



Производители ядерного топлива

Начало покрытия

18 марта 2010 г.

Аналитик: Андрей Рожков rozhkov_a@metropol.ru

Клиентские операции, Москва: +7 (495) 933 3303
Аналитика, Москва: +7 (495) 933 3316
Клиентские операции, Лондон: +44 (207) 439 6881

▲ Начало покрытия компаний, производящих ядерное топливо

Мы начинаем покрытие российского уранодобывающего сектора с рекомендации «Покупать» акции Приаргунского производственного горно-химического объединения (далее – ППГХО). Мы также начинаем покрытие российских компаний, производящих ядерное топливо, с рекомендации «Покупать» акции НЗКХ и МСЗ.

▲ ППГХО сможет извлечь выгоду из решения АРМЗ продавать уран по рыночным ценам

Контролируемый государством Урановый Холдинг АРМЗ планирует начать продажу урана по рыночным ценам на международном и внутреннем рынках, что, на наш взгляд, принесет выгоду ППГХО. Мы полагаем, что это может значительно повысить рентабельность АРМЗ и его ключевого подразделения – ППГХО.

▲ НЗКХ и МСЗ смогут извлечь выгоду из увеличения количества реакторов российского производства как в России, так и за рубежом

В течение 2011-2018 гг. Росатом планирует построить девять реакторов мощностью 9 ГВт для иностранных заказчиков, тем самым, увеличив спрос на российские ТВС из-за рубежа на 23%. Росатом также заключил контракты с Правительством РФ на строительство как минимум 12 реакторов к 2019 г., что повысит общее количество российских реакторов до 44, а их совокупную мощность на 62% до 37,6 ГВт. Мы считаем, что НЗКХ и МСЗ извлекут выгоду из растущего числа изготавливаемых в России реакторов, продаваемых как в России, так и за рубежом, так как будут поставлять необходимое ядерное топливо.

▲ Обратный выкуп акций или их конвертация может принести выгоду миноритарным акционерам

Атомэнергопром заявил, что в 2010 г. может начаться добровольный выкуп акций у миноритариев дочерних компаний АРМЗ и ТВЭЛа или конвертация их акций в акции материнских компаний. Принимая во внимание улучшение стандартов корпоративного управления и мелкие миноритарные пакеты в трех компаниях, мы полагаем, что эти акции, скорее всего, будут конвертированы.

Bloomberg	PGHO RU	NZKH RU	MASZ RU
Рекомендация (Обыкн.)	Покупать	Покупать	Покупать
Рекомендация (Прив.)	Покупать	Покупать	-
Справ. стоим. (Обыкн.), долл. США	601	17,76	400
Справ. стоим. (Прив.), долл. США	301	8,88	-
Текущая цена (Обыкн.), долл. США	225	7,93	255
Текущая цена (Прив.), долл. США	95	3,34	-
Потенциал роста/снижения (Обыкн.), %	167%	124%	57%
Потенциал роста/снижения (Прив.), %	216%	166%	-
Рын. кап., млн. долл. США	444	220	355
EV, млн. долл. США	523	216	349
Выпущенные обыкновенные акции, млн.	1,798	24,3	1,392
Выпущенные привилегированные акции, млн.	0,414	8,1	-
Максимум за 52 недели (Обыкн.), долл. США:	230	7,93	255
Минимум за 52 недели (Обыкн.), долл. США:	100	4,50	35
В свободном обращении, %	17%	11%	20%
Средний дневной оборот, тыс. долл. США	0,6	10	0,5
Динамика роста цен за последние:			
1 месяц	35%	0%	-3%
3 месяца	25%	47%	69%
12 месяцев	130%	251%	179%

Оценка и финансовые показатели, млн. руб.

	ППГХО				НЗКХ				МСЗ			
	2008	2009П	2010П	2011П	2008	2009П	2010П	2011П	2008	2009П	2010П	2011П
Выручка	8 056	8 324	9 708	11 368	6 231	6 561	6 945	6 660	11 364	11 533	12 500	13 553
ЕБИТДА	803	989	1 869	3 051	2 800	2 654	2 920	2 708	4 350	4 339	4 495	4 645
Рентабельн. ЕБИТДА, %	10%	12%	19%	27%	45%	40%	42%	41%	38%	38%	36%	34%
Чистая прибыль	161	211	726	1 765	1 391	1 639	1 763	1 570	2 663	2 607	2 810	3 003
Р/Е (x)	60	57	16	6	3,5	3,7	3,2	3,6	3,0	3,9	3,4	3,2
EV/ЕБИТДА (x)	16	16	8	5	1,9	2,5	2,1	2,3	1,8	2,3	2,1	2,0

Инвестиционный сценарий и заключение

Мы начинаем покрытие российского уранодобывающего сектора и сектора производства ядерного топлива с рекомендации «Покупать» акции трех анализируемых в данном отчете компаний.

Нашими фаворитами являются ППГХО и НЗКХ. Мы полагаем, что эти компании могут извлечь выгоду из расширения своего бизнеса. Кроме того, мы считаем, что ППГХО также извлечет выгоду, когда его материнская компания АРМЗ начнет продавать уран по рыночным ценам на внутреннем и международном рынках. Наша справедливая стоимость обыкновенных акций ППГХО составляет 601 долл. США за акцию, что указывает на потенциал роста в размере 167%. Справедливая стоимость обыкновенных акций НЗКХ составляет 17,76 долл. США за акцию, что свидетельствует о потенциале роста в размере 124%.

Мы также рекомендуем покупать акции МСЗ, справедливая стоимость которых, согласно нашей оценке, составляет 400 долл. США, что указывает на потенциал роста в размере 57% относительно текущей рыночной цены. Мы полагаем, что компания сможет извлечь выгоду из увеличения мощностей по производству атомной энергии в России, а также может получить долю на мировом рынке ядерного топлива, учитывая ее планы по производству топлива для реакторов типа PWR, широко используемых в развитых странах.

На наш взгляд, продажа урана на международном рынке может существенно повысить рентабельность ППГХО

Внутренняя цена на уран, установленная Атомэнергопромом, который в свою очередь находится под контролем государственной корпорации Росатом, была на 54% ниже контрактной цены на открытом рынке в 2009 г. Тем не менее, генеральный директор Уранового холдинга АРМЗ, также контролируемого государством, предполагает, что с 2011 г. компания будет продавать уран как на международном, так и на внутреннем рынках по международной цене.

