



# ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ И УГОЛЬ

## Возврат к докризисным уровням

Обзор отрасли

Март 2011

## Черная металлургия и уголь ВОЗВРАТ К ДОКРИЗИСНЫМ УРОВНЯМ

### Инвестиционное заключение

**Цены на стальной прокат и металлургическое сырье достигли докризисных уровней вследствие восстановления спроса и дефицита предложения, вызванного природными катаклизмами. В наибольшей выгоде, на наш взгляд окажутся производители коксующегося угля, в особенности Мечел, который в полной мере сможет воспользоваться благоприятной внешней конъюнктурой. Среди сталелитейных компаний мы выделяем ММК и Евраз, которые получат наибольший позитивный эффект от восстановления внутреннего рынка.**

Мягкая денежно-кредитная политика мировых ЦБ приводящая к избытку ликвидности на рынках наряду с краткосрочными шоками предложения и восстанавливающимся спросом привело к ралли на рынке "commodities".

Мы рекомендуем инвесторам монетизировать выгоду от скачка цен на металлургическую продукцию через покупку акций российских сталелитейных и угольных компаний.

Рост цен на металлопрокат может продолжиться в первом полугодии 2011г. по мере закрепления в контрактах более высоких цен на коксующийся уголь и руду. Однако во втором полугодии цены могут скорректироваться на фоне возможного улучшения ситуации с поставками сырья и более интенсивного использования резервных мощностей, которые на сегодняшний день все еще остаются значительными.

Коксующийся уголь на наш взгляд является одним из самых привлекательных с инвестиционной точки зрения товаров. Высокие цены на коксующийся уголь, которые почти достигли пиковых уровней 2008 года, не приведут к ускоренному росту предложения из-за нехватки крупных неосвоенных месторождений – в отличие от рынка железной руды, который, как мы полагаем, в ближайшие годы может подвергнуться серьезной коррекции вследствие избыточного предложения.

Наиболее предпочтительны на наш взгляд производители угля – в особенности Мечел, который способен в полной мере воспользоваться благоприятной внешней конъюнктурой на рынке угля. Распадская в силу ограничения производства после прошлогодней аварии и ориентированности на внутренний рынок с этой точки зрения смотрится менее привлекательно.

Среди сталелитейных компаний мы выделяем ММК и Евраз, которые являются ключевыми поставщиками проката на внутренний рынок. Восстановление строительства позитивно отразится на показателях Евраза, а ММК получит выгоду от роста машиностроения и увеличивающегося спроса со стороны трубных компаний. Обе компании отстали от аналогов в прошлом году и способны компенсировать отставания в этом.

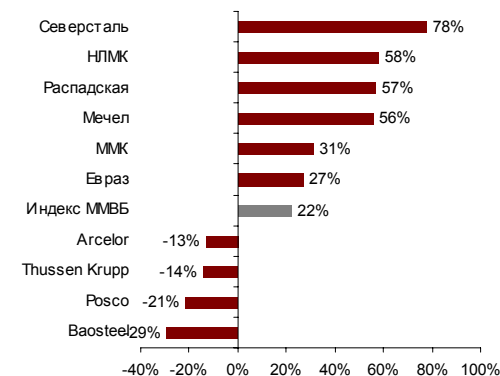
### Целевые цены и потенциал роста

	Текущая цена акции*, \$	Целевая цена акции, \$	Потенциал роста, %
Евраз	36,4	45,4	25%
Мечел	29,6	39,4	33%
ММК	13,3	16,9	27%
НЛМК	44,1	49,2	12%
Распадская	6,62	8,9	34%
Северсталь	18,3	20,3	11%

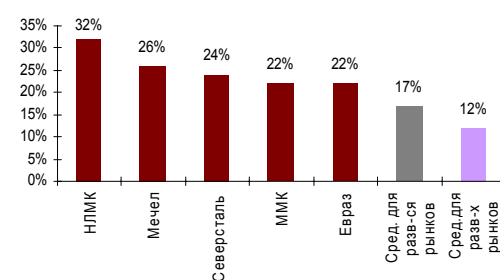
\* на 14.03.2011

Источник: расчеты Прайм Марк

### График. Динамика цен на акции российских и зарубежных сталелитейных компаний в 2010г.



### График. Рентабельность по EBITDA на 2011г.



## Содержание

<b>Конъюнктура рынка стали</b> .....	<b>5</b>
Ситуация в мире .....	14
Ситуация в России .....	14
<b>Конъюнктура рынка металлургического сырья</b> .....	<b>9</b>
Ситуация в мире .....	14
Ситуация в России .....	14
<b>Динамика акций</b> .....	<b>26</b>
<b>Сравнительный анализ</b> .....	<b>26</b>
<b>Инвестиционные заключения по компаниям</b> .....	<b>26</b>
Северсталь .....	14
ММК .....	14
НЛМК .....	14
Евраз .....	14

## Конъюнктура рынка стали

### Объемы

В 2010г. производство стали в мире достигло рекордных значений 1.4 млрд. метрических тонн, что на 15% больше чем в 2009г. Наиболее существенный рост производства был достигнут в развитых странах – США (+38.5%), Германии (+34.1%) и Японии (+25.2%), во многом благодаря эффекту низкой базы. Среди развивающихся стран лидером роста производства стала Бразилия, показавшая рост почти на 24%. В России и Китае производство стали выросло на 11.7% и 9.3% соответственно. Доля Китая в совокупном производстве снизилась с 46.7% до 44.3%. В 2011г. производство стали может увеличиться на 6% до 1.5 млрд. метрических тонн.

