

Аналитический обзор
7 декабря 2010 г.

Фабрикация ядерного топлива
Россия

Машиностроительный завод

Участие в «ядерном ренессансе»

Рекомендация: ПОКУПАТЬ

Аналитик: Айрат Халиков
Эл. почта: AKhalikov@velес-capital.ru

Основные моменты

- Мы начинаем покрытие российской атомной отрасли с фабрикатора ядерного топлива - компании МСЗ, являющегося ведущим российским предприятием цикла создания ядерного топлива. Целевая цена акции МСЗ на конец 2011 г. определена равной 420 долл., что подразумевает потенциал роста 50%. Потенциал роста акций по сценарию, базирующемуся на долгосрочной стратегии ТВЭЛ, составляет 61%, с целевой ценой 452 долл. за акцию.
- Лидирующая роль Росатома в строительстве АЭС в мире (доля в строительстве – 22%) гарантирует рост заказов российским производителям ядерного топлива.
- Несмотря на кризисные явления 2008-2009 г. страны только увеличили интенсивность инвестиционной программы строительства АЭС в мире. Ожидается рост количества АЭС более чем в 2 раза в ближайшие 20 лет. Соответственно, можно ожидать удвоение потребления ядерного топлива.
- Энергетическая стратегия России в атомной энергетике предполагает 39%-й рост мощностей АЭС к 2015 г, и 77% к 2022 г. Учитывая, что в России только два предприятия осуществляют фабрикуцию топлива для АЭС, можно быть уверенным, что большая часть заказов будут размещена на МСЗ.
- Создание Топливной компании на базе ТВЭЛ предполагает объединение российских компаний по обогащению и фабрикации урана, в рамках одной группы. Слияние позволит объединить маркетинговый потенциал компаний, что весьма важно при ведении международных переговоров, поскольку западные АЭС предпочитают заключать долгосрочные контракты с крупными и надежными поставщиками.
- Объединение компаний по обогащению урана и фабрикации ядерного топлива может значительно улучшить положение последних, поскольку на Росатом приходится до 40% мировых услуг по обогащению урана и лишь 17% доля в фабрикации ядерного топлива. ТВЭЛ может начать продвигать комплексную услугу по обеспечению полного цикла создания топлива для АЭС.
- Текущая низкая оценка российских производителей ядерного топлива имеет корни в малом знакомстве с темой: интерес к данной сфере у портфельных инвесторов появился лишь в 2005-2006 гг. когда стала очевидна необходимость развития атомной энергетики в быстроразвивающихся странах и произошло рождение идеи «ядерного ренессанса» На данный момент акции МСЗ выглядят весьма недооцененными по сравнению с международными аналогами: дисконт составляет от 65% до 82%. Это значительно отличается от общей ситуации на российском фондовом рынке, где дисконт принимает значения от 0 до 30%.

Основные показатели

Динамика цены акций компании относительно индекса РТС



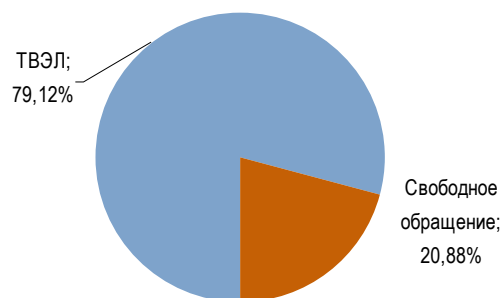
Информация о Машиностроительном заводе

Код РТС	MASZ
Цена обыкновенной акции, долл.	280,0
Мин./макс. цена акции за 52 недели, долл. (об.)	220,0 / 390,0
Годовая целевая цена акции (об.), долл.	419,76
Потенциал роста (об.), %	49,9
Рыночная капитализация, млн долл.	390
EV, млн долл.	287
Количество акций, млн шт.	1,393

Финансовые показатели	2009	2010 (П)	2011 (П)
Выручка, млн долл.	380	320	349
EBITDA, млн долл.	126	116	131
Чистая прибыль, млн долл.	80	60	79
Рентабельность по EBITDA, %	33%	36%	37%
Рентабельность по чистой прибыли, %	21%	19%	23%

Финансовые коэффициенты	2009	2010 (П)	2011 (П)
EV / S	1,12	1,33	1,22
EV / EBITDA	3,4	3,7	3,3
P / E	4,8	6,4	4,9
ROE, %	14	9	11
ROIC, %	14%	9%	11%

Акционерный капитал



Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данной информации не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Оглавление

Обзор гражданской атомной энергетики.	3
Обзор ядерной отрасли России.	6
Обзор фабрикации ядерного топлива.	8
Обзор компании «Машиностроительный завод».....	12
Риски	14
Оценка стоимости акций МСЗ.	15
Базовый сценарий	16
Сценарий, базирующийся на долгосрочной стратегии ТВЭЛ: рост доли в фабрикации ЯТ.	17
Краткий справочник инвестора	18

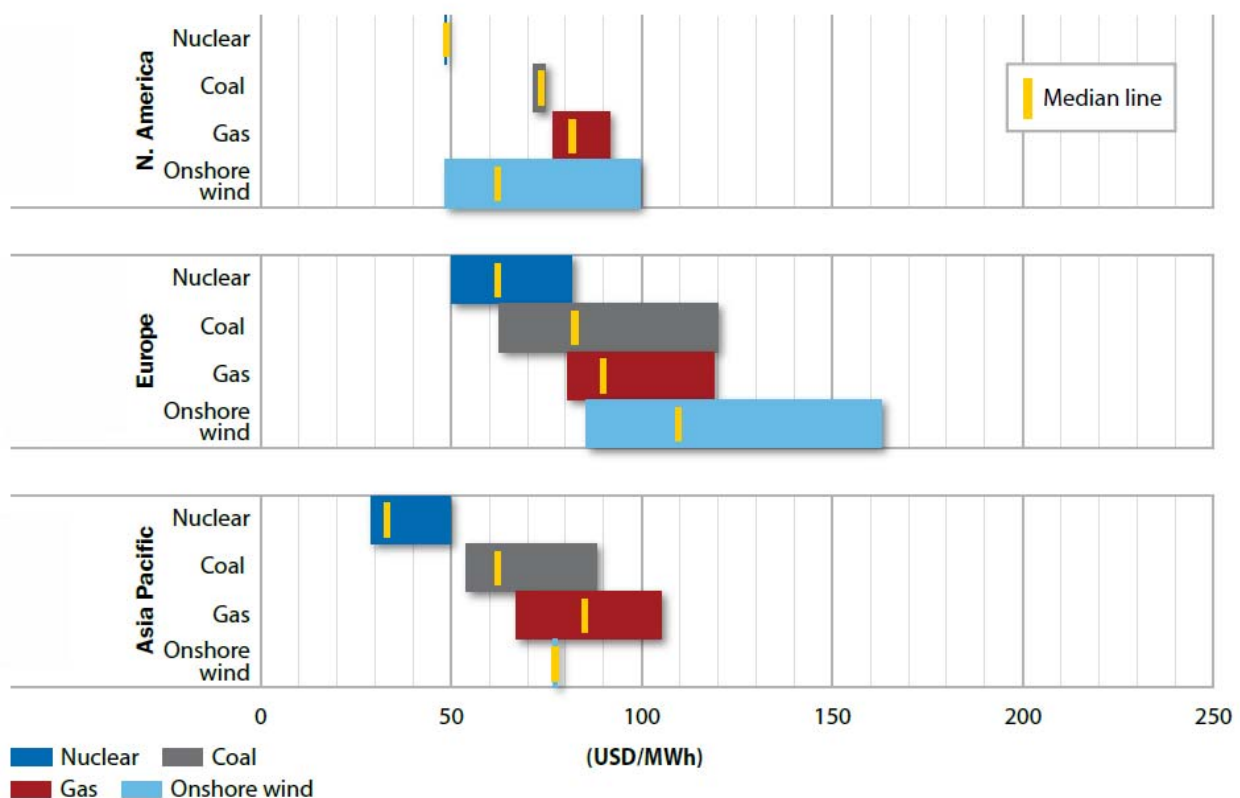
Обзор гражданской атомной энергетики.

В настоящее время, в мировом энергетическом балансе атомная энергетика занимает третье место (15%), вслед за угольной (39%) и гидроэнергетикой (19%).

Перспектива развития атомной энергетики обусловлена тенденцией общего роста энергопотребления, конкурентоспособностью АЭС в части себестоимости производимой энергии по сравнению с другими типами генерации, необходимостью обеспечения энергоемких отраслей промышленности, истощением запасов и зависимостью стран от углеводородного сырья, стремлением к сокращению выбросов CO₂ в атмосферу, а также рядом других факторов.

В основном рост интереса к ядерной энергетике связан с масштабным ростом цен на традиционные энергоносители – нефть и газ и ограниченностью возможности строительства иных типов электростанций, таких как гидроэлектростанции.