Завершение соглашения ВОУ-НОУ, в рамках которого США закупает у России высокообогащенный уран (ВОУ), который перерабатывает в низкообогащенный (НОУ) и использует для своих коммерческих реакторов, запланировано на 2013 г. После этого, мы ожидаем, что российский НОУ будет поставляться российским производителям ядерного топлива, а природный уран (в форме природного или обогащенного урана), добываемый дочерними компаниями АРМЗ, будет доступен для продажи на мировом рынке. Следовательно, АРМЗ получит возможность генерировать средства для осуществления инвестиций и приобретений.

Мы полагаем, что доступ к международным рынкам должен существенно улучшить рентабельность АРМЗ и его основной дочерней компании ППГХО.

НЗКХ и МСЗ смогут извлечь выгоду из увеличения количества реакторов российского производства как в России, так и за рубежом

Государственная корпорация Росатом, управляющая всеми российскими ядерными активами, руководствуется амбициозной стратегией, предусматривающей наращивание доли компании на мировом рынке строительства АЭС до 20% и увеличение принадлежащей компании доли мирового рынка производства тепловыделяющих сборок (ТВС) до 30% к 2030 г., тогда как в настоящее время данный показатель составляет 16%. Росатом представляет Россию в качестве надежной и доступной альтернативы на развивающихся рынках, которые, согласно прогнозам, будут демонстрировать самые быстрые темпы роста в секторе атомной энергетики.

В период 2011-2018 гг. Росатом будет заниматься строительством девяти реакторов мощностью 9 ГВт. для иностранных заказчиков, благодаря чему спрос на произведенные в России ТВС вырастет на 23%. Помимо этого, Вьетнам, Индонезия и Таиланд, также как и некоторые государства на Ближнем Востоке, такие как Катар, Ливия, Сирия, ОАЭ и Египет, могут разместить заказы на строительство российских реакторов, что также приведет к росту спроса на российские ТВС.

Согласно прогнозам, количество построенных Россией действующих атомных электростанций (АЭС) существенно увеличится к 2020 г. Контракты между Росатомом и государством предусматривают строительство как минимум 12

реакторов к 2019 г. Таким образом, общее количество реакторов в России вырастет до 44, а их совокупная мощность увеличится на 62%, до 37,6 ГВт.

По нашему мнению, НЗХК и МСЗ извлекут выгоду из увеличения количества реакторов российского производства как на территории России, так и за рубежом. Вместе с этим, МСЗ может получить долю рынка атомной электроэнергетики в развитых странах, предлагая тепловыделяющие сборки ТВС-квадрат, сконструированные для наиболее широко распространенных реакторов типа PWR, которые в настоящее время поставляются конкурентами.

Миноритарные акционеры могут выиграть от конвертации акций или предложения об обратном выкупе

Атомэнергопром может предложить начать обратный выкуп акций на добровольной основе у миноритариев компаний ППГХО, НЗХК и МСЗ или конвертацию их акций в течение 2010 г. Принимая во внимание улучшившиеся стандарты корпоративного управления и небольшой размер долей миноритариев в упомянутых выше трех компаниях, мы считаем, что акции дочерних компаний могут быть конвертированы в акции АРМЗ и ТВЭЛа. По нашему мнению, предложение об обратном выкупе является наименее вероятным сценарием.

Риски

Российские производители ядерного топлива непрозрачны

Российские производители ядерного топлива остаются непрозрачными. В частности, представляется невозможным получение операционных результатов и цен реализации продукции. Однако, прогнозирование данных показателей является возможным, исходя из опубликованной информации в отношении различных типов реакторов и характеристик ТВС, планов по строительству АЭС и подобной информации. По нашему мнению, можно использовать эти данные для построения моделей, которые будут приблизительно отображать коммерческую деятельность компаний и их финансовые результаты.

Более высокие цены на обогащенный уран могут привести к ухудшению рентабельности производителей ядерного топлива

Так как АРМЗ собирается начать продажу урана по ценам международного рынка, это может оказать давление на цену на уран на внутреннем рынке, что может привести к ухудшению рентабельности предприятий, занимающихся конверсией, обогащением и производством урана. Несмотря на это, по нашему мнению, существует два фактора, способных удержать рентабельность на существующих или же чуть менее низких уровнях.

Во-первых, производители могут увеличить стоимость ТВС, что частично компенсирует рост цен на уран. Во-вторых, мы считаем, что благодаря завершению соглашения ВОУ-НОУ российский низкообогащенный уран станет доступным для российских производителей ядерного топлива. Благодаря поставкам низкообогащенного урана Росатом сможет удерживать цены на обогащенный уран, поставляемый дочерним компаниям ТВЭЛа, на низком уровне.

Дочерние компании ТВЭЛа и АРМЗ могут пострадать от контроля материнских компаний

НЗХК, МСЗ и ППГХО напрямую зависят от своих материнских компаний. ТВЭЛ поставляет сырье для переработки компаниям НЗХК и МСЗ, тогда как АРМЗ устанавливает цену на уран, добываемый ППГХО. В результате, материнская компания в обоих случаях определяет уровень рентабельности для дочерних компаний, которые в свою очередь слабо контролируют свои показатели рентабельности. Тем не менее, материнские компании осведомлены о том, что дочерним компаниям необходимо генерировать прибыль, достаточную для финансирования их инвестиций. Мы считаем, что материнские компании не будут вносить изменения в существующую политику по отношению к дочерним компаниям. Мы также считаем, что так как Правительство РФ является крупнейшим акционером ядерных активов, то компании с большей долей вероятности будут придерживаться строгих стандартов корпоративного управления и не будут ущемлять права миноритарных акционеров.

Приаргунское производственное горно-химическое объединение

Приаргунское производственное горно-химическое объединение (далее – ППГХО), крупнейшее подразделение государственной горнодобывающей компании Урановый Холдинг АРМЗ (который, в свою очередь, является дочерним предприятием государственной монополии Атомэнергопром с полным циклом производства – от добычи урана до выработки атомной энергии), добывает порядка 80% от общего объема добычи природного урана в России и характеризуется наличием полного производственного цикла. Компания также осуществляет добычу угля, известняка и песчано-гравийную смесь, на долю которых приходится 22% ее выручки.