**Объем производства стали в мире активно восстанавливается и уже достиг докризисных уровней.**

**Таблица. Крупнейшие страны производители стали**

Страна	2010	2009	Изм-е, %
Китай	627	574	9.3%
Япония	110	87.5	25.3%
США	80.6	58.2	38.5%
Россия	67.0	60.0	11.7%
Индия	66.8	62.8	6.4%
Южная Корея	58.5	48.6	20.4%
Германия	43.8	32.7	33.9%
Украина	33.6	29.9	12.4%
Бразилия	32.8	26.5	23.8%
Турция	29.0	25.3	14.6%

Источник: World Steel.org, расчеты Прайм Марк

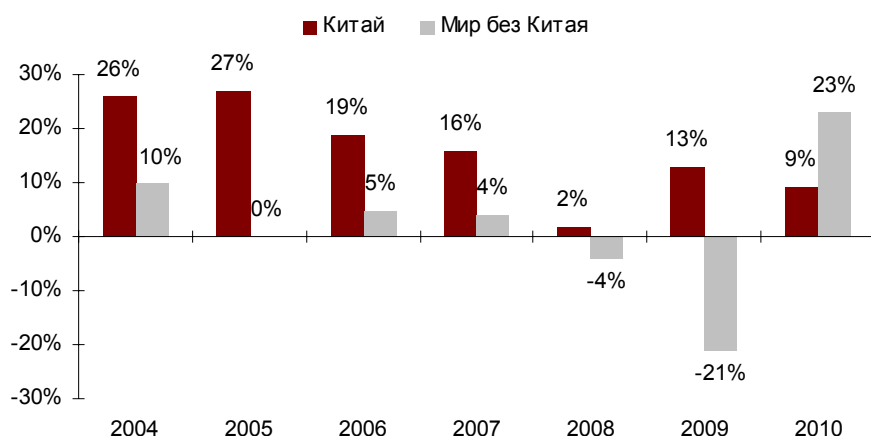
**График. Объем производства стали в мире, млн.тон**



Источник: World Steel org

В настоящее время правительство Китая реализует ряд мер по сокращению устаревших предприятий черной металлургии. Кроме того, в стране введен мораторий на строительство новых сталелитейных заводов, действующий до 2011 г. По нашим оценкам, в 2010-2011 гг. КНР выведет из эксплуатации около 4% текущих мощностей по производству стали. В результате в 2010г. произошло уникальное за последние годы событие – темпы роста производства стали в Китае оказались ниже, чем в остальном мире. Несмотря на снижение темпов роста, Китай остается главным фактором, влияющим на рынки стали и сырья.

**График. Темпы роста производства стали в Китае и в остальном мире**



Источник: World Steel org., расчеты Прайм Марк

*Впервые за последние годы темпы роста производства стали в Китае оказались ниже, чем в остальном мире, что вызвано гораздо более высокой базой 2009г.*

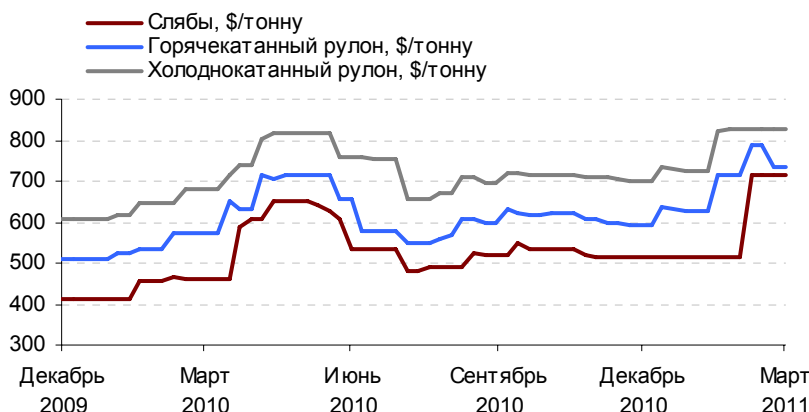
В январе 2011г. производство стали продолжило свой рост, однако темпы роста замедлились до 5.3%. Стоит отметить, что практически отсутствовал рост производства в Китае, где производство стали осталось на уровне аналогичного периода прошлого года. В России же производство стали увеличилось на 15% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

### Цены

Цены на металлопрокат увеличились в 2010г. в среднем на 23%, после падения на 38% в 2009г. Основной причиной удорожания проката стало резкое повышение цен на сырье, включая железную руду и коксующийся уголь, подорожавшие в прошлом году на 84% и 65% соответственно. С начала 2011 года внутренние цены на горячекатаный и холоднокатаный лист выросли на 32% и 18% соответственно.

*Цены на металлопрокат растут главным образом за счет удорожания сырья.*

**График. Динамика экспортных цен на российский прокат**



Источник: Metal Bulletin

В последние два-три месяца рост цен на сталь и металлургическое сырье приобрел характер настоящего ралли. Цены на сталь и коксующийся уголь увеличились на 50-75%, основной причиной такого роста стали опасения грядущих сбоев поставок угля из Австралии из-за обрушившихся на штат Квинслэнд наводнений. Ситуация напоминает 2008г., когда наводнения в Австралии и других странах поставщиках и общий рост цен на commodities привели к взрывному росту цен на металлопрокат.

Восстановление спроса в развитых странах также оказывает поддержку рынку стали и компенсирует замедление роста в Китае, который с конца прошлого года проводит политику по постепенному охлаждению своей экономики. Однако главным драйвером роста цен на сталь все-таки остается удорожание руды и угля после наводнений в Бразилии и Австралии.

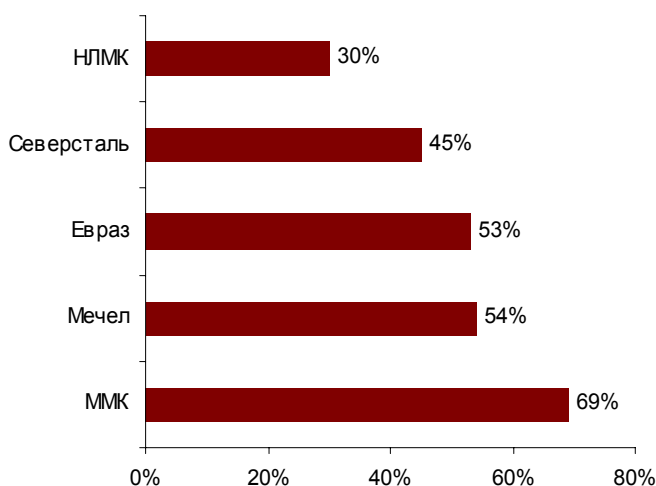
Мы ожидаем продолжения роста цен на металлопрокат в первом полугодии 2011г., при этом во втором полугодии цены могут скорректироваться по мере возможного улучшения ситуации с поставками сырья и использования резервных мощностей, которые на сегодняшний день все еще остаются значительными (загрузка сталелитейных мощностей в мире находится на уровне 75%).