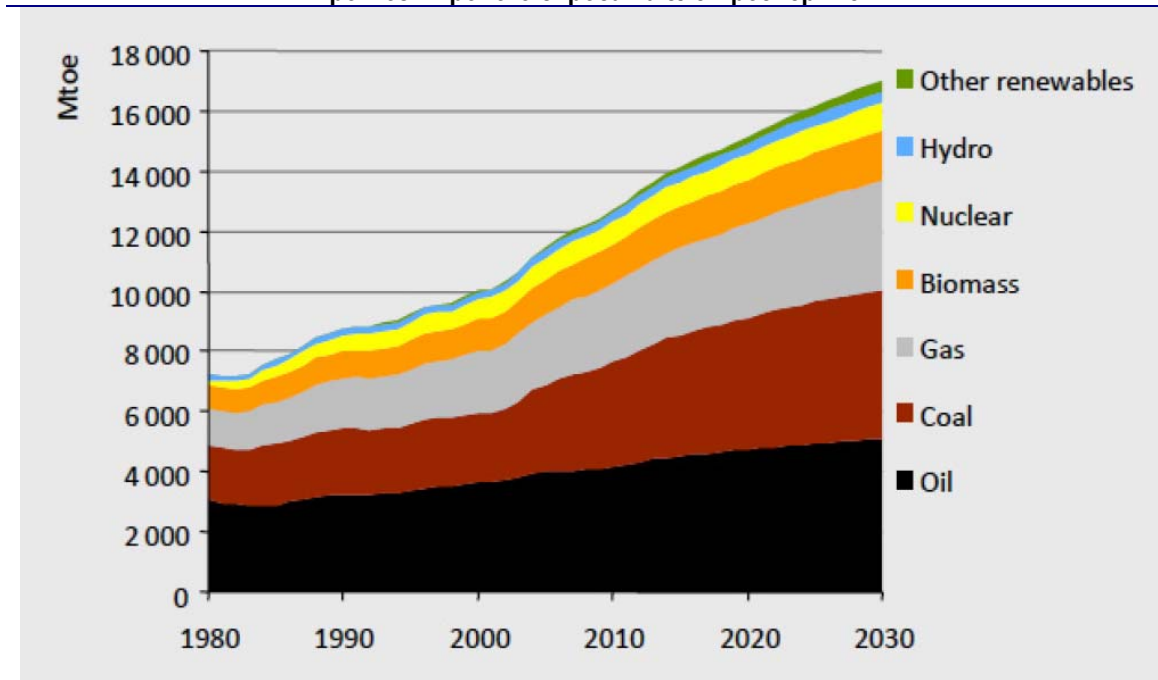
Сравнение полной себестоимости генерации электроэнергии, 2010



Источник: International Energy Agency «Projected Costs of Generating Electricity», 2010

С развитием мировой экономики и увеличением производства в развивающихся странах (в первую очередь в Китае и Индии) вопрос обеспечения растущих потребностей в электроэнергии становится все более актуальным. По прогнозу International Energy Association мировой спрос на электроэнергию будет расти на 2,5% в год и к 2030 г. суммарный рост составит 40%. Этот рост, большей частью приходится на развивающиеся азиатские страны, за которыми следуют страны Ближнего Востока.

Прогноз мирового спроса на электроэнергию

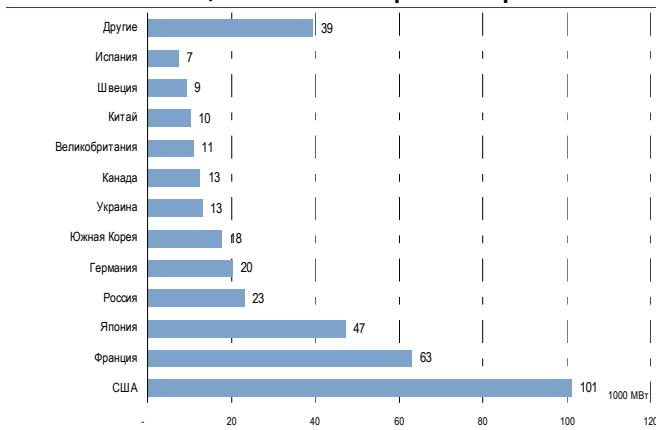


Источник: WNA, 2009

В 2009 г., несмотря на продолжающийся финансово-экономический кризис, планы многих стран по развитию атомной энергетики остались без изменений, а Китай и Индия анонсировали еще более агрессивные программы строительства АЭС.

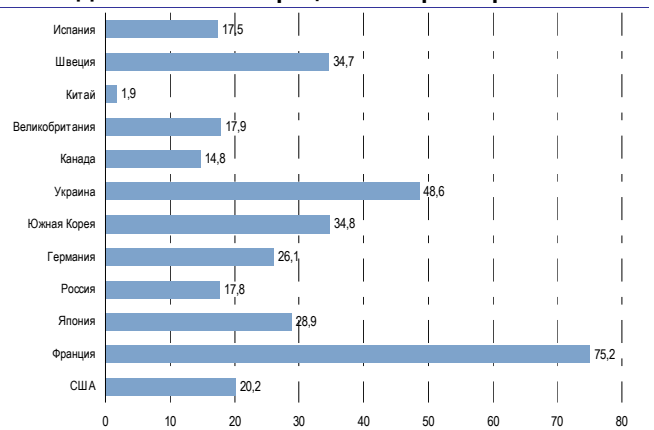
Согласно планам по развитию атомной энергетики различных стран, в течении ближайших 20 лет количество атомных реакторов в мире может увеличиться в 2 раза