Оценка

Мы оцениваем компанию ППГХО, используя метод дисконтированного денежного потока (ДДП) и метод сравнительного анализа мультипликаторов групп аналогов. Мы предпочитаем оценку методом ДДП, так как она учитывает расширение добывающих мощностей, а также либерализацию цен на внутреннем рынке. Помимо этого, основная часть уранодобывающих компаний осуществляют собственные инвестпрограммы, что оказывает влияние на рентабельность и негативно влияет на коэффициенты долговой нагрузки. Таким образом, результаты сравнительного анализа по мультипликаторам могут вводить в заблуждение.

Наша справедливая стоимость акций компании ППГХО составляет 601 долл. США за акцию, что предполагает потенциал роста на 167% и рекомендацию «Покупать». По отношению к привилегированным акциям компании мы применили дисконт в 50% и, таким образом, получили их справедливую стоимость, равную 301 долл. США за акцию и предполагающую потенциал роста на 216%.

Расчет ставки WACC

Стоимость капитала компании основана на совокупности безрисковой ставки, премии за риск по акциям и премии за специфические риски компании.

Мы основываем нашу безрисковую ставку на среднемесячной доходности 10-летних государственных облигаций США, равной 3,8%. Затем для учета странового риска мы добавляем среднемесячный спрэд между доходностями 10-летних государственных облигаций США и наиболее ликвидных российских облигаций, а именно 30-летних еврооблигаций, составляющий 1,53%.

Чтобы получить стандартную премию за риск по акциям компании, мы использовали историческую разницу в доходности акций и облигаций, равную 5%.

Для учета специфических рисков компании ППГХО (см. Раздел Риски) мы применяем дополнительную премию в размере 4,5% к стоимости капитала.

Таблица 1:
Расчет ставки WACC

Расчет стоимости капитала	
Совокупная безрисковая ставка (скорректированная с учетом премии за риск страны)	5,3%
Безрисковая ставка: доходность 10-летних гособлигаций США, среднемесячное значение	3,8%
Среднемесячный спрэд между доходностями российских 30-летних еврооблигаций и 10-летних гособлигаций США	1,5%
Стандартная премия за риск по акциям	5,0%
Премия за специфический риск компании	4,5%
Стоимость капитала	14,8%
Стоимость долга (после налогообложения)	14,4%
Структура капитала	
% капитала	81%
% долга	19%
WACC	14,7%

Источник: Расчеты ИФК Метрополь, Bloomberg

Обзор оценки методом ДДП

Обзор нашей оценки ДДП представлен в таблицах, расположенных ниже. Для оценки постпрогнозной стоимости компании мы используем формулу Гордона и применяем постпрогнозный темп роста на уровне 3,5%.

Таблица 2:
Оценка ДДП, млн. руб.

	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
ЕБИТ	1 439	2 671	4 103	4 849	5 257	8 974	9 195	9 806	10 359	11 029
Налог на прибыль	-288	-534	-821	-970	-1 051	-1 795	-1 839	-1 961	-2 072	-2 206
Налоговая ставка, %	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
NOPLAT	1 151	2 137	3 283	3 879	4 206	7 179	7 356	7 845	8 288	8 823
+Износ и амортизация	430	380	536	558	435	752	1 069	1 023	1 067	1 026
-Капвложения	-1 891	-1 816	-1 816	-1 816	-1 816	-1 816	-521	-549	-578	-608
Изм-я в чистом оборот. капитале	-505	110	-283	-186	-114	-1 516	-233	-219	-237	-244
Свободный денежный поток	- 815	811	1 720	2 436	2 710	4 599	7 670	8 100	8 539	8 997
Дисконтирован. денеж. поток	- 815	707	1 307	1 613	1 565	2 315	3 366	3 099	2 848	2 616

Источник: Расчеты ИФК Метрополь

Наша справедливая стоимость оказалась лишь на 18% ниже стоимости для допвыпуска обыкновенных акций, предусмотренной оценщиком.

Таблица 3:
Обзор оценки, млн. руб.

Постпрогнозный темп роста	3,5%
РV денежного потока	16 007
Постпрогнозная стоимость	80 246
Дисконтированная постпрогнозная стоимость	23 332
EV	39 339
Чистый долг	3 155
Стоимость капитала	36 184
Выпущенные акции	2 005 999
Справедливая стоимость обыкн. акц., руб.	18 038
Справедливая стоимость обыкн. акц., долл. США	601
Текущая цена обыкновенной акц., долл. США	225
Потенциал роста	167%
Справедливая стоимость привилегированн. акц., руб.	9 019
Справедливая стоимость прив. акц., долл. США	301
Текущая цена привилегированной акц., долл. США	95
Потенциал роста	216%

Источник: расчеты ИФК Метрополь

Сравнительный анализ

Для проведения сравнительного анализа мы использовали консенсус-прогноз Bloomberg. Мы включили в список аналогов как компании, уже владеющие добывающими мощностями, к примеру, Uranium One, Cameco и Paladin Energy, так и те компании, которые только вводят в эксплуатацию свои новые добывающие мощности.

Мы обращаем особое внимание на то, что инвестирование новых добывающих мощностей, осуществленное всеми компаниями-аналогами, по нашему мнению, приводит к высокой волатильности мультипликаторов, в результате чего сравнительный анализ по мультипликаторам может быть недостоверным. Несмотря на это, исходя из нашего прогноза на 2009-2011 гг., ППГХО выглядит недооцененным. В частности, по рассчитанному на 2011 г. мультипликатору EV/ЕБИТДА ППГХО торгуется на уровне 4,9х, т.е. с дисконтом в 23% к медиане аналогов, равной 6,3х. По рассчитанному на 2010 г. мультипликатору EV/S ППГХО торгуется на уровне в 1,5х, т.е. с дисконтом в 70% к медиане аналогов, равной 5,0х.