### Внутренний рынок

Наиболее ориентированным на внутренний рынок производителем стали является Магнитогорский металлургический комбинат (ММК), являющийся крупнейшим поставщиком металлопроката на российский рынок. Именно ММК может стать основным бенефициаром восстановления внутреннего рынка.

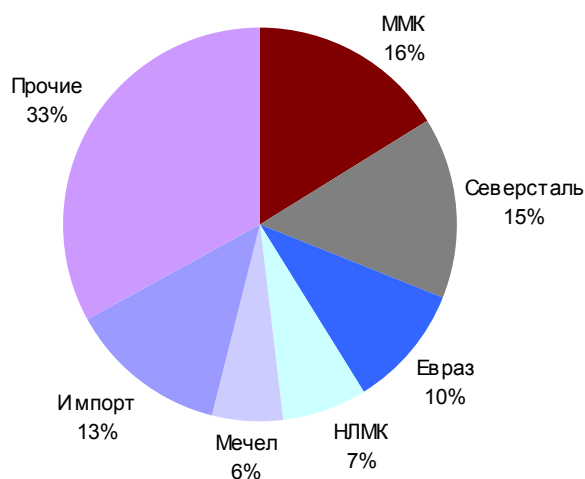
*Ключевым игроком внутреннего рынка является ММК.*

**График. Доля отгрузок на внутренний рынок**



Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

**График. Структура рос. рынка стального проката**

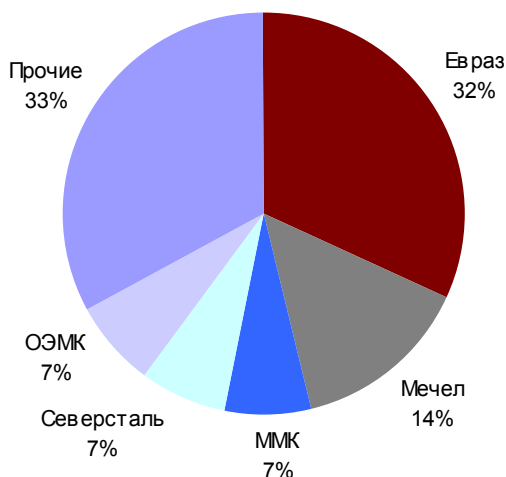


Источник: Металл-Эксперт, расчеты Прайм Марк

## Сортовой прокат

**Потенциал строительного сектора велик...** По нашему мнению, спрос на сортовой прокат в 2011-2012 гг. будет расти более быстрыми темпами по сравнению со спросом на плоский прокат из-за постепенного восстановления потребления в секторе строительства. В течение 2010г. уровень спроса на сортовой прокат был в среднем в 1.5-2 раза ниже, чем до кризиса 2008г. В то же время, спрос на плоский прокат восстановился почти полностью.

**График. Структура российского рынка сортового проката, 2010г.**

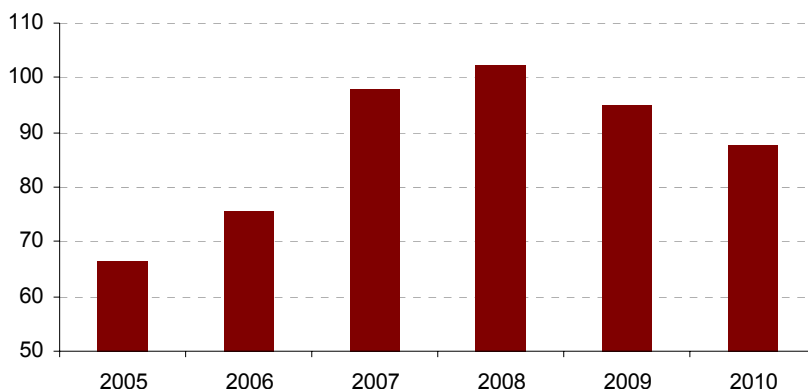


*Ключевым производителем сортового проката в России является Евраз, на который приходится около трети сортового проката производимого в России.*

Источник: Металл-Эксперт., расчеты Прайм Марк

**Существенный потенциал спроса на сортовой прокат может и не реализоваться в ближайшие годы.** Строительный рынок продолжает стагнировать. Ввод в строй зданий снизился на 8% в 2010г. по сравнению с 2009г. до 87.6 млн.кв.м., из них жилых домов на 1% до 71.6 млн.кв.м. Объемы ввода в строй новых жилых домов ниже уровня 2008г. на 10%.

**График. Ввод в строй зданий в России, млн. кв.м.**



*Строительные рынки продолжают стагнировать однако восстановление возможно за счет инфраструктурного проекта.*

Источник: Росстат

**Инфраструктура поддерживает спрос на сортовой прокат.** В 2011г. в развитие инфраструктуры РФ планируется инвестировать около 1.6 трлн. руб. (\$61.6 млрд.). В частности, в 2011-2013 гг. Правительство Москвы намерено потратить на строительство жилья около \$7.5 млрд. (в 2011г. – около \$2.5 млрд.). Кроме того, в долгосрочной перспективе, в качестве наиболее важных и перспективных с точки зрения потребления сортового проката проектов можно назвать Олимпиаду-2014 в Сочи (\$16 млрд.), Чемпионат мира по футболу в 2018г. (\$50 млрд.), а также саммит АТЭС на острове Русский (\$9 млрд.).

### **Плоский прокат**

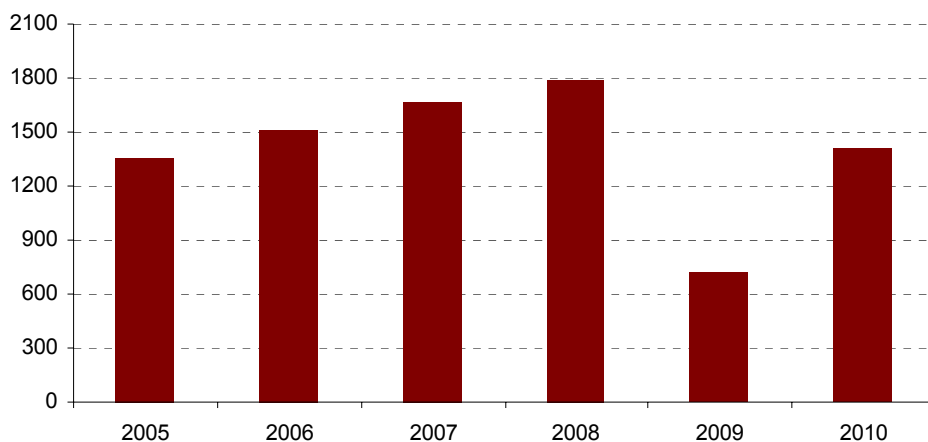
Мы ожидаем, что потребление плоского проката в 2011г. продолжит рост благодаря сильному спросу в трубном и автомобилестроительном секторах, на которые приходится в общей сложности около 50% потребления плоского проката.