Мощность АЭС в странах мира



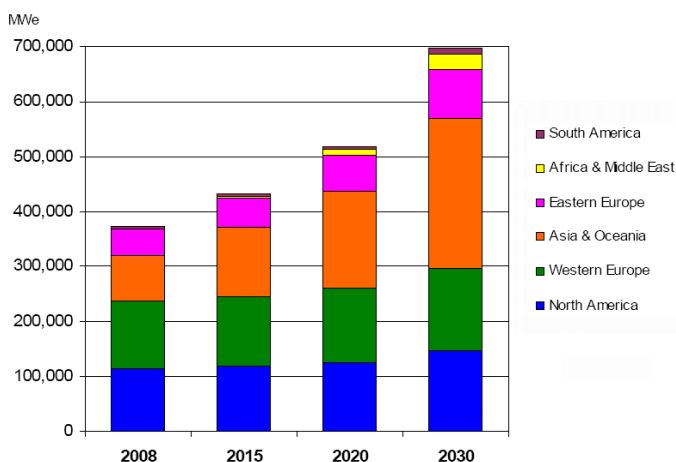
Источник: WNA, 2010

Доля АЭС в генерации электроэнергии

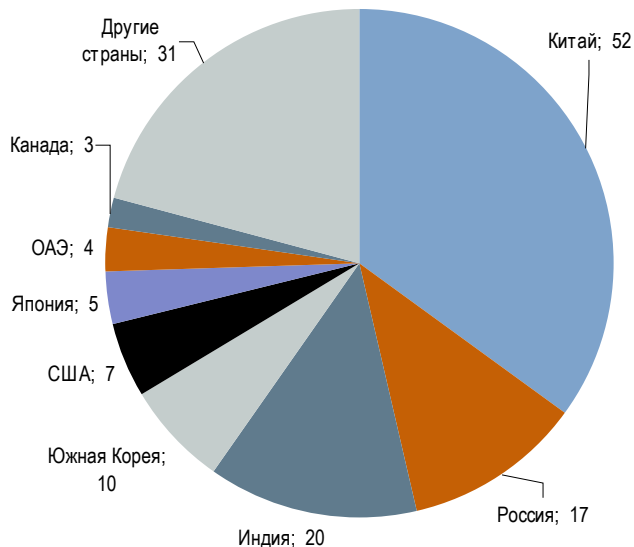


Источник: WNA, 2010

Прогноз динамики ввода мощностей АЭС в мире, МВт



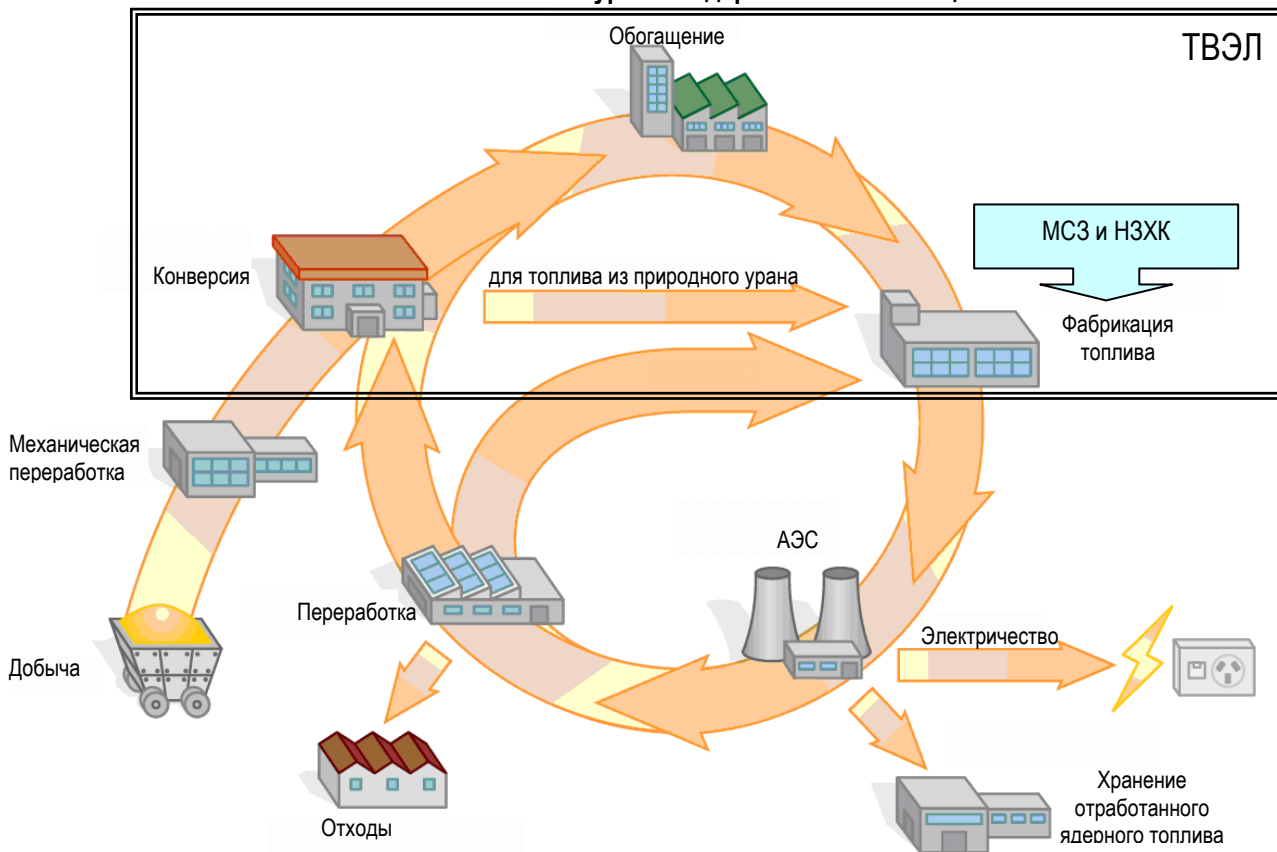
Кол-во вводимых атомных реакторов по странам, 2009-2020 гг., шт.



Источник: UxC, 2010

Наиболее интенсивная программа строительства АЭС осуществляется Китаем, транспортная система которого задыхается от перевозок угля для нужд угольных электростанций, занимающих до половины всех перевозок в стране. Спрос на электроэнергию в Китае в значительной степени коррелирован с ростом промышленного производства, который принимает двузначные значения за последние 10 лет.

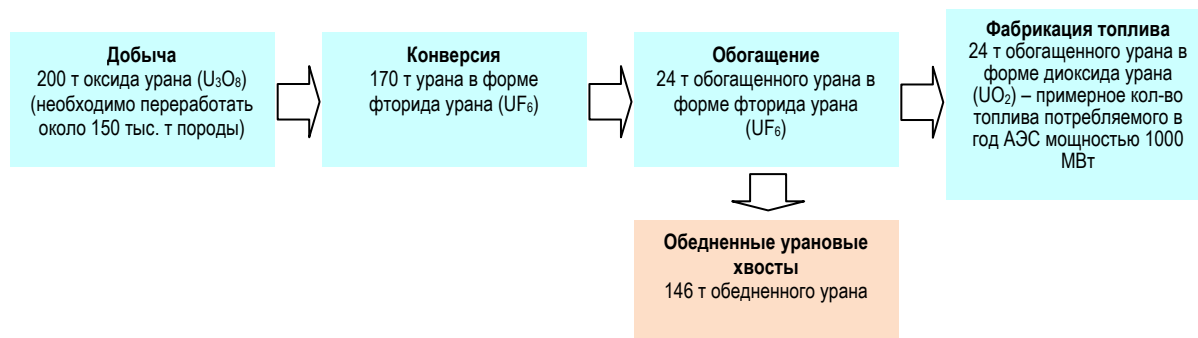
Использование урана в ядерном топливном цикле



Типичный атомный реактор на 1000 МВт требует загрузки приблизительно 75 т ядерного топлива при первоначальном запуске реактора и замены приблизительно 25 т топлива каждый год. При этом продолжительность топливного цикла может различаться и длиться от 12 до 24 месяцев.

Машиностроительный завод, рассматриваемый в данном обзоре, относится к этапу фабрикации ядерного топлива.

Относительные объемы урана, используемые в цикле создания ядерного топлива:



Источник: «Uranium Mining, Processing and Nuclear Energy», Report to the Prime Minister by the Uranium Mining, Processing and Nuclear Energy Review Taskforce, 2006.

Обзор ядерной отрасли России.

В Советскую эпоху ядерная отрасль впитала огромные количества финансовых, минеральных и человеческих ресурсов для производства оружейного урана и плутония. По грубым оценкам, по меньшей мере, 25% ВВП Советского Союза с 1946 г. по 1986 г. было направлено на развитие ядерной отрасли.

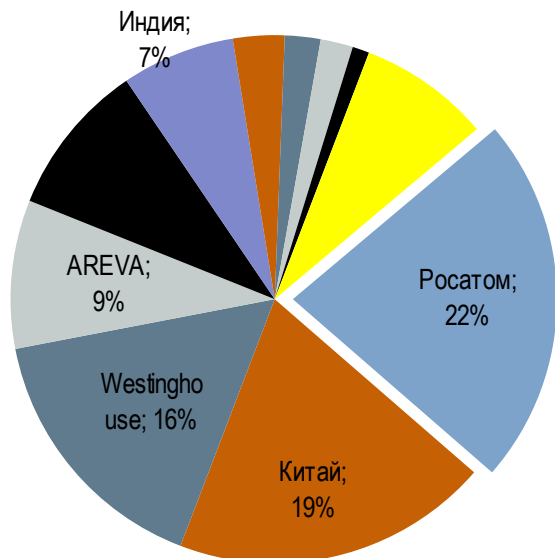
Атомная отрасль в 2000 г. первой из отраслей промышленности России достигла доперестроечного уровня производства. С 1998 г. АЭС страны обеспечивают ежегодный прирост производства электроэнергии в среднем на 7 млрд кВт/ч.

Значительная часть кадров и научного потенциала была сохранена в кризисные 90-е, что позволило Росатому занять лидирующую роль в строительстве гражданских атомных реакторов в мире в настоящее время (20-22% от всех строящихся и проектируемых реакторов). По данным АтомСтройЭкспорта¹, до 2025 г. Росатом построит 30-45 новых блоков АЭС за рубежом, что приблизительно составит 20% мирового рынка. Оценка UxС несколько выше – они ожидают, что Росатом будет возводить до 22% новых реакторов.

В атомной отрасли для компаний, строящих атомные реакторы, используется устоявшийся термин – вендоры. Вендор атомного реактора также принимает на себя функцию обеспечения поставок уранового топлива для первой и последующей заправки реакторов. Данное обстоятельство гарантирует компаниям, входящим в корпорацию Росатом, в том числе Машиностроительному заводу (3/4² мощностей Росатома по фабрикации ЯТ) и Новосибирскому заводу химконцентратов (1/4 мощностей по фабрикации ЯТ), значительный рост спроса на их продукцию с вводом в строй новых атомных электростанций.

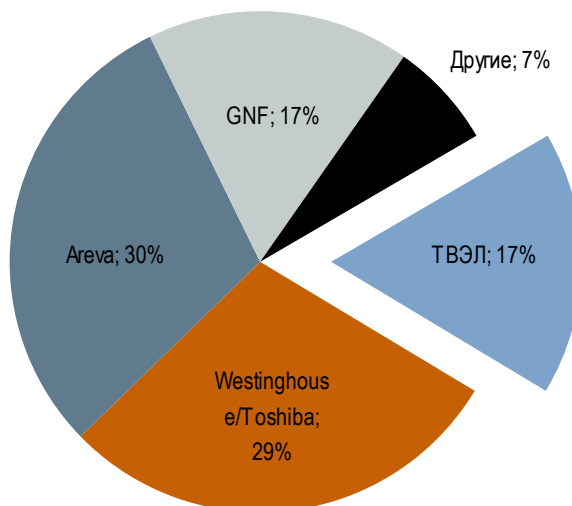
¹ АтомСтройЭкспорт - дочерняя компания Росатома, осуществляющая строительство АЭС за рубежом.