Таблица 4:

Сравнительный анализ по мультипликаторам

	Рын. кап., млн. долл. США	2009П			2010П			2011П			P/BV	
		EV/S (x)	EV/ ЕБИТДА (x)	P/E (x)	EV/S (x)	EV/ ЕБИТДА (x)	P/E (x)	EV/S (x)	EV/ ЕБИТДА (x)	P/E (x)		
Uranium One	Канада	1 915	32,4	115,2	906,3	5,2	9,3	26,5	3,6	5,8	12,5	2,1
Cameco	Канада	10 377	14,6	41,5	69,8	5,0	12,5	21,4	4,7	11,9	15,5	3,4
Paladin Energy	Австралия	2 532	38,3	н/д	134,7	5,3	9,9	21,5	4,7	8,6	17,5	4,7
Uranium Energy	США	179	н/д	н/д	н/д	1,8	1,8	8,3	1,2	н/д	2,9	н/д
Uranerz Energy	США	87	542,5	-6,9	-8,9	н/д	-10,7	-6,0	1,9	6,3	4,0	3,9
USEC	США	464	2,2	н/д	н/д	0,5	6,6	16,4	0,5	4,0	3,9	0,4
Медиана			32,4	41,5	102,3	5,0	8,0	18,9	2,7	6,3	8,3	3,4
ППГХО	Россия		1,9	15,9	57,3	1,5	8,0	15,7	1,3	4,9	6,9	2,1
Премия/Дисконт к медиане			-94%	-62%	-44%	-70%	0%	-17%	-52%	-23%	-17%	-39%

Источник: Bloomberg, расчеты ИФК Метрополь

НЗХК

Новосибирский завод химконцентратов (НЗХК), являющийся дочерней компанией ТВЭЛа, осуществляет строительство тепловыделяющих сборок (ТВС) для атомных реакторов ВВЭР-1000 и ВВЭР-440, а также для исследовательских реакторов различных типов. Завод изготавливает компоненты ТВС, а также занимается производством лития и его соединений.

Оценка

Мы оцениваем компанию НЗХК, используя метод дисконтированного денежного потока (ДДП) и метод сравнительного анализа мультипликаторов групп аналогов. Мы предпочитаем оценку методом ДДП, так как она учитывает расширение добывающих мощностей. Кроме этого, существует лишь одна торгуемая компания, сопоставимая с НЗХК, так как другие компании находятся под контролем государства или крупных холдингов с широко диверсифицированной структурой деятельности. В связи с этим, результаты сравнительного анализа по мультипликаторам могут вводить в заблуждение и могут использоваться только в информационных целях.

Наша справедливая стоимость акций компании НЗХК составляет 17,76 долл. США за акцию, что предполагает потенциал роста на 124%. По отношению к привилегированным акциям компании мы применили стандартный дисконт в 50% и, таким образом, получили их справедливую стоимость, равную 8,88 долл. США за акцию и предполагающую потенциал роста на 166%.

Расчет ставки WACC

Стоимость капитала компании основана на совокупности безрисковой ставки, премии за риск по акциям и премии за специфические риски компании.

Мы основываем нашу безрисковую ставку на среднемесячной доходности 10-летних государственных облигаций США, равной 3,8%. Затем для учета странового риска мы добавляем среднемесячный спрэд между доходностями 10-летних государственных облигаций США и наиболее ликвидных российских облигаций, а именно 30-летних еврооблигаций, составляющий 1,5%.

Чтобы получить стандартную премию за риск по акциям компании, мы использовали историческую разницу в доходности акций и облигаций, равную 5%.

Для учета специфических рисков компании (см. Раздел Риски) мы применяем дополнительную премию в размере 4,5% к стоимости капитала.

Таблица 5:
Расчет WACC

Расчет стоимости капитала	
Совокупная безрисковая ставка (скорректированная с учетом премии за риск страны)	5,3%
Безрисковая ставка: доходность 10-летних гособлигаций США, среднемесячное значение	3,8%
Среднемесячный спрэд между доходностями российских 30-летних еврооблигаций и 10-летних гособлигаций США	1,5%
Стандартная премия за риск по акциям	5,0%
Премия за специфический риск компании	4,5%
Стоимость капитала	14,8%
Стоимость долга (после налогообложения)	14,4%
Структура капитала	
% капитала	100,0%
% долга	0,0%
WACC	14,8%

Источник: Расчеты ИФК Метрополь, Bloomberg

Обзор оценки методом ДДП

Таблица 6:
Оценка ДДП, млн. руб.

	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
ЕВИТ	2 202	1 960	2 387	2 858	2 965	3 401	3 996	4 291	4 282	4 349
Налог на прибыль	-440	-392	-477	-572	-593	-680	-799	-858	-856	-870
Налоговая ставка, %	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
NOPLAT	1 761	1 568	1 909	2 287	2 372	2 721	3 196	3 433	3 425	3 479
+ Износ и амортизация	718	748	772	807	855	906	972	1 062	1 163	1 261
-Капвложения	-1 042	-999	-1 129	-1 302	-1 379	-1 589	-1 902	-2 095	-2 178	-2 290
Изменения в чистом оборотном капитале	-76	1 180	-352	-518	-265	-688	-1054	-678	-344	-433
Свободный денежный поток	1 361	2 497	1 201	1 273	1 584	1 350	1 213	1 722	2 066	2 018
Дисконтированный денежный поток	1 361	2 175	911	842	912	677	530	656	685	583

Источник: Расчеты ИФК Метрополь

Таблица 7:
Обзор оценки, млн. руб.

Постпрогнозный темп роста	3,0%
PV денежного потока	8 749
Постпрогнозная стоимость	17 113
Дисконтированная постпрогнозная стоимость	4 945
EV	13 695
Чистый долг	-1 407
Стоимость капитала	12 288
Выпущенные акции, млн.	28 353 415
Справедливая стоимость обыкновенной акции, руб.	533
Справедливая стоимость обыкновенной акции, долл. США	17,76
Текущая цена, долл. США за обыкновенную акцию	7,93
Потенциал роста	124%
Справедливая стоимость привилегированной акции, руб.	266
Справедливая стоимость привилегированной акции, долл. США	8,88
Текущая цена, долл. США за привилегированную акцию	3,34
Потенциал роста	166%

Источник: Расчеты ИФК Метрополь

Сравнительный анализ

Для проведения сравнительного анализа мы используем консенсус-прогнозы Bloomberg. Среди крупных производственных компаний, только Aveva может рассматриваться в качестве аналога, так как другие компании, например, Toshiba и Mitsubishi, имеют крупный, не относящийся к атомному сектору, бизнес.

Согласно результатам нашего сравнительного анализа, НЗКХ выглядит значительно недооцененным по сравнению с Aveva по всем мультипликаторам. В частности, по рассчитанному на 2011 г. мультипликатору EV/ЕВИТDA НЗКХ торгуется на уровне 2,4х, что говорит о дисконте в размере 76% к медиане Aveva (9,9х). По рассчитанному на 2010 г. мультипликатору EV/S НЗКХ торгуется на уровне 0,9х, т.е. с 31%-ным дисконтом к значению Aveva (1,3х).