Поддержка от трубного сектора и автомобилестроения. Рынок трубной продукции в РФ стабильно рос с начала 2009г. и во второй половине 2010г. превысил докризисные уровни. Рост спроса обеспечивала, главным образом, нефтегазовая отрасль за счет строительства новых трубопроводов, а также в силу больших объемов труб, необходимых на ремонты и поддержку существующей трубопроводной системы страны. По информации трубных компаний, в настоящее время степень изношенности российских трубопроводов составляет 70-75%. Кроме того, высокий спрос сохраняется на трубы нефтегазового сортамента (ОСТГ), используемые при бурении и строительстве скважин. На наш взгляд, эти факторы будут способствовать сильному спросу на горячекатаную сталь в трубном секторе и в 2011г., что окажет поддержку ценам на плоский прокат.

***Выпуск труб достиг докризисного уровня за счет спроса со стороны нефтегазового сектора.***

Схожая ситуация и в автомобилестроении. По нашим прогнозам, производство автомобильной техники в РФ в 2011г. вырастет на 25% до 1.75 млн. единиц. Автолистер российского производства (Северсталь, ММК, НЛМК) потребляют, по большей части, местные автопроизводители: АвтоВАЗ, ГАЗ и КАМАЗ. По данным АСМ Холдинг, в 2010г. производство легковых автомобилей российскими производителями увеличилось на 50%, грузовых – на 35%.

### **График. Динамика производства автомобилей, тыс.шт.**



Источник: Росстат, расчеты Прайм Марк

## Рост издержек

Помимо удорожания сырья в 2011г. сталелитейные компании столкнулись с традиционным ежегодным ростом тарифов естественных монополий. По данным Министерства экономического развития, рост тарифов на электроэнергию для промышленных потребителей в 2010 г. составил 18% по сравнению с предыдущим годом. В 2011 г. он ожидается на уровне 13-16%. Оптовые цены на газ в 2010г. повысились еще больше – на 26,7% по сравнению с предыдущим годом. В 2011г. они, вероятно, прибавят еще 15%. Наконец, тарифы на железнодорожные перевозки в 2010 г. поднялись на 9,4%. В 2011 г. их рост должен составить 8%. Мы также ожидаем роста расходов на оплату труда как в связи с отчислением налоговой нагрузки (увеличение страховых взносов с 26% до 34%) так и в связи с реальным ростом заработных плат.

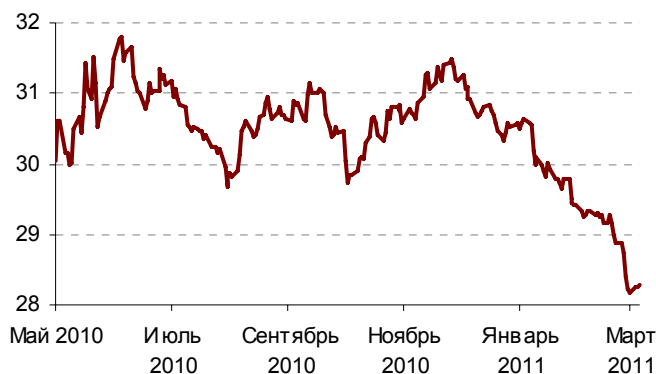
**Таблица. Рост тарифов естественных монополий (г/г)**

	2008	2009	2010	2011П	2012П
Электроэнергия (исключая население)	22%	20%	18%	13-16%	11-13%
Природный газ (исключая население)	25%	16%	27%	15%	15%
Железнодорожные перевозки грузов	16%	12%	12%	8,0%	7,4%

Источник: Министерство Экономического Развития

Укрепление рубля также негативным образом отразится на рентабельности компаний, особенно ориентированных на экспорт (НЛМК). При этом для компаний имеющих высокую долговую нагрузку и кредиты номинированные в долларах (Евраз) укрепление рубля принесет положительный эффект.

## График. Динамика курса рубля к доллару



Источник: ЦБ РФ, расчеты Прайм Марк

В начале года Минэкономразвития РФ выступило с инициативой введения экспортных пошлин на листовую прокат и железорудное сырье (ЖРС) под давлением автомобилестроителей, что могло привести к сокращению производства проката и железной руды. Однако в результате достижения договоренности между сталелитейщиками и автомобилестроителями правительство в конце февраля приняло решение отказаться от этой идеи. Тем более, сейчас когда цены на нефть близки к своим рекордным значениям наполняемость бюджета не вызывает опасений.

**Налоговая нагрузка на металлургов могла быть увеличена через экспортные пошлины, однако от этой идеи отказались.**

## Конъюнктура рынка металлургического сырья

### Ситуация в мире

Сегодня цены на железную руду и коксующийся уголь практически вернулись к пиковым уровням 2008 года, и добывающие компании вновь могут диктовать свои условия на переговорах, устанавливая максимальные цены для сталелитейных компаний. Очередной раунд переговоров начнется в апреле.

### График. Цены на железную руду в портах Китая, \$ за тонну



Источник: Metal Bulletin, расчеты Прайм Марк

На этот раз превышение спроса над предложением на рынке обусловлено в основном проблемами с поставками, а не ростом спроса. В определенной степени дефицит поставок был обусловлен сезонными факторами – ливнями в Индии и Австралии, а также зимним уменьшением добычи угля в Китае. Кроме того, рынки железной руды сильно пострадали из-за ограничений экспорта из Индии и наводнения в Бразилии. Можно ожидать улучшения ситуации в ближайшие месяцы вслед за сменой погодных условий, но из-за наводнений в Австралии сильно пострадали шахты и железные дороги в Квинсленде. В Австралии добывается 2/3 коксующегося угля, поступающего на мировой рынок, и 90% из них приходится на штат Квинсленд. Поэтому на рынке угля, скорее всего, сохранится дефицит предложения. Перспективы рынка железной руды менее очевидны, и не исключено, что ближе к концу года начнется коррекция, особенно если спрос на сталь в Китае будет ниже прогнозов.