² Оценка распределения производственных мощностей базируется на данных опубликованных в отчете UxС «Fabrication Market Outlook», 2009.

Доли вендоров новых атомных реакторов,
2009-2020 г.г.

Источник: УхС, 2010

Глобальные поставщики ядерного топлива

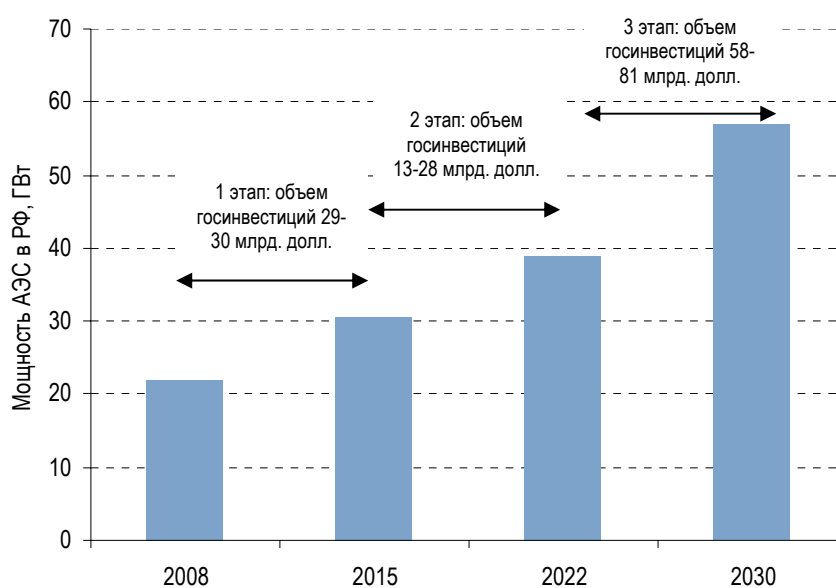


Источник: ТВЭЛ, 2010

Инвестиционная программа России в атомной энергетике весьма обширна. В 2009 г. Правительство Российской Федерации утвердило Энергетическую стратегию России на период до 2030 г. Согласно документу, государство будет оказывать прямую поддержку развитию атомной энергетике. Стратегией предусмотрен рост установленной мощности АЭС более чем в два раза к 2030 г.

Запланированный объем капиталовложений, необходимых для развития российской атомной энергетике, составляет до 2030 г. 100-139 млрд. долл. (в ценах 2007 г.).

Энергетическая стратегия России (атомная энергетика)



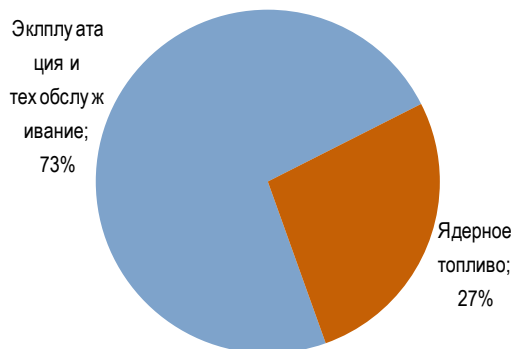
Источник: ТВЭЛ

При таких масштабных планах строительства новых энергоблоков и, учитывая, что в России только два предприятия осуществляют фабрикацию ядерного топлива для гражданских АЭС, можно ожидать 39% роста заказов к 2015 г. на фабрикацию ядерного топлива для российских АЭС и размещения их на МСЗ и НЗХК.

Обзор фабрикации ядерного топлива.

Фабрикация топлива представляет из себя процесс создания топливных сборок для ядерных реакторов, при котором из обогащенного гексафторида урана создается диоксид урана (UO_2) и фабрикуется в форму таблеток. Чаще всего урановые таблетки загружаются в трубки из циркониевого сплава или нержавеющей стали, формируя, таким образом, топливные сборки (ТВЭЛы), которые используются в рабочей зоне атомных реакторов.

Структура затрат АЭС

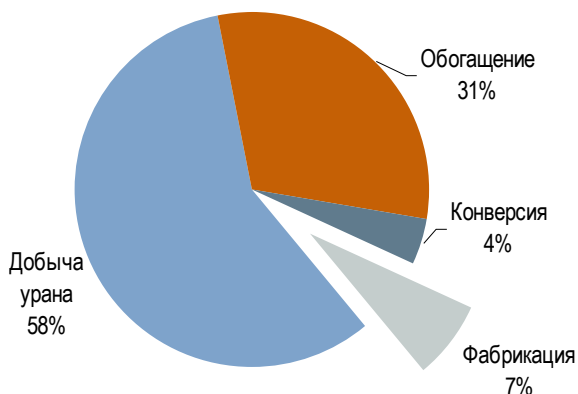


Источник: Nuclear Energy Institute, 2007.

На фабрикацию ядерного топлива приходится не более 8% итоговой себестоимости топлива, что определяет низкую чувствительность АЭС к цене данной услуги.

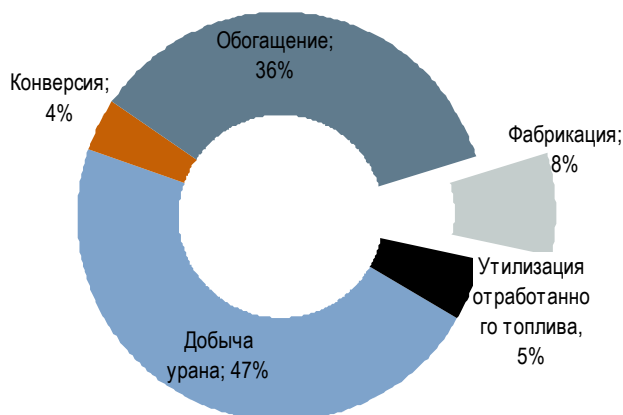
Структура затрат на создание ядерного топлива

Оценка NEI



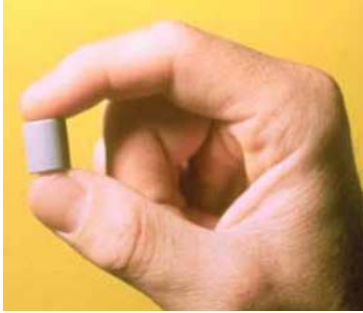
Источник: Nuclear Energy Institute, 2007, TradeTech, 2009

Оценка UxC



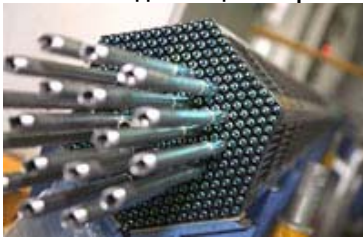
Источник: UxC, 2009

Таблетка из урана



Источник: Сатесо

Тепловыделяющая сборка



Источник: ТВЭЛ

Рынок фабрикации топлива значительно отличается от рынка услуг по конверсии и обогащения урана тем, что каждая топливная сборка проектируется для конкретного класса реактора. Фабрикация ядерного топлива является наиболее сложным этапом с технологической точки зрения в рамках ядерного топливного цикла. Готовые ядерные топливные сборки не являются таким взаимозаменяемым товаром (commodities) как уголь, нефть, газ или обогащенный уран. Существует, по меньшей мере, 100 различных спецификаций топливныхборок для ядерных реакторов в мире.

Единицей торговли на рынке фабрикации ядерного топлива является топливная сборка, которая содержит обогащенное урановое топливо в структуре из циркониего сплава, назначение которого максимизация эффективности производства энергии и изоляция радиоактивных продуктов распада.

Структура топливной сборки, как правило, утверждается национальным регулятором и должна быть одобрена для использования в специальном типе реактора. При поиске поставщика топлива, АЭС ориентируются на следующие ключевые параметры: надежность потенциального поставщика и предлагаемая цена. В этом контексте, предприятия входящие в Росатом, имеют хорошую репутацию на западном рынке, значительный вклад в которую внес Тепех, дочерняя компания Росатома, поставляющая американским АЭС российского ядерное топливо по программе ВОУ-НОУ³.