Таблица 8:
Сравнительный анализ компаний-аналогов

	Рын. кап., млн. долл. США	2009П			2010П			2011П			
		EV/S (x)	EV/ЕВИТDA (x)	P/E (x)	EV/S (x)	EV/ЕВИТDA (x)	P/E (x)	EV/S (x)	EV/ЕВИТDA (x)	P/E (x)	
Aveva	Франция	8 438	1,3	17,2	29,5	1,3	11,1	33,3	1,4	9,9	17,7
НЗКХ	Россия	215	1,0	2,5	3,6	0,9	2,2	3,2	1,0	2,4	3,7
НЗКХ Премия/Дисконт к Aveva			-23%	-85%	-88%	-31%	-80%	-90%	-29%	-76%	-79%
МСЗ	Россия	322	0,9	2,3	3,3	0,8	2,2	3,5	0,7	3,3	3,3

Источник: Bloomberg, Расчеты ИФК Метрополь

МСЗ

Машиностроительный завод (МСЗ), дочернее предприятие ТВЭЛа, производит тепловыделяющие сборки (ТВС) для ТВЭЛа и Framatome ANP, дочерней компании Aveva. МСЗ изготавливает ТВС для российских атомных реакторов ВВЭР-1000, ВВЭР-440 и РБМК, а также для быстрых бриддорных реакторов и для западных реакторов PWR и BWR. Компания производит металлический кальций, стронциевые и ферритовые магниты, а также тонкостенные трубы из нержавеющей стали для тепловыделяющих сборок.

МСЗ поставляет ТВС для 50 реакторов совокупной мощностью 33 ГВт.

Через ТВЭЛ компания поставляет ТВС для 50 реакторов совокупной мощностью 33 ГВт. ТВЭЛ продает изготавливаемые МСЗ тепловыделяющие сборки на российском рынке, рынках стран СНГ и Восточной Европы, тогда как компания Framatome ANP, поставляет ТВС в Западную Европу и Великобританию.

Оценка

Мы оцениваем МСЗ, используя метод дисконтированного денежного потока (ДДП) и метод сравнительного анализа мультипликаторов групп аналогов. Мы предпочитаем оценку методом ДДП, так как она учитывает планы компании по расширению бизнеса. Помимо этого, в секторе только одна торгуемая компания, тогда как прочие либо принадлежат государству, либо входят в состав крупных диверсифицированных холдингов, поэтому сравнительный анализ может ввести в заблуждение, и представлен исключительно в информативных целях.

Наша справедливая стоимость акций МСЗ составляет 400 долл. США за обыкновенную акцию, что предполагает потенциал роста на 57% и рекомендацию «Покупать».

Расчет WACC

Стоимость капитала компании основана на совокупности безрисковой ставки, премии за риск по акциям и премии за специфические риски компании.

Мы основываем нашу безрисковую ставку на среднемесячной доходности 10-летних государственных облигаций США, равной 3,8%. Затем для учета странового риска мы добавляем среднемесячный спрэд между доходностями 10-летних государственных облигаций США и наиболее ликвидных российских облигаций, а именно 30-летних еврооблигаций, составляющий 1,5%.

Чтобы получить стандартную премию за риск по акциям компании, мы использовали историческую разницу в доходности акций и облигаций, равную 5%.

Для учета специфических рисков компании (см. Раздел Риски) мы применяем дополнительную премию в размере 4,5% к стоимости капитала.

Таблица 9:
Расчет WACC

Расчет стоимости капитала	
Совокупная безрисковая ставка (скорректированная с учетом премии за риск страны)	5,3%
Безрисковая ставка: доходность 10-летних гособлигаций США, среднемесячное значение	3,8%
Среднемесячный спрэд между доходностями российских 30-летних еврооблигаций и 10-летних гособлигаций США	1,5%
Стандартная премия за риск по акциям	5,0%
Премия за специфический риск компании	4,5%
Стоимость капитала	14,8%
Стоимость долга (после налогообложения)	14,4%
Структура капитала	
% капитала	100,0%
% долга	0,0%
WACC	14,8%

Источник: расчеты ИФК Метрополь, Bloomberg

Обзор оценки ДДП

Таблица 10:
Оценка ДДП, млн. руб.

	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П	2019П
ЕБИТ	3 511	3 752	3 841	3 908	4 580	5 073	5 633	6 502	7 057	8 125
Налог на прибыль	-702	-750	-768	-782	-916	-1 015	-1 127	-1 300	-1 411	-1 625
Налоговая ставка, %	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
НОРЛАТ	2 809	3 001	3 073	3 126	3 664	4 058	4 506	5 201	5 646	6 500
+ Износ и амортизация	984	893	1 020	1 151	1 160	1 304	1 456	1 617	1 788	1 971
-Капвложения	-1 875	-2 033	-2 205	-2 393	-2 598	-2 821	-3 065	-3 331	-3 621	-3 937
Изменения в чистом оборотном капитале	-477	-873	-1 126	-1 266	-822	-1 134	-1 226	-1 102	-1 585	-1 301
Свободный денежный поток	1 440	988	761	618	1 405	1 407	1 671	2 385	2 228	3 234
Дисконтированный денежный поток	1 440	861	578	409	809	706	731	908	739	934

Источник: расчеты ИФК Метрополь

Таблица 11:
Обзор оценки, млн. руб.

Постпрогнозный темп роста	3,0%
PV денежного потока	7 180
Постпрогнозная стоимость	27 425
Дисконтированная постпрогнозная стоимость	7 925
EV	15 105
Чистый долг	-1 628
Стоимость капитала	16 734
Выпущенные акции, млн.	1 392 899
Справедливая стоимость обыкновенной акции, руб.	12 014
Справедливая стоимость обыкновенной акции, долл. США	400
Текущая цена, долл. США за обыкновенную акцию	255
Потенциал роста	57%

Источник: расчеты ИФК Метрополь

Сравнительный анализ

Для проведения сравнительного анализа мы используем консенсус-прогнозы Bloomberg. Среди крупных производственных компаний, только Areva может рассматриваться в качестве аналога, так как другие компании, например, Toshiba и Siemens, имеют крупный, не относящийся к атомному сектору, бизнес.