**Наводнение в Австралии привело к тому, что спотовые цены на коксующийся уголь за последний месяц подскочили почти на 70% до \$360-380 за 1 т.**

### Таблица. Экспорт коксующегося угля из Квинсленда, млн.т. в 2010г.

	млн.т.	доля, %
Япония	30	26%
Китай	27	23%
Индия	24	21%
Европа	12	10%
Южная Корея	11	9%
Прочие	12	10%
<b>Всего</b>	<b>116</b>	

Источник: Департамент горной промышленности и энергетики Австралии

Долгосрочные перспективы железной руды и коксующегося угля представляются нам различными за счет разной обеспеченностью ресурсами и технологии добычи. Ценовые стимулы уже привели к тому, что производители руды объявили о запуске большого количества новых проектов, что может привести к избытку предложения в будущем. Что касается коксующегося угля, то, несмотря на рост рентабельности угледобывающих компаний, рост предложения будет менее впечатляющим из-за отсутствия крупных неразработанных месторождений. В настоящее время на этом рынке всего два крупных проекта - Moatize компании Vale и принадлежащее Мечелу Эльгинское месторождение.

Рынок по-прежнему будет зависеть в основном от поставок из Австралии и страдать из-за регулярных перебоев, связанных с сезонными дождями и наводнениями. Кроме того, в отличие от железной руды, коксующийся уголь в основном добывается в шахтах, которые намного сложнее строить и опаснее эксплуатировать, чем карьеры.

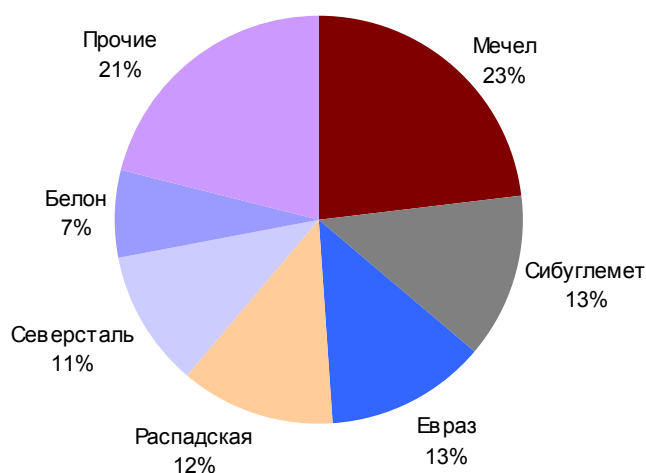
Мы полагаем, что ставка на коксующийся уголь, а не на железную руду, позволит извлечь больше выгоды из роста мирового спроса на сталь, и считаем, что при прочих равных производители коксующегося угля заслуживают более высоких коэффициентов оценки, чем железорудные компании. Компанией, которая сможет максимальным образом воспользоваться ростом мировых цен на коксующийся уголь мы считаем Мечел, экспортирующий значительную часть добываемого угля экспортирует, в то время как Распадская больше ориентирована на внутренний рынок.

***Коксующийся уголь предпочтительнее железной руды с точки зрения долгосрочных перспектив.***

### **Ситуация в России**

Российский рынок коксующегося угля хорошо сбалансирован, мощности большинства производителей загружены почти полностью. Авария на шахте Распадская в прошлом году не имела катастрофических последствий для российских производителей стали, поскольку сокращение добычи было нивелировано падением экспорта. Сначала цены на уголь оставались без изменений, поскольку правительство наложило ценовые ограничения, чтобы стабилизировать рынок после аварии, и только в 4 кв. 2010 цены выросли примерно на 10%, приблизившись к паритету с "очищенной" экспортной ценой.

### **График. Производство коксующегося угля в России в 2010г.**



Источник: Расмин, расчеты Прайм Марк

***Крупнейшим производителем коксующегося угля в России является Мечел.***

Благоприятная конъюнктура экспортных рынков и растущий спрос на уголь должны значительно укрепить переговорные позиции угледобывающих компаний на переговорах со сталелитейщиками по контрактным ценам на следующий квартал. Угольные компании могут добиться существенного повышения цен в соответствии с мировыми уровнями.

Благоприятную конъюнктуру внешних рынков способен эффективно монетизировать лишь Мечел. Распадская вследствие низкого уровня производства после прошлогодней аварии может экспортировать лишь символический объем продукции, а Белон традиционно продает коксующийся уголь на внутреннем рынке.

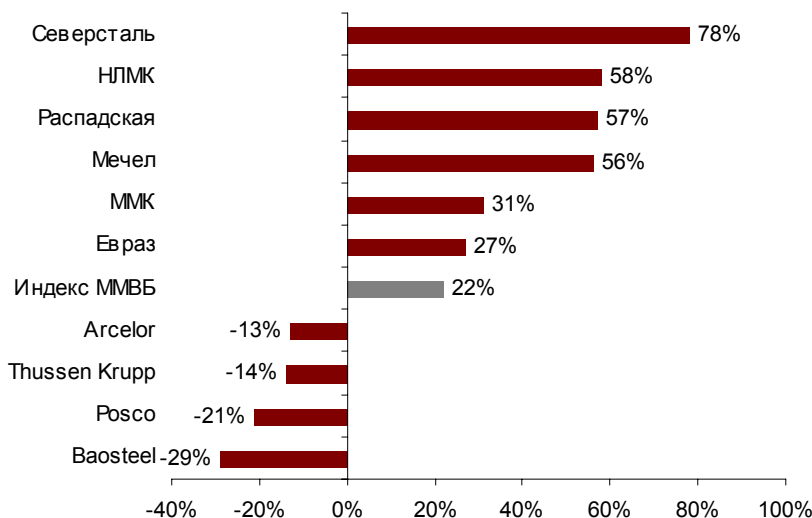
**Мечел - наш фаворит в угольном секторе.** Мечел является нашим фаворитом в угольном секторе РФ. Компания в наибольшей степени среди российских аналогов выигрывает от «взлета» мировых цен на коксующийся уголь и в полной мере может использовать благоприятную конъюнктуру внутреннего рынка металлургического сырья. Мечел близок к началу промышленной добычи на крупнейшем угольном green-field проекте – Эльгинском месторождении. В результате увеличения добычи на Южном Кузбассе и Blue Stone, а также постепенного ввода в эксплуатацию Эльгинского месторождения, компания способна в 1,5 раза увеличить добычу рядового угля к 2014 году.