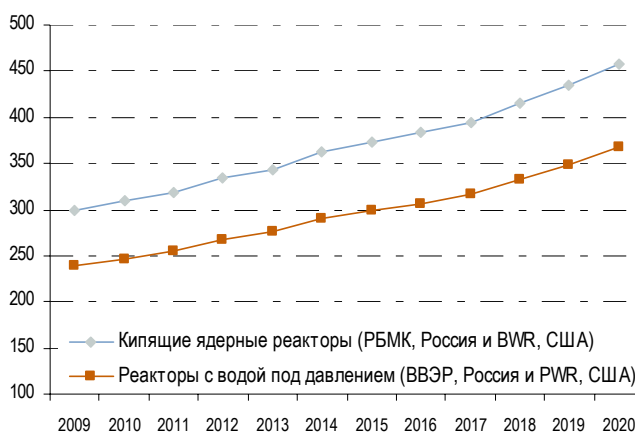
Как правило, топливные сборки поставляются через долгосрочные контракты. Не существует спотового рынка на услуги фабрикации ЯТ, также как и не существует регулярно публикуемых рыночных цен для таких услуг, в отличие от цен на природный уран и услуги по обогащению.

Различные типы топливныхборок различаются в эффективности производства энергии (т.е. количества обогащенного урана требуемого для генерации определенного количества энергии). Поскольку стоимость обогащенного урана значительно превышает стоимость услуг по обогащению, АЭС готовы платить более высокую цену за более эффективную структуру топливной сборки. В этом смысле предприятия ТВЭЛ, имеющие свои научно-исследовательские лаборатории и регулярно предлагающие рынку более совершенные структуры топливныхборок, находятся в хорошем положении.

Ежегодный спрос на услуги по фабрикации топлива для реакторов на легкой воде (LWR) составляет 7 000 т обогащенного урана (выражаемого в тоннах металлического урана - tonnes of heavy metal, или tHM). По оценке WNA спрос на фабрикацию ядерного топлива для реакторов на легкой воде вырастет до 9 700 tHM к 2015 г. Потребность в фабрикации топлива для реакторов на тяжелой воде (для реакторов типа CANDU) составляет 3 000 tHM/ год. Потребность в услугах по фабрикации топлива будет расти пропорционально увеличению объема атомной генерации.

³ По программе ВОУ-НОУ, известной также как «Мегатонны в мегаватты», Россия поставляет американским АЭС низкообогащенный уран (НОУ), получаемый на предприятиях Росатома из высокообогащенного оружейного урана (ВОУ). По оценке Росатома, именно доходы от данной программы позволили сохранить российский потенциал, кадры и ряд предприятий атомной энергетики в 1990-е г. Программа завершается в 2013 г.

**Прогноз стоимости фабрикации ядерного топлива,
долл./kgU**



Источник: UxC 2009

Мощности по фабрикации ядерного топлива для реакторов на легкой⁴ воде, tHM в год⁵

	Фабрикатор	Расположение	Конверсия	Изготовление таблеток / гранулирование	Сборка ТВЭЛ
Бельгия	AREVA NP - FBFC	Dessel	0	700	700
Бразилия	INB	Resende	160	160	280
Китай	CNNC	Yibin	400	400	450
Франция	AREVANP - FBFC	Romans	1800	1400	1400
Германия	AREVA NP - ANF	Lingen	800	650	650
Индия	DAE Nuclear Fuel Complex	Hyderabad	48	48	48
	NFI (BWR)	Kumatori	0	360	284
	NFI (PWR)	Tokai - Mura	0	250	250
Япония	Mitsubishi Nuclear Fuel	Tokai - Mura	475	440	440
	GNF - J	Kurihama	0	750	750
	ULBA	UstKamenogorsk	2000	2000	0
Казахстан	ULBA	UstKamenogorsk	2000	2000	0
Корея	KNFC	Daejeon	600	600	600
	МСЗ (ТВЭЛ)	Электросталь	1450	1200	1200
Россия	НЗХК (ТВЭЛ)	Новосибирск	250	200	400
	ENUSA	Juzbado	0	300	300
Испания	ENUSA	Juzbado	0	300	300
Швеция	Westinghouse AB	Västeras	600	600	600
Великобритания	Westinghouse	Springfields	950	600	860
	AREVA Inc	Richland	1200	700	700
	AREVA Inc	Lynchburg	0	700	700
США	GNF	Wilmington	1200	1200	750
	Westinghouse	Columbia	1500	1500	1500
Всего			13433	14758	12862

Источник: WNA, 2009

Главными заказчиками услуг фабрикации ядерного топлива являются вендоры атомных реакторов, поскольку они поставляют топливо, как для первой заправки АЭС, так и для последующих дозаправок реакторов.

В Евросоюзе действует правило по которому каждая АЭС должна иметь как минимум двух поставщиков ядерного топлива. В рамках данного правила, японо-

⁴ Реакторы на легкой воде составляют 86% мирового парка атомных реакторов (376 реакторов).

⁵ Данные об объеме мощностей по фабрикации топлива в Казахстане могут быть неточными. Казахские мощности по фабрикации никогда не использовались полностью. По оценкам UxC, казахские фабрикаторы загружены на 300 tHM/год, что составляет лишь 15% от заявленных 2000 tHM/год.

американский Westinghouse освоил производство топливных сборок для реакторов типа ВВЭР и РБМК и обеспечивает поставки ограниченного кол-ва топливных сборок в Финляндию, Чехию и Украину. Ранее все реакторы российского дизайна заправлялись только производимым в России топливом.

В настоящее время на международном рынке АЭС завершилась консолидация сил. Основная борьба разворачивается между тремя гигантами - японо-американскими Toshiba-Westinghouse, Hitachi-General Electric и японо-французской Mitsubishi Heavy Industries-AREVA.

Учитывая мировую тенденцию в отрасли, проявляющуюся в консолидации производителей топлива, в России была создана Государственная Корпорация «Росатом», которая сможет на равных конкурировать с вышеперечисленными западными компаниями. В результате консолидации деятельности по развитию ядерных производств также обеспечиваются как экономия на транзакционных издержках в рамках ядерного топливного цикла, так и концентрация и наращивание собственного инвестиционного ресурса

Ядерное топливо в РФ производится корпорацией ТВЭЛ, дочерней компанией Росатома. В настоящее время в рамках ТВЭЛ формируется Топливная компания, которая объединит как мощности по обогащению урана, так и фабрикация ядерного топлива (МСЗ и НЗХК). Создание топливной компании позволит укрепить позиции компании на глобальном рынке и создать дополнительные преимущества по сравнению с конкурентами.

ТВЭЛ активно расширяет свое присутствие в динамично развивающемся регионе стран Азии. В 2009 г. компания существенно расширила сотрудничество с Индийской корпорацией по атомной энергии, подписав контракт и приступив к поставкам топливных таблеток для АЭС, в том числе нероссийского дизайна.

В кооперации с AREVA, МСЗ осуществляет поставки топлива на рынки Западной Европы. ТВЭЛ объявил о намерении войти в бизнес фабрикация топлива для PWR в Европе, США и Японии и в настоящее время ТВЭЛ заключает партнерские соглашения с крупнейшими АЭС напрямую.

Компания также приступила к практическим испытаниям топлива «ТВС-квадрат» и к процедурам его лицензирования за рубежом. «ТВС-Квадрат» - успешный проект МСЗ по созданию топлива для реакторов АЭС западного дизайна. Российская конструкция топлива для реакторов PWR обладает стабильной геометрией, не подвержена повреждениям и обладает более высокой степенью выгорания топлива.

ТВЭЛ обеспечивает потребности в топливе 74 энергетических реакторов различных типов в России и шестнадцати странах Азии и Европы, на 30 исследовательских реакторов в России и за рубежом, а также для судовых реакторов российского флота.

Ядерное топливо ТВЭЛ эксплуатируют атомные электростанции Армении, Болгарии, Великобритании, Венгрии, Германии, Индии, Ирана, Китая, Литвы, Нидерландов, России, Словакии, Украины, Финляндии, Чехии, Швеции, Швейцарии.

Обзор компании «Машиностроительный завод»

Машиностроительный завод (МСЗ) расположен в городе Электросталь Московской области. МСЗ производит ядерное топливо для АЭС с 1953 г. В 1959 г. завод начал фабрикацию топлива для ледокольного флота.

МСЗ входит в корпорацию «ТВЭЛ», занимающую 17% долю на мировом рынке поставок ядерного топлива. Долгосрочной целью ТВЭЛ является завоевание к 2025 г. 25% мирового рынка ядерного топлива, что предполагает 47% рост объема фабрикации топлива. На наш взгляд это является весьма достижимой целью, поскольку 40% мировых мощностей по обогащению урана находятся в России. Данная долгосрочная цель явилась отправной точкой для построения нами финансовой модели МСЗ по второму сценарию.

Основную часть, порядка 90% производственной программы МСЗ, составляет ядерное топливо для АЭС с реакторами на тепловых и быстрых нейтронах. Топливо изготавливается и поставляется в виде тепловыделяющих сборок для различных типов реакторов.

МСЗ поставляет ядерное топливо в виде тепловыделяющих сборок для атомных электростанций, как российским потребителям, так и зарубежным. Основными покупателями являются ТВЭЛ и AREVA NP (Германия). На ТВЭЛ в 2К10 приходилось 46,2 % от общего объема реализации. Доля AREVA NP (Германия) в общем объеме реализации в 2К10 составила 51,2 %.