Согласно результатам нашего сравнительного анализа, МСЗ выглядит значительно недооцененным по сравнению с Areva по всем мультипликаторам. В частности, по рассчитанному на 2011 г. мультипликатору EV/ЕБИТДА МСЗ торгуется на уровне 3,3х, что говорит о дисконте в размере 67% к медиане Areva (9,9х). По рассчитанному на 2010 г. мультипликатору EV/S МСЗ торгуется на уровне 0,8х, т.е. с 38%-ным дисконтом к значению Areva (1,3х).

Таблица 12:
Сравнительный анализ

	Рын. кап., млн. долл. США	2009П			2010П			2011П			
		EV/S (x)	EV/ЕБИТДА (x)	P/E (x)	EV/S (x)	EV/ЕБИТДА (x)	P/E (x)	EV/S (x)	EV/ЕБИТДА (x)	P/E (x)	
Areva SA	Франция	8 438	1,3	17,2	29,5	1,3	11,1	33,3	1,4	9,9	17,7
МСЗ	Россия	322	0,9	2,3	3,3	0,8	2,2	3,5	0,7	3,3	3,3
МСЗ Премия/Дисконт к Areva			-31%	-87%	-89%	-38%	-80%	-89%	-50%	-67%	-81%
НЗКХ	Россия	215	1,0	2,5	3,6	0,9	2,2	3,2	1,0	2,4	3,7

Источник: Bloomberg, расчеты ИФК Метрополь

Приложение

Финансовые показатели

Таблица 13:

Отчет о прибылях и убытках компании ППГХО, млн. руб.

	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Выручка	8 056	8 324	9 708	11 368	13 359	14 614
Себестоимость	6 751	6 933	7 419	7 736	8 220	8 631
Валовая прибыль	1 304	1 391	2 289	3 632	5 140	5 983
Адм.-хоз. расходы	794	685	850	961	1 036	1 134
Операционная прибыль	510	706	1 439	2 671	4 103	4 849
ЕВИТДА	803	989	1 869	3 051	4 639	5 407
Прибыль до налогообложения	264	263	907	2206	3749	4629
Чистая прибыль	161	211	726	1765	2999	3703

Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Таблица 14:

Баланс компании ППГХО, млн. руб.

	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
ТМЗ	2257	2149	2300	2398	2548	2676
Дебиторская задолженность	1495	1505	1560	1428	1677	1834
Денежные ср-ва и их эквиваленты	113	705	345	454	1490	3149
Итого оборотные активы	3865	4359	4205	4280	5715	7658
Основные средства	2123	3223	3423	4823	5023	5223
Отложенное строительство	2720	3118	4379	4415	5495	6553
Долгосроч. финанс. вложения	69	123	123	123	123	123
Итого внеоборотные активы	4912	6464	7924	9360	10641	11899
Итого активы	8777	10823	12129	13640	16355	19557
Краткосрочные займы	1351	1400	1400	1400	1000	400
Кредиторская задолженность	2077	2080	1781	1857	1973	2072
Прочие краткосрочные обяз-ва	173	173	173	173	173	173
Итого краткосрочн. обяз-ва	3601	3653	3353	3429	3145	2644
Долгосрочные займы	949	1770	2100	1770	1770	1770
Прочие долгосрочн. обяз-ва	64	0	0	0	0	0
Итого долгосрочн. обяз-ва	1013	1770	2100	1770	1770	1770
Итого обязательства	4614	5423	5453	5199	4915	4414
Итого капитал	4163	5400	6676	8441	11440	15143
Итого капитал и обяз-ва	8777	10823	12129	13640	16355	19557

Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Таблица 15:

Отчет о прибылях и убытках компании НЗХК, млн. руб.

	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Выручка	6 231	6 561	6 945	6 660	7 525	8 683
Себестоимость	2 678	3 047	3 146	3 168	3 408	3 828
Валовая прибыль	3 553	3 514	3 799	3 492	4 117	4 856
Адм.-хоз. расходы	1 306	1 509	1 597	1 532	1 731	1 997
Операц. прибыль	2 248	2 005	2 202	1 960	2 387	2 858
ЕВИТДА	2 800	2 654	2 920	2 708	3 159	3 665
Прибыль до налогообложения	1 948	2 048	2 204	1 962	2 389	2 860
Чистая прибыль	1 391	1 639	1 763	1 570	1 911	2 288

Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Таблица 16:

Отчет о движении денежных средств компании ППГХО, млн. руб.

	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Денежные средства от операционной деятельности						
ЕВИТ	482	720	1439	2671	4103	4849
Корректировки с учетом:						
Износ и амортизация	293	283	430	380	536	558
Денежные потоки от операц. деят-ти до изменений в раб. капит.	775	1003	1869	3051	4639	5407
(Увеличение)/уменьшение ТМЗ	399	-108	151	98	150	128
(Увеличение)/уменьшение дебиторской задолженности	745	10	55	-132	249	157
(Увеличение)/уменьшение кредиторской задолженности	1051	3	-299	76	116	99
(Увеличение)/уменьшение прочих краткосрочных обязательств	0	0	0	0	0	0
Изм-е прочих долгосрочн. активов и обяз-в, чистое	-5	-119	0	0	0	0
Денежные ср-ва от операционной деятельности	676	985	1364	3161	4356	5222
Налог на прибыль уплаченный	-103	-53	-181	-441	-750	-926
Проценты уплаченные	-218	-457	-532	-465	-354	-220
Денежные ср-ва от операционной деятельности, чистые	355	476	651	2255	3252	4075
Денежные средства от инвестиционной деятельности						
Капвложения	1537	1781	1891	1816	1816	1816
Денежные средства, использ. в инвест. деятельности, чистые	-1537	-1781	-1891	-1816	-1816	-1816
Денежные ср-ва от финансовой деятельности						
Поступления от кредитов	949	870	330	0	0	0
Выплата кредитов	-22	0	0	-330	-400	-600
Поступления от СПО	311	1027	550	0	0	0
Дивиденды, выплаченные акционерам						
Чистые денежные средства, используемые в /полученные от финансовой деятельности	1239	1897	880	-330	-400	-600
Корректировки	19	0	0	0	0	0
Чистые изменения в объеме денежных средств	76	592	-360	109	1036	1659
Денежные средства на начало года	37	113	705	345	454	1490
Денежные средства на конец года	113	705	345	454	1490	3149

Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Таблица 17:

Баланс компании НЗХК, млн. руб.