**Распадская – восстанавливается после аварии.** Восстановительные работы на главном добывающем активе компании будут завершены до конца текущего года, а представленная Распадской стратегия развития предполагает 20%-й среднегодовой темп роста добычи до 2015 г. Однако низкий уровень производства в текущем году не позволяет Распадской эффективно монетизировать благоприятную ценовую конъюнктуру и негативно сказывается на удельной себестоимости.

## Динамика акций

В 2010г. котировки бумаг ведущих российских стальных компаний выросли в среднем на 50%. Наименее активный рост показывали GDR Группы Евраз. В 2010г. их рост составил 27%. На наш взгляд, над бумагами компании, главным образом, довлели риски высокого долга. Эти риски существуют и сейчас, но мы полагаем, что они стали существенно меньше из-за снижения компанией краткосрочной задолженности. Основные выплаты по долгам у компании начинаются с 2013г.

**График. Динамика цен на акции российских и зарубежных сталелитейных компаний в 2010г. (г/г)**



*Динамика акций российских металлургов в 2010г. значительно превзошла как российский рынок в целом, так и зарубежных металлургов.*

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

В 2010г. наиболее динамичный рост в секторе показали Северсталь и НЛМК. Рост котировок за год составил 78% и 58% соответственно. При этом у НЛМК котировки GDR фактически достигли уровней 2008г., а котировки акций на ММВБ превысили их. В то же время, уровень цен и финансовых показателей сталелитейных компаний пока весьма далек до пиковых значений 2008г.

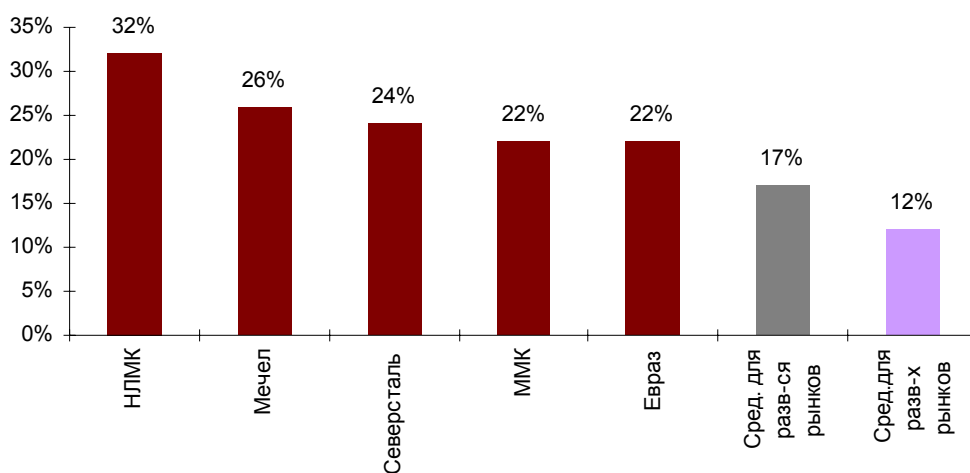
В 2010г. бумаги Северстали показали наиболее впечатляющий рост и были лучшими в секторе, главным образом, благодаря сильным ценам на золото и ожиданию IPO золотодобывающего дивизиона (Nord Gold).

Мы ожидаем, что при позитивных сигналах со стороны внутреннего рынка опережающую динамику могут показать ММК и Евраз, которые были среди отстающих в прошлом году.

## Сравнительный анализ

По мультипликаторам на 2011г. российские сталелитейные компании торгуются на уровне или с небольшой премией к аналогам из развивающихся рынков. Премия на наш взгляд обоснованна, так как рентабельность российских металлургов значительно превышает аналогичный показатель конкурентов с развивающихся и развитых рынков. Российские металлурги выигрывают за счет довольно высокого уровня вертикальной интеграции и более низкого уровня издержек.

**График. Рентабельность по EBITDA на 2011г.**



*Рентабельность российских компаний выше западных за счет более дешевых ресурсов.*