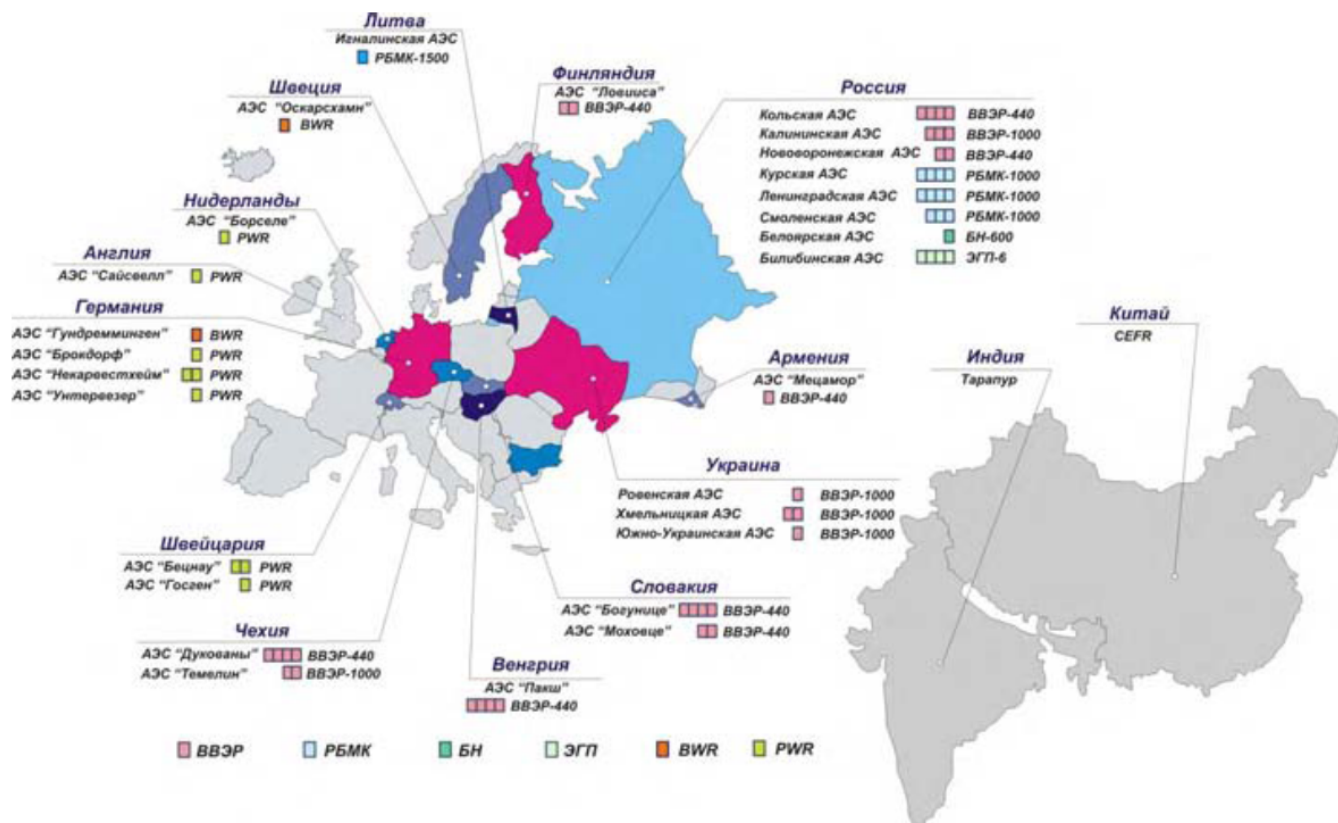
На российский рынок поставляются в основном тепловыделяющие сборки для реакторов РМБК и ВВЭР. Они производятся двумя отечественными производителями - МСЗ и НЗХК, входящими в корпорацию ТВЭЛ.

Российский рынок характеризуется отсутствием рыночных механизмов регулирования: объемы производства, ценообразование, условия поставок определяются административным путем структурами Федерального Агентства по атомной энергии Российской Федерации. Однако в настоящее время в ГК «Росатом» осуществляется переход на рыночное ценообразование при сделках между компаниями, входящими в Росатом.

МСЗ также осуществляет фабрикацию топлива для поставок в зарубежные страны: СНГ (Украина и Армения), Литву, Болгарию, Чехию, Финляндию, Словакию, Венгрию, Швейцарию и Индию.

МСЗ с 1993 г. сотрудничает с компанией Siemens, который в 2001 г. стал частью Framatome ANP, подразделения франко-германского концерна AREVA, в области производства топлива для реакторов западного дизайна PWR (Pressurized Water Reactor) и BWR (Boiling Water Reactor). Сейчас предприятие производит и поставляет топливо на 9 АЭС стран Западной Европы (Германия, Швейцария, Швеция, Нидерланды).

География использования топлива МСЗ



Источник: данные компании

В совокупности, топливо, произведенное на МСЗ обеспечивает работу 57 гражданских атомных реакторов.

На российском рынке услуг по фабрикации топлива ситуация стабильная в силу его закрытости от конкурентов. В страны Европы, являвшиеся партнерами по Союзу и Варшавскому договору, ядерное топливо поставляется также американско-японской компанией Westinghouse -- по правилам Евросоюза каждая АЭС должна иметь, по крайней мере, одного альтернативного поставщика топлива.

Деятельность предприятия на внешних рынках, как по заказам Корпорации «ТВЭЛ» (Украина и страны Восточной Европы), так и в рамках кооперации с AREVA NP осуществляется в условиях сильной конкуренции. Имеющиеся долгосрочные контракты на поставку топлива на эксплуатирующиеся реакторы российской постройки, планы по строительству Росатомом новых реакторов за рубежом (например, в Турции), а также планы по строительству новых атомных генерирующих мощностей в Европе для восполнения выводимых из эксплуатации создают хорошие перспективы стабильности в экспортных поставках предприятия.

Положительным фактом является заключение договора на поставку топливных таблеток в Индию, испытывающую острый дефицит производственных мощностей. Интерес для МСЗ представляют также японские и южнокорейские компании, у которых существует некоторый дефицит производства порошка диоксида урана.

МСЗ располагает научно-исследовательскими лабораториями и активно сотрудничает с ведущими научно-исследовательскими и проектными организациями отрасли в сфере разработки конструкции и технологии тепловыделяющих элементов и тепловыделяющих сборок и создания новых технологических процессов и специального оборудования.

В целях сокращения затрат и для обеспечения концентрации ресурсов на развитие основного направления деятельности, в 2009 г. на предприятии продолжилась начатая в 2008 г. работа по реформированию вспомогательных и обслуживающих цехов. Предприятие за 2005 – 2009 гг. активно работало по программам развития производства и сокращения затрат на соответствующие годы. Эти меры позволили сдержать инфляционный рост затрат и удерживать их на среднегодовом уровне в 76 коп. на 1 руб. реализованной продукции.

Объемы чистой прибыли, получаемые компанией от производства ядерного топлива, позволяют проводить модернизацию предприятия и реконструкции производства без привлечения заемных средств.

Риски

- Стремление к локализации фабрикации ядерного топлива: с большой вероятностью до 2030 г. в мире будет избыток фабрикационных мощностей и ситуация может усугубиться стремлением стран с интенсивной ядерной программой к локализации фабрикации ЯТ, что сделает предложение услуг по фабрикации еще более избыточным. Однако существование некоторой избыточности мощностей фабрикации топлива является нормальным, поскольку для первичной загрузки реакторы требуется в три раза большее количество топлива, чем для последующих дозаправок.
- Рост интереса глобальных поставщиков ядерного топлива к сегменту ядерного топлива для ВВЭР по мере роста парка реакторов российского дизайна, подкрепленный требованиями ЕС касательно диверсификации поставщиков и ограничениями по срокам контрактов. Сопряженный с этим вызов - стремление ряда нынешних партнеров ТВЭЛ к локализации фабрикации (Китай, Украина, Индия, Чехия).
- Рост конкурентной активности в сегменте ЯТ для PWR – реакторов западного дизайна. Открывающиеся возможности для ТВЭЛ на рынке фабрикации связаны, прежде всего, с сегментом ядерного топлива для PWR. В первую очередь, к таким возможностям относится стремление операторов к диверсификации поставщиков. Во вторую очередь, это отсутствие у претендентов на статус глобальных поставщиков производственных мощностей в Европе и США.

Оценка стоимости акций МСЗ.

Оценка акций МСЗ была проведена исходя из двух сценариев: базового и сценария базирующегося на стратегии Росатома. Во всех сценариях были использованы прогнозы UxC по стоимости услуг фабрикации, прогнозы UxC, World Nuclear Association, Росатома и ТВЭЛ по объему рынка ядерного топлива и доли ТВЭЛ на этом рынке.