	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
ТМЗ	2312	3326	3463	3431	3751	4252
Дебиторская задолженность	1634	2846	2653	1922	2115	2366
Денежные ср-ва и их эквиваленты	1262	853	2337	4350	5466	6654
Итого оборотные активы	5208	7025	8454	9702	11332	13273
Основные средства	6674	7423	7747	7998	8355	8850
Отложенное строительство	872	500	500	500	500	500
Долгосроч. финанс. вложения	280	356	418	488	558	628
Итого внеоборотные активы	7826	8279	8665	8986	9413	9978
Итого активы	13034	15304	17118	18688	20744	23251
Краткосрочные займы	0	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	785	1367	1404	1391	1521	1724
Прочие краткосрочные обяз-ва	418	449	480	509	540	572
Итого краткосрочн. обяз-ва	1203	1816	1884	1900	2061	2296
Долгосрочные займы	18	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обяз-ва	278	300	300	300	300	300
Итого долгосрочн. обяз-ва	296	300	300	300	300	300
Итого обязательства	1499	2116	2184	2200	2361	2596
Итого капитал	11535	13188	14935	16488	18383	20655
Итого капитал и обяз-ва	13034	15304	17118	18688	20744	23251

Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Таблица 18:

Отчет о движении денежных средств компании НЗХК, млн. руб.

	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Денежные средства от операционной деятельности						
ЕВИТ	1886	2005	2202	1960	2387	2858
Корректировки с учетом:	0	0	0	0	0	0
Износ и амортизация	552	649	718	748	772	807
Денежные потоки от операц. деят-ти до изменений в раб. капит.	2438	2654	2920	2708	3159	3665
(Увеличение)/уменьшение ТМЗ	277	1014	137	-32	320	501
(Увеличение)/уменьшение дебиторской задолженности	-134	1212	-193	-732	193	252
(Увеличение)/уменьшение кредиторской задолженности	-115	582	37	-13	130	203
(Увеличение)/уменьшение прочих краткосрочных обязательств	224	31	30	29	31	31
Изм-е прочих долгосрочн. активов и обяз-в, чистое	-104	-24	-62	-70	-70	-70
Денежные ср-ва от операционной деятельности	2300	1018	2982	3418	2737	3077
Налог на прибыль уплаченный	-558	-410	-441	-392	-478	-572
Проценты уплаченные	62	43	2	2	2	2
Денежные ср-ва от операционной деятельности, чистые	1804	651	2543	3028	2261	2507
Денежные средства от инвестиционной деятельности	0	0	0	0	0	0
Капвложения	1333	984	1042	999	1129	1302
Денежные средства, использ. в инвест. деятельности, чистые	-1333	-984	-1042	-999	-1129	-1302
Денежные ср-ва от финансовой деятельности	0	0	0	0	0	0
Поступления от кредитов	18	0	0	0	0	0
Выплата кредитов	0	-18	0	0	0	0
Дивиденды, выплаченные акционерам	-3	-16	-16	-16	-16	-16
Чистые денежные средства, используемые в /полученные от финансовой деятельности	15	-34	-16	-16	-16	-16
Корректировки	66	-42	0	0	0	0
Чистые изменения в объеме денежных средств	553	-409	1485	2012	1116	1188
Денежные средства на начало года	709	1262	853	2337	4350	5466
Денежные средства на конец года	1262	853	2337	4350	5466	6654

Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Таблица 19:

Отчет о прибылях и убытках компании МСЗ, млн. руб.

	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Выручка	11 364	11 533	12 500	13 553	14 702	15 954
Себестоимость	5 971	5 943	6 926	7 565	8 435	9 414
Валовая прибыль	5 394	5 591	5 574	5 988	6 267	6 540
Админ.-хоз. расходы	1 642	1 903	2 062	2 236	2 426	2 632
Операционная прибыль	3 751	3 688	3 511	3 752	3 841	3 908
ЕВИТДА	4 350	4 339	4 495	4 645	4 861	5 059
Прибыль до налогообложения	3 680	3 259	3 513	3 754	3 843	3 910
Чистая прибыль	2 663	2 607	2 810	3 003	3 074	3 128

Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Таблица 20:

Баланс компании МСЗ, млн. руб.

	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
ТМЗ	7622	9729	11146	12154	13468	14937
Дебиторская задолженность	2397	3279	2780	2991	3220	3471
Денежные ср-ва и их эквиваленты	1152	187	1629	2619	3381	4001
Итого оборотные активы	11171	13194	15555	17764	20069	22409
Основные средства	4752	7163	8054	9194	10380	11622
Отложенное строительство	2833	1500	1500	1500	1500	1500
Долгосроч. финанс. вложения	641	603	603	603	603	603
Итого внеоборотные активы	8227	9266	10157	11297	12483	13725
Итого активы	19398	22460	25712	29061	32552	36134
Краткосрочные займы	0	0	0	0	0	0
Кредиторская задолженность	1903	2275	2607	2843	3150	3493
Прочие краткосрочные обяз-ва	639	750	860	970	1080	1190
Итого краткосрочн. обяз-ва	2543	3025	3467	3812	4230	4683
Долгосрочные займы	0	0	0	0	0	0
Прочие долгосрочные обяз-ва	1052	1025	1025	1025	1025	1025
Итого долгосрочн. обяз-ва	1052	1025	1025	1025	1025	1025
Итого обязательства	3595	4050	4492	4837	5255	5708
Итого капитал	15803	18410	21220	24223	27298	30425
Итого капитал и обяз-ва	19398	22460	25712	29061	32552	36134

Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь

Таблица 21:

Отчет о движении денежных средств компании МСЗ, млн. руб.