### Сравнительный анализ компаний черной металлургии

	Страна	Капитализация, \$млн	EV, \$млн	EV/EBITDA		P / E		Маржа EBITDA, % 2011	Чистая маржа, % 2011
				2010	2011	2010	2011		
<b>Развивающиеся рынки</b>									
Gerdau	Бразилия	17 758	25 156	6.65	5.28	11.78	8.51	20%	9%
Usiminas	Бразилия	15 178	17 104	9.40	6.78	18.52	12.68	24%	11%
Tata Steel	Индия	12 325	22 198	6.49	5.82	8.68	7.62	14%	6%
China Steel	Тайвань	15 259	17 373	11.29	10.10	13.58	11.01	19%	15%
Baoshan Iron&Steel	Китай	34 907	40 222	5.76	5.36	8.67	8.07	22%	12%
Posco	Южная Корея	9 364	15 147	7.41	6.93	8.44	7.85	16%	9%
Wuhan Iron&Steel	Китай	18 832	26 838	4.74	4.29	8.45	7.35	17%	7%
Maanshan Iron&Steel	Китай	5 472	9 488	8.21	8.43	21.66	13.82	9%	3%
Hyundai Steel	Южная Корея	4 273	6 555	5.32	5.06	19.49	13.64	12%	3%
<b>Среднее</b>				<b>7.25</b>	<b>6.45</b>	<b>13.25</b>	<b>10.06</b>	<b>17%</b>	<b>8%</b>
<b>Медиана</b>				<b>6.65</b>	<b>5.82</b>	<b>11.78</b>	<b>8.51</b>	<b>17%</b>	<b>9%</b>
<b>Развитые рынки</b>									
Nucor	США	14 876	16 690	7.91	6.14	17.80	12.54	13%	6%
Nippon Steel	Япония	23 269	37 114	6.43	5.88	18.21	11.97	12%	4%
United Steel	США	7 927	11 112	6.23	4.88	13.32	8.98	10%	4%
ArcelorMittal	Люксембург	53 491	73 210	6.64	5.43	12.13	8.45	14%	6%
ThyssenKrupp	Германия	19 992	24 582	4.66	3.73	14.23	9.16	9%	3%
Voestalpine	Австрия	7 390	12 381	6.01	5.34	10.91	8.55	14%	5%
JFE Holdings	Япония	18 701	34 081	6.47	5.65	21.23	11.58	14%	4%
<b>Среднее</b>				<b>6.34</b>	<b>5.29</b>	<b>15.41</b>	<b>10.18</b>	<b>12%</b>	<b>5%</b>
<b>Медиана</b>				<b>6.43</b>	<b>5.43</b>	<b>14.23</b>	<b>9.16</b>	<b>13%</b>	<b>4%</b>
<b>Российские компании</b>									
Северсталь	Россия	18 219	22 308	6.66	5.63	-	9.30	22%	11%
Евраз	Россия	15 803	23 085	9.71	6.47	-	13.08	22%	8%
НЛМК	Россия	25 687	26 835	11.26	7.62	21.61	12.09	33%	20%
ММК	Россия	11 260	13 965	8.97	5.89	28.62	10.75	21%	9%
<b>Среднее</b>				<b>9.15</b>	<b>6.40</b>	<b>25.11</b>	<b>11.31</b>	<b>25%</b>	<b>12%</b>
<b>Медиана</b>				<b>9.34</b>	<b>6.18</b>	<b>25.11</b>	<b>11.42</b>	<b>22%</b>	<b>10%</b>
<b>Премия/дисконт российских компаний к аналогам:</b>									
<i>Развивающиеся рынки</i>				<b>26%</b>	<b>-1%</b>	<b>90%</b>	<b>12%</b>		
<i>Развитые рынки</i>				<b>44%</b>	<b>21%</b>	<b>63%</b>	<b>11%</b>		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

### Сравнительный анализ угольных компаний

	Страна	Капитализация, \$млн	EV, \$млн	EV/EBITDA		P / E		Маржа EBITDA, % 2011	Чистая маржа, % 2011
				2010	2011	2010	2011		
<b>Развивающиеся рынки</b>									
China Shehua Energy	Китай	87 790	86 078	7.03	6.21	12.86	11.33	47%	26%
Henan Shenhua Coal	Китай	4 236	5 845	12.65	9.75	23.27	16.02	24%	11%
Yanzhou Coal	Китай	21 341	23 098	11.76	10.12	17.72	15.35	39%	24%
Shanxi Xishan Coal	Китай	13 720	13 996	14.41	10.20	25.50	18.11	34%	19%
Shanxi Gouyang New Energy	Китай	10 490	10 142	12.53	11.40	22.89	20.69	18%	10%
Tambang Batubara	Индонезия	5 388	4 847	15.79	9.02	23.20	13.22	41%	31%
Adaro Energy	Индонезия	8 735	9 656	10.10	6.47	29.72	14.99	41%	16%
<b>Среднее</b>				<b>12.04</b>	<b>9.02</b>	<b>22.17</b>	<b>15.67</b>	<b>35%</b>	<b>19%</b>
<b>Медиана</b>				<b>12.53</b>	<b>9.75</b>	<b>23.20</b>	<b>15.35</b>	<b>39%</b>	<b>19%</b>
<b>Развитые рынки</b>									
Nucor	США	18 330	19 785	8.02	6.50	13.77	11.10	33%	18%
Nippon Steel	Япония	6 634	7 623	7.92	6.50	17.69	12.58	27%	12%
United Steel	США	6 680	6 879	5.72	4.93	12.09	9.89	28%	14%
ArcelorMittal	Люксембург	5 625	7 141	6.82	5.46	13.89	9.18	32%	15%
ThyssenKrupp	Германия	11 509	14 971	8.64	6.35	18.28	10.49	37%	17%
Voestalpine	Австрия	10 336	10 186	8.49	7.99	13.66	12.82	41%	26%
JFE Holdings	Япония	3 565	3 354	12.27	7.76	20.34	12.90	45%	29%
<b>Среднее</b>				<b>8.27</b>	<b>6.50</b>	<b>15.67</b>	<b>11.28</b>	<b>35%</b>	<b>17%</b>
<b>Медиана</b>				<b>8.02</b>	<b>6.50</b>	<b>13.89</b>	<b>11.10</b>	<b>33%</b>	<b>17%</b>
<b>Российские компании</b>									
Мечел	Россия	12 105	21 744	10.87	7.16	19.76	9.94	25%	12%
Распадская	Россия	5 973	6 000	15.98	8.26	23.33	12.71	70%	45%
<b>Среднее</b>				<b>13.43</b>	<b>7.71</b>	<b>21.54</b>	<b>11.32</b>	<b>48%</b>	<b>29%</b>
<b>Медиана</b>				<b>13.43</b>	<b>7.71</b>	<b>21.54</b>	<b>11.32</b>	<b>48%</b>	<b>29%</b>
<b>Премия/дисконт российских компаний к аналогам:</b>									
<i>Развивающиеся рынки</i>				<b>12%</b>	<b>-15%</b>	<b>-3%</b>	<b>-28%</b>		
<i>Развитые рынки</i>				<b>62%</b>	<b>19%</b>	<b>37%</b>	<b>0%</b>		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

## Северсталь

### Продажа убыточных активов и IPO золоторудного дивизиона

Северсталь, одна из крупнейших российских вертикально интегрированных металлургических компаний, показала хорошие результаты по итогам 2010 года. Мы позитивно оцениваем перспективы компании в 2011 году. Северсталь объявила о продаже части убыточных активов в Северной Америки, что должно позитивно повлиять на рентабельность компании в 2011. На фоне растущих цен на золото, IPO золотодобывающего может быть хорошим драйвером роста котировок компании.

