1 722	118	-500	-370	-329	-269
запасы	(236)	(946)	1 588	266	(457)	(399)	(444)	(288)
дебиторская задолженность	(355)	40	505	130	(229)	(200)	(222)	(144)
налоги к получению	111	(109)	80	38	(60)	(53)	(58)	(38)
кредиторская задолженность	107	(158)	(93)	(261)	167	173	239	123
задолженность связанным сторонам	80	12	(37)	3	3	3	4	2
задолженность по уплате налогов	(63)	8	(7)	(16)	34	35	49	25
прочие изменения рабочего капитала	21	135	(313)	(43)	41	71	103	50
Денежные средства от операционной деятельности	3 285	4 891	2 215	2 660	2 790	3 240	3 290	3 655
Чистые процентные доходы (платежи)	(94)	(208)	(431)	(624)	(536)	(478)	(397)	(308)
Налоговые платежи	(804)	(1 094)	(52)	(291)	(483)	(563)	(566)	(647)
Чистые денежные средства от операц-й деятельности	2 387	3 589	1 732	1 744	1 771	2 199	2 327	2 700
Инвестиционная деятельность								
Средства, потраченные на приобретения	(1 877)	(4 251)	(360)	(23)	-	-	-	-
Средства от реализации активов	1 043	1 575	264	-	-	-	-	-
Капитальные затраты	(1 997)	(2 031)	(946)	(1 000)	(1 500)	(1 800)	(1 800)	(1 600)
Прочая инвестиционная деятельность	581	(260)	668	76	-	-	-	-
Чистые денежные средства от инвест. деятельности	-2 250	-4 966	-375	-947	-1 500	-1 800	-1 800	-1 600
Финансовая деятельность								
Поступления (выплаты) от займов и кредитов	396	3 831	-1 097	-623	-1 530	-575	-788	-642
Средства от эмиссии акций	-	(26)	-	-	-	-	-	-
Выплаченные дивиденды	(736)	(1 347)	(116)	()	(270)	(315)	(317)	(362)
Прочая финансовая деятельность	.1	(34)	54	(315)	260	227	252	164
Чистые денежные средства от финансовой деятельности	-340	2 424	-1 158	-938	-1 541	-663	-853	-840
Влияние изменений валютного курса	82	(17)	2					
Денежные средства на начало периода	1 743	1 623	2 653	2 853	2 713	1 443	1 179	853
Чистое изменение денежных средств	-121	1 030	200	-140	-1 270	-264	-326	261
Денежные средства на конец периода	1 623	2 653	2 853	2 713	1 443	1 179	853	1 114

Источник: данные компании, оценка БКС

Ольга Карельская

Директор департамента внебиржевых операций

karelya@msk.bcs.ru

+7 495 755 9290

Аналитический отдел

+7 495 785 5336

Макс Шейн

Руководитель отдела
Нефть и газ, нефтехимия
brit@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский

Металлургия
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Андрей Полищук

Нефть и газ
apolishuk@msk.bcs.ru

Светлана Макеева

Корректор
smiheeva@msk.bcs.ru

Ирина Пенкина

Телекоммуникации, инфраструктура
ipenkina@msk.bcs.ru

Татьяна Бобровская

Пищепром, розница, потребтовары
tbobrovskaya@msk.bcs.ru

Севастьян Козицын

Машиностроение
skozitsyn@msk.bcs.ru

Эдуард Бадаев

Ассистент
badaevee@msk.bcs.ru

Любовь Никитина

Электротехника
lnikitina@msk.bcs.ru

Анатолий Каплин

Транспорт и химия
akaplin@msk.bcs.ru

Торговля и работа с клиентами

+7 495 785 5336

Виталий Федин

Зам.начальника отдела инвестиционного
консультирования
vfedin@msk.bcs.ru

Артем Аргеткин

Клиентский менеджер
aargetkin@msk.bcs.ru

Олег Чихладзе

Руководитель направления
персонального брокерского обслуживания
ochikhladze@msk.bcs.ru

Александр Соколов

Персональный брокер
asokolov@msk.bcs.ru

Павел Васев

Старший клиентский менеджер
pvasev@msk.bcs.ru

Алексей Салангин

Клиентский менеджер
asalanjin@msk.bcs.ru

Сергей Дроздов

Персональный брокер
sdrozdov@msk.bcs.ru

Олеся Колосовская

Персональный брокер
okolosovskaya@msk.bcs.ru

Игорь Максимов

Старший клиентский менеджер
imaksimov@msk.bcs.ru

Антон Плясунов

Клиентский менеджер
alyasunov@msk.bcs.ru

Александр Какаулин

Персональный брокер
akakaulin@msk.bcs.ru

Максим Селезнев

Старший специалист по торговле
ценными бумагами
mseleznev@msk.bcs.ru

Алексей Денискин

Клиентский менеджер
adeniskin@msk.bcs.ru

Евгений Корюхин

Персональный брокер
ekoryukhin@msk.bcs.ru

Александр Микин

Специалист по торговле ценными
бумагами
amikin@msk.bcs.ru

Ринат Темербеков

Sales Trader
rinat@bcs.ru

Иван Самохин

Персональный брокер
isamokhin@msk.bcs.ru

Управление продаж институциональным клиентам

+7 495 785 5336

Глеб Шапортов

Руководитель управления
gshaportov@bcs.ru
+ 495 785-5336 доб.654

Евгений Студеникин

Сейлз-трейдер
estudenikin@bcs.ru
+ 495 785-5336 доб. 653

Андрей Гардт

Сейлз-трейдер
agardt@bcs.ru
+7 495 785-5336 доб.652



Настоящий материал был подготовлен аналитическим департаментом ООО «Компания Брокеркредитсервис» (далее – Компания).

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Компания Брокеркредитсервис» ответственности не несет.

Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа.

Компания, ее аффилированные лица и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что инвестиции в российскую экономику и операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.