	2008	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Денежные средства от операционной деятельности						
ЕВИТ	3610	3088	3511	3752	3841	3908
Корректировки с учетом:						
Износ и амортизация	599	652	984	893	1020	1151
Денежные потоки от операц. деят-ти до изменений в раб. капитал.	4209	3739	4495	4645	4861	5059
(Увеличение)/уменьшение ТМЗ	1135	2107	1418	1008	1313	1470
(Увеличение)/уменьшение дебиторской задолженности	218	882	-499	211	230	250
(Увеличение)/уменьшение кредиторской задолженности	-452	372	332	236	307	344
(Увеличение)/уменьшение прочих краткосрочных обязательств	127	110	110	110	110	110
Изм-е прочих долгосрочн. активов и обяз-в, чистое	102	11	0	0	0	0
Денежные ср-ва от операционной деятельности	2633	1244	4017	3772	3735	3793
Налог на прибыль уплаченный	-1017	-652	-703	-751	-769	-782
Проценты уплаченные	70	171	2	2	2	2
Денежные ср-ва от операционной деятельности,	1685	764	3317	3023	2968	3013
Денежные средства от инвестиционной деятельности						
Капвложения	1750	1730	1875	2033	2205	2393
Денежные средства, использ. в инвест. деятельности, чистые	-1750	-1730	-1875	-2033	-2205	-2393
Денежные ср-ва от финансовой деятельности						
Поступления от кредитов	0	0	0	0	0	0
Выплата кредитов	0	0	0	0	0	0
Дивиденды, выплаченные акционерам	0	0	0	0	0	0
Чистые денежные средства, используемые в /полученные от финансовой деятельности	0	0	0	0	0	0
Корректировки	12	1	0	0	0	0
Чистые изменения в объеме денежных средств	-52	-966	1442	990	763	620
Денежные средства на начало года	1205	1152	187	1629	2619	3381
Денежные средства на конец года	1152	187	1629	2619	3381	4001

Источник: Данные компании, расчеты ИФК Метрополь



ОФИС В МОСКВЕ

ИФК Метрополь
Москва, 119049 Донская ул 13, стр 1

ОФИС В ЛОНДОНЕ

Metropol UK Limited
Princes House, 38 Jermyn Street, London, SW1Y 6DN

БИРЖЕВЫЕ ОПЕРАЦИИ

Телефон в Москве: +7(495) 933 38 83
Телефон в Лондоне: +44 20 7439 68 81

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Телефон в Москве: +7(495) 933 33 03
Телефон в Лондоне: +44 20 7439 68 81

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ

Филип Таунсенд

Руководитель
аналитического отдела
Телефон: +7(495) 223 08 85
E-mail: townsend_p@metropol.ru

Марк Рубинштейн

Зам. руководителя
аналитического отдела
Телефон: +7(495) 223 08 86
E-mail: rubinstein@metropol.ru

Банковский сектор и экономика

Марк Рубинштейн

Старший аналитик
Телефон: +7(495) 223 08 86
E-mail: rubinstein@metropol.ru

Дмитрий Макаров

Младший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1430
E-mail: makarov_d@metropol.ru

Иван Качковский

Младший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1406
E-mail: kachkovski_i@metropol.ru

Металлургия и хим. промышленность

Денис Нуштаев

Старший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1425
E-mail: nushtayev_d@metropol.ru

Андрей Лобазов

Младший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1422
E-mail: lobazov_a@metropol.ru

Медиа и потребительские товары

Сергей Васин

Аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1440
E-mail: vasin_s@metropol.ru

Нефтегазовая промышленность

Алексей Кокин

Старший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1427
E-mail: kokin_a@metropol.ru

Александр Назаров

Старший аналитик
Телефон: +7(495) 223 08 89
E-mail: nazarov_a@metropol.ru

Дмитрий Дзюба

Младший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1448
E-mail: dzuba_d@metropol.ru

Дмитрий Маслов

Младший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1372
E-mail: maslov_d@metropol.ru

Телекоммуникации

Филип Таунсенд

Старший аналитик
Телефон: +7(495) 223 08 85
E-mail: townsend_p@metropol.ru

Сергей Либин

Младший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1374
E-mail: libin_s@metropol.ru

Транспортный сектор и инфраструктура

Андрей Рожков

Аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1420
E-mail: rozhkov_a@metropol.ru

Электрэнергетика

Сергей Бейден

Старший аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1446
E-mail: beyden_s@metropol.ru

Надежда Тимохова

Аналитик
Телефон: +7(495) 933 33 16 доб. 1427
E-mail: timohova_n@metropol.ru

Редакционный отдел

Ричард Прайс

Редактор
Телефон: +7(495) 933 33 16
E-mail: price_r@metropol.ru

Алла Чубаковская

Переводчик
Телефон: +7(495) 933 33 16
E-mail: chubakovskaya@metropol.ru

Виктория Шишкина

Переводчик
Телефон: +7(495) 933 33 16
E-mail: shishkina_v@metropol.ru

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ.

© 2009 ООО «ИФК «МЕТРОПОЛЬ» (далее МЕТРОПОЛЬ). Все права защищены.

Предметом настоящего отчета является предоставление справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумагах. Данный отчет выполнен аналитиком(ами), имя (имена) которого(ых) указано(ы) на титульном листе настоящего отчета. Все взгляды и позиции, изложенные в данном отчете о какой-либо ценной бумаге или эмитенте, отражают личные взгляды данного аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Настоящий отчет является полностью независимым суждением на момент публикации, так как был подготовлен независимо от «Компании» и отражает исключительно точку зрения аналитика. В связи с этим «Компания», ее директора и работники не несут какой-либо ответственности за содержание данного отчета, а, соответственно, вся информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Данный отчет не может являться оценкой стоимости бизнеса и активов «Компании» в связи с тем, что представляет собой независимое суждение и не отвечает целям, предусмотренным законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за потери, возникшие в связи с использованием данного отчета. Информация, содержащаяся в данном отчете, не может использоваться для окончательного принятия инвестиционных решений в отношении ценных бумаг «Компании».

Информация и анализ, представленные в отчете, не могут быть прямо или косвенно связаны с частной рекомендацией(ями) или мнением(ями). Все данные отчета могут быть использованы аналитиками до его публикации. Аналитики получают вознаграждение в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами МЕТРОПОЛЬ, а также дочерних компаний (собираательно «Фирма»). В зависимости от рентабельности деятельности «Фирмы», аналитики получают вознаграждение, которое включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями «Фирмы».

МЕТРОПОЛЬ и компании, входящие в группу компаний «МЕТРОПОЛЬ», или их сотрудники могут совершать любые сделки с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять различные услуги в отношении них, действовать в качестве директора или иного лица «Компании», упомянутой в настоящем отчете. МЕТРОПОЛЬ последовательно придерживается политики, направленной на предотвращение и устранение существующего или возможного конфликта интересов.