- Базовый сценарий: ТВЭЛ и его дочерние компании, в том числе МСЗ, сохраняют свою долю в мировом производстве ядерного топлива для гражданских атомных реакторов. Рост производства ядерного топлива в натуральном выражении определяется темпами ростом мощностей АЭС в России и мире.
- Второй сценарий: ТВЭЛ, включая дочерние компании, увеличивает долю в мировой фабрикации ядерного топлива в соответствии со своей долгосрочной стратегией с 17% до 25%.

Ставка дисконтирования.

Оценка ставки дисконтирования проводилась исходя из ожидаемой безрисковой доходности, а также премий к ней для расчета стоимости акционерного и заемного капитала. В качестве безрисковой ставки мы использовали прогнозную доходность десятилетних американских treasuries (4%), а также дополнительную премию за риск инвестирования в российский рынок (6,3%).

Оценка стоимости акционерного капитала проводилась на основе модели CAPM. Премия за риск инвестирования в рынок акций составляет 5%. Коэффициент beta мы использовали на уровне 0,8, что соответствует текущему значению данного показателя. Кроме того, мы использовали дополнительную премию к стоимости акционерного капитала в размере 1,3%, с целью учесть низкую ликвидность акций.

При анализе первого сценария нами определена справедливая цена акций МСЗ на конец 2011 г. равной 420 долл., а по второму сценария равной 452 долл.

Сравнительный подход.

Кроме доходного подхода был проведен расчет стоимости МСЗ с использованием сравнительного подхода. Проведение анализа сравнимых компаний затруднено, поскольку из-за кризисных явлений произошла консолидация в мировой ядерной отрасли и акции фабрикаторов ЯТ не торгуются на биржах, кроме акций российских МСЗ и НЗХК. Наиболее близкими аналогами нам представляются компании полного топливного цикла: IHI corp, AREVA SA, USEC Inc., Mitsubishi Heavy Industries. Спектр деятельности этих компаний наиболее близок к ТВЭЛ, материнской компании МСЗ, которая кроме фабрикации топлива также контролирует российские предприятия по обогащению урана.

В качестве базы для оценки мы использовали мультипликаторы EV/EBITDA и P/E по 2010 г., 2011 г. и 2012 г. Исходя из текущих рыночных мультипликаторов, стоимость акции МСЗ, без учета скидок за низкую ликвидность и размер компании, оценивается в диапазоне 744-1584 долл. за акцию, что значительно превышает оценку стоимости акции с использованием доходного подхода. На наш взгляд низкая оценка МСЗ и его российского аналога НЗХК объясняется исключительно малым знакомством инвесторов с ядерной отраслью России. Мы ожидаем, что спред по отношению к международным аналогам будет снижаться, поскольку Росатом – материнская компания ТВЭЛ и МСЗ, предпринимает значительные усилия по освещению событий, происходящих в отрасли.

Базовый сценарий

Финансовая модель МСЗ, млн долл.

	2009	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)		2009	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)		
Отчет о прибылях и убытках						WACC							
Выручка	380	320	340	368	391	Безрисковая ставка, %			4,0	4,0	4,0		
Операционные расходы	-224	-182	-191	-212	-222	Страновой риск, %			6,3	6,3	6,3		
ЕБИТДА	126	116	128	134	145	Стоимость акционерного капитала (ао), %			15,6	15,6	15,6		
Амортизация	-22	-28	-28	-30	-31	Доля акционерного капитала, %			100	100	100		
ЕБИТ	104	88	99	104	114	Систематический риск рынка акций, %			5,0	5,0	5,0		
Разовые статьи	0	0	0	0	0	Beta			0,8	0,8	0,8		
Процентные расходы	0	0	0	0	0	Специфический риск компании, %			1,3	1,3	1,3		
Неоперационные доходы/расходы	-3	-15	0	0	0	Стоимость долга, %			0,0	0,0	0,0		
Прибыль до налогообложения	101	73	99	104	114	Доля заемного капитала, %			0	0	0		
Налог на прибыль	-23	-12	-23	-24	-26	WACC, %			15,6	15,6	15,6		
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	Свободный денежный поток							
Чистая прибыль	80	60	77	80	88	ЕБИТ	104	88	99	104	114		
Баланс						Амортизация	(22)	(28)	(28)	(30)	(31)		
Долгосрочные активы	312	333	374	416	459	Капитальные затраты	(72)	(49)	(69)	(72)	(74)		
Основные средства и нематер. активы	304	322	363	405	449	Изменение чистого оборотного капитала	(26)	(26)	(19)	(15)	(1)		
Прочие долгосрочные активы	8	11	11	11	10	Свободный денежный поток	0	15	16	25	45		
Краткосрочные активы	426	426	435	461	470	Ставка дисконтирования, %			16	16	16		
Оборотные активы	354	322	333	362	375	Коэффициент дисконтирования			1,00	0,87	0,75		
Ден. средства, краткоср. инвестиции	72	104	101	100	95	Дисконтированный свободный денежный поток			16	22	34		
Итого активы	738	759	808	877	929	Оценка стоимости обыкновенных акций							
Средства акционеров	588	633	695	750	792	Ставка роста в постпрогнозный период,			3,03%				
Акционерный капитал	588	633	695	750	792	Сумма дисконтированного денежного			429				
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	Дисконтированная продленная стоимость			104				
Долгосрочные обязательства	25	27	25	27	29	Стоимость бизнеса компании			533				
Долгосрочные займы	0	0	0	0	0	Стоимость чистого долга (-)			52				
Прочие долгосрочные обязательства	25	27	25	27	29	Доля миноритарных акционеров (-)			0				
Краткосрочные обязательства	125	98	88	100	108	Стоимость финансовых вложений (+)			0				
Краткосрочные займы	0	0	0	0	0	Стоимость акционерного капитала			585				
Оборотные обязательства	125	98	88	100	108	Фундаментальная стоимость акции, долл.			420				
Итого обязательства и средства акционеров	738	759	808	877	929	Чувствительность оценки, %							
Движение денежных средств						TCR – WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
Основная деятельность	108	96	82	96	114	-2,0	+31%	+18%	+7%	-1%	-9%	-15%	-20%
Чистая прибыль	80	60	77	80	88	-1,0	+36%	+21%	+9%	-1%	-9%	-16%	-21%
Амортизация	22	28	28	30	31	0,0	+43%	+25%	+11%	+0%	-9%	-16%	-23%
Изменение оборотного капитала	-26	-26	-19	-15	-1	1,0	+52%	+30%	+13%	+1%	-9%	-17%	-24%
Прочее	105	94	80	93	111	2,0	+66%	+37%	+17%	+2%	-9%	-18%	-26%
Инвестиционная деятельность	-72	-49	-69	-72	-74	Рыночные мультипликаторы, 1x							
Приобретение внеоборотных активов	-69	-46	-69	-72	-74	2 009	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)			
Приобретение/продажа дочерних компаний	0	0	0	0	0	EV / Sales	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7		
Прочее	-3	-4	0	0	0	EV / EBITDA	2,3	2,5	2,2	2,1	2,0		
Финансовая деятельность	0	0	-16	-25	-45	EV / EBIT	2,8	3,3	2,9	2,8	2,5		
Изменение долга	0	0	0	0	0	P / E	4,8	6,5	5,1	4,8	4,4		
Изменение акционерного капитала	0	0	-16	-25	-45	P / BV	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5		
Выплата дивидендов	0	0	0	0	0	EV / FCF	отр.	19,1	18,1	11,4	6,4		
Прочее	0	0	0	0	0	Коэффициенты							
Изменение денежных средств	36	46	-3	-2	-4	Рентабельность ЕБИТДА, %	33	36	38	36	37		
Кoeffициенты						Рентабельность чистой прибыли, %	21	19	23	22	22		
Рентабельность ЕБИТДА, %	33	36	38	36	37	ЕБИТДА / процентные расходы, 1x	inf.	inf.	inf.	inf.	inf.		
Рентабельность чистой прибыли, %	21	19	23	22	22	Инвестиции / выручка, %	18	14	20	20	19		
ЕБИТДА / процентные расходы, 1x	inf.	inf.	inf.	inf.	inf.	ROE, %	14	9	11	11	11		
Инвестиции / выручка, %	18	14	20	20	19	ROIC, %	14	12	11	11	11		
ROE, %	14	9	11	11	11	Долг/ЕБИТДА	0	0	0	0	0		
ROIC, %	14	12	11	11	11	Чистый долг/ЕБИТДА	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.		
Долг/ЕБИТДА	0	0	0	0	0	Долг/собственный капитал	0	0	0	0	0		
Чистый долг/ЕБИТДА	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.								
Долг/собственный капитал	0	0	0	0	0								

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

Мультипликаторы сопоставимых компаний

		Рыночная капитализация, млн долл.	EVEBITDA			P/E		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
Areva SA	Франция	14 850	25,3	13,4	11,0	52,6	23,4	18,1
IHI Corporation	Япония	3 037	6,3	7,1	6,4	20,8	14,5	11,9
USEC Inc.	США	683	17,5	3,7	2,8	0,0	12,1	8,0
Mitsubishi Heavy Industries	Япония	12 151	9,7	9,6	9,1	71,1	41,5	30,8
Медиана			13,6	8,3	7,7	36,7	18,9	15,0
НХКК	Россия	175	2,4	2,1	2,0	6,1	4,6	
МСЗ	Россия	390	2,5	2,2	2,1	6,5	5,6	5,3
Дисконт МСЗ к межд. аналогам			-82%	-73%	-72%	-82%	-71%	-65%

Источник: данные компаний, Оценка: Велес Капитал

Сценарий, базирующийся на долгосрочной стратегии ТВЭЛ: рост доли в фабрикации ЯТ.
Финансовая модель МСЗ, млн долл.

	2009	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)		2009	2010 (П)	2011 (П)	2012 (П)	2013 (П)		
Отчет о прибылях и убытках						WACC							
Выручка	380	320	349	388	423	Безрисковая ставка, %			4,0	4,0	4,0		
Операционные расходы	-224	-182	-196	-223	-240	Страновой риск, %			6,3	6,3	6,3		
ЕБИТДА	126	116	131	140	154	Стоимость акционерного капитала (ао), %			15,6	15,6	15,6		
Амортизация	-22	-28	-28	-30	-31	Доля акционерного капитала, %			100	100	100		
ЕВИТ	104	88	102	110	123	Систематический риск рынка акций, %			5,0	5,0	5,0		
Разовые статьи	0	0	0	0	0	Beta			0,8	0,8	0,8		
Процентные расходы	0	0	0	0	0	Специфический риск компании, %			1,3	1,3	1,3		
Неоперационные доходы/расходы	-3	-15	0	0	0	Стоимость долга, %			0,0	0,0	0,0		
Прибыль до налогообложения	101	73	102	110	123	Доля заемного капитала, %			0	0	0		
Налог на прибыль	-23	-12	-23	-25	-28	WACC, %			15,6	15,6	15,6		
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	Свободный денежный поток							
Чистая прибыль	80	60	79	85	95	ЕВИТ	104	88	102	110	123		
Баланс						Амортизация	(22)	(28)	(28)	(30)	(31)		
Долгосрочные активы	312	333	375	417	461	Капитальные затраты	(72)	(49)	(70)	(73)	(74)		
Основные средства и нематер. активы	304	322	363	406	450	Изменение чистого оборотного капитала	(26)	(26)	(28)	(25)	(11)		
Прочие долгосрочные активы	8	11	11	11	11	Свободный денежный поток	0	15	9	19	42		
Краткосрочные активы	426	426	446	485	508	Ставка дисконтирования, %			16	16	16		
Оборотные активы	354	322	342	381	405	Коэффициент дисконтирования			1,00	0,87	0,75		
Ден. средства, краткоср. инвестиции	72	104	104	105	103	Дисконтированный свободный денежный поток			9	17	32		
Итого активы	738	759	820	903	969	Оценка стоимости обыкновенных акций							
Средства акционеров	588	633	704	769	821	Ставка роста в постпрогнозный период,		3,03%					
Акционерный капитал	588	633	704	769	821	Сумма дисконтированного денежного		402					
Доля меньшинства	0	0	0	0	0	Дисконтированная продленная стоимость		175					
Долгосрочные обязательства	25	27	26	29	31	Стоимость бизнеса компании		578					
Долгосрочные займы	0	0	0	0	0	Стоимость чистого долга (-)		52					
Прочие долгосрочные обязательства	25	27	26	29	31	Доля миноритарных акционеров (-)		0					
Краткосрочные обязательства	125	98	91	105	117	Стоимость финансовых вложений (+)		0					
Краткосрочные займы	0	0	0	0	0	Стоимость акционерного капитала		630					
Оборотные обязательства	125	98	91	105	117	Фундаментальная стоимость акции, долл.		452					
Итого обязательства и средства акционеров	738	759	820	903	969	Чувствительность оценки, %							
Движение денежных средств						Тек - WACC	-3,0	-2,0	-1,0	тек.	1,0	2,0	3,0
Основная деятельность	108	96	79	93	115	-2,0	+42%	+23%	+8%	-3%	-12%	-19%	-25%
Чистая прибыль	80	60	79	85	95	-1,0	+53%	+29%	+11%	-2%	-12%	-20%	-26%
Амортизация	22	28	28	30	31	0,0	+72%	+38%	+16%	+0%	-12%	-20%	-28%
Изменение оборотного капитала	-26	-26	-28	-25	-11	1,0	+105%	+52%	+22%	+2%	-12%	-22%	-30%
Прочее	105	94	76	91	111	2,0	+183%	+78%	+31%	+5%	-12%	-23%	-32%
Инвестиционная деятельность	-72	-49	-70	-73	-74	Рыночные мультипликаторы, 1x							
Приобретение внеоборотных активов	-69	-46	-70	-73	-75	EV / Sales	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7		
Приобретение/продажа дочерних компаний	0	0	0	0	0	EV / EBITDA	2,3	2,5	2,2	2,1	1,9		
Прочее	-3	-4	0	0	0	EV / EBIT	2,8	3,3	2,8	2,6	2,3		
Финансовая деятельность	0	0	-9	-19	-42	P / E	4,8	6,5	4,9	4,6	4,1		
Изменение долга	0	0	0	0	0	P / BV	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5		
Изменение акционерного капитала	0	0	-9	-19	-42	EV / FCF	отр.	19,1	32,5	14,7	6,8		
Выплата дивидендов	0	0	0	0	0	Коэффициенты							
Прочее	0	0	0	0	0	Рентабельность EBITDA, %	33	36	37	36	36		
Изменение денежных средств	36	46	0	1	-2	Рентабельность чистой прибыли, %	21	19	23	22	22		
						ЕБИТДА / процентные расходы, 1x	inf.	inf.	inf.	inf.	inf.		
						Инвестиции / выручка, %	18	14	20	19	18		
						ROE, %	14	9	11	11	12		
						ROIC, %	14	12	11	11	12		
						Долг/ЕБИТДА	0	0	0	0	0		
						Чистый долг/ЕБИТДА	отр.	отр.	отр.	отр.	отр.		
						Долг/собственный капитал	0	0	0	0	0		

Источник: данные компании, Оценка: Велес Капитал

Краткий справочник инвестора

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

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

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

Примечание:

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

Расчет стоимости в рамках доходного подхода:

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

Обозначения:

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

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

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

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

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

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

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Принцип определения рекомендаций

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Аналитическое управление*research@veles-capital.ru***Иван Манаенко***Начальник управления анализа
долгового рынка**IManaenko@veles-capital.ru***Илья Федотов***Начальник управления анализа
рынка акций, Телекоммуникации**IFedotov@veles-capital.ru***Кравченко Юрий***Банковский сектор**YKravchenko@veles-capital.ru***Айрат Халиков***Металлургия**AKhalikov@veles-capital.ru***Алексей Мартьянов***Электроэнергетика**AMartyanov@veles-capital.ru***Анна Соболева***Долговые рынки**ASoboleva@veles-capital.ru***Департамент операций на рынке акций***secondtiers@veles-capital.ru***Александр Антипов***Руководитель департамента**AAntipov@veles-capital.ru***Игорь Волков***Сейлз-трейдер**IVolkov@veles-capital.ru***Алексей Никогосов***Сейлз-трейдер**ANikogosov@veles-capital.ru***Дмитрий Перегудов***Сейлз-трейдер**DPeregudov@veles-capital.ru***Анна Шебеко***Международные продажи**AShebeko@veles-capital.ru***Вячеслав Беззубенко***Сейлз-трейдер**VBezzubenko@veles-capital.ru***Управление по работе с VIP клиентами***sales@veles-capital.ru***Юрий Павлов***Директор (VIP клиенты)**YPavlov@veles-capital.ru***Сергей Ветошкин***Корпоративные клиенты**SVetoshkin@veles-capital.ru***Управление доверительных операций***am@veles-capital.ru***Бейшен Исаев***Начальник Управления**BIsaev@veles-capital.ru***Вадим Лабед***Работа с инвесторами**VLabeled@veles-capital.ru***Станислав Бродский***Инвестиционные продукты**SBrodsky@veles-capital.ru*

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,
7 подъезд, 18 этаж
Телефон: 7 (495) 258 1988
Факс: 7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025,
Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250
Факс: +38 (044) 459 0251