Северсталь первой из российских металлургов отчиталась за 2010 год. В отчетном периоде выручка увеличилась на 42%, EBITDA на 105%. Рентабельность по EBITDA выросла с 16.6% до 24.0%. Северсталь показала по итогам года чистый убыток в размере \$577 млн., включающий в себя убыток от прекращенной деятельности. Прибыль от продолжающейся деятельности составила \$1 427 млн.

В 2010г. бумаги Северстали показали наиболее впечатляющий рост и были лучшими в секторе, главным образом, благодаря сильным ценам на золото: по состоянию на конец 2010г. рост GDR Северстали составил 78%.

В начале марта стало известно, что Северсталь продаст часть своих североамериканские активов: Warren, Wheelong и Sparrows Point компании Renco Group. В результате этой сделки Северсталь получит \$125 млн. денежными средствами, \$100 млн. в форме векселя. Кроме того, на закрытии сделки покупатель произведет выплату по долгам третьей стороне в размере \$317 млн., также примет на себя различные финансовые обязательства Северстали, в том числе обязательства перед работниками заводов и по охране окружающей среды, на общую сумму 650 млн. долларов США. Продажа положительно скажется на рентабельности компании, так как продолжительное время североамериканские заводы финансировались за счет российских активов.

IPO золоторудного сегмента, которое было отложено из-за плохой конъюнктуры рынка, может состояться в 2011 году. Если компания сможет разместить акции по хорошей цене, это может положительно сказаться на динамике акций Северстали.

По мультипликаторам Северсталь оценена дешевле как российских, так и зарубежных аналогов. Такой дисконт на наш взгляд не оправдан.

#### Ключевая информация

Цена за GDR, \$	18.06
Кол-во акций, млн.	1 008
Капитализация, \$млрд.	18 219
EV, \$млрд.	22 308
Справедливая цена, \$	???
Потенциал, %	???

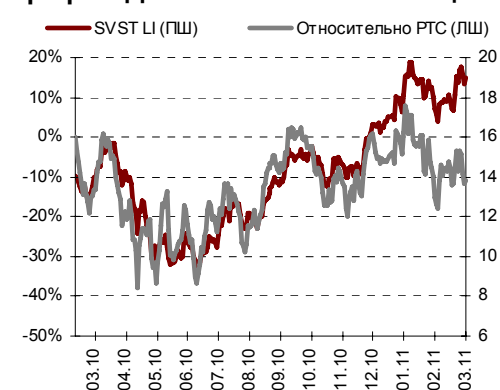
#### Структура акционеров

Алексей Мордашов	82.4%
Другие	17.6%

#### Ключевые показатели

	2009	2010	2011П	2012П
<b>Отчетность (\$млн.)</b>				
Выручка	9 594	13 573	17 879	20 460
EBITDA	1 589	3 263	3 961	4 546
Опер. прибыль	859	2 504	3 125	3 401
Чист. прибыль	-1 037	-577	1 960	2 386
Доход на акц., \$	-	-	1.94	2.37
<b>Рентабельность</b>				
по EBITDA	16,6%	24,0%	22,2%	22,2%
по опер.приб.	9,0%	18,4%	17,5%	16,6%
по чист.приб.	-	-	11,0%	11,7%
<b>Мультипликаторы</b>				
EV/S	2.33	1.64	1.25	1.09
EV/EBITDA	14.07	6.66	5.63	4.91
P/E	-	-	9.30	7.64

#### График. Динамика стоимости акции



## ММК

### Рост внутреннего рынка как основной драйвер роста стоимости

**ММК, в большей степени ориентированный на внутренний рынок, чем другие рос. металлурги, является хорошей ставкой на рост российской экономики. ММК обладает достаточными мощностями, что бы нарастить производство и удовлетворить растущие потребности в металлургической продукции. Кроме того, запуск новых производственных мощностей, в частности Стана-2000, позволит компании упрочить свои позиции в высокодоходном сегменте. Низкая степень интеграции создает риск снижения рентабельности.**

Магнитогорский металлургический комбинат (ММК), преимущественно ориентирован на внутренний рынок. По итогам 2010 года на продажи в России составили 70% от суммарной выручки. Значительная доля продаж приходится на трубную отрасль, машиностроение и строительство.

ММК сможет в полной мере воспользоваться восстановлением внутреннего рынка, так как при существующих мощностях ММК могла бы легко увеличить производство стали на 3 млн. тонн (на 27%) при условии улучшения конъюнктуры рынка и тем самым быстро улучшить свои финансовые показатели.

Компания планирует укрепить свои позиции в высоко маржинальном сегменте (проект «стан 2000» и проекты в Турции). ММК уже запустила «стан 5000» – производит продукцию для трубной промышленности, сектора инфраструктурного строительства (мосты). ММК планирует увеличить долю продукции с высокой добавленной стоимостью в своем ассортименте с нынешних 35% до 50% к 2014г.

Слабым местом ММК является относительная низкая вертикальная интеграция компании. ММК самостоятельно обеспечивает чуть более трети своей потребности в угле и железной руде. Однако менеджмент предпринимает шаги, направленные на решение проблемы обеспечения сырьем. К 2013г. планируется нарастить добычу угля, Белон будет обеспечивать 80% потребности в угле.

Акции компании являются хорошей ставкой на восстановление внутреннего рынка, так как ММК является крупнейшим поставщиком металлопроката в России.

#### Ключевая информация

Цена за GDR, \$	13.10
Кол-во акций, млн.	11 174
Капитализация, \$млрд.	11 260
EV, \$млрд.	13 965
Справедливая цена, \$	
Потенциал, %	

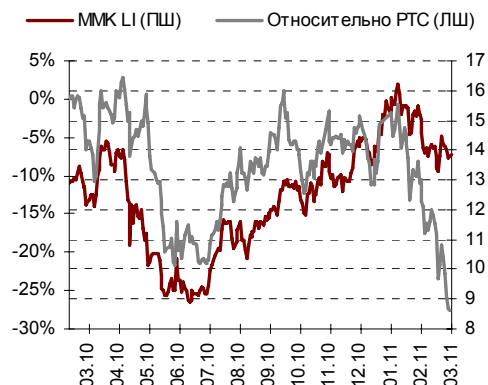
#### Структура акционеров

Виктор Рашников	86.6%
Другие	13.4%

#### Важнейшие показатели

	2009	2010	2011П	2012П
<b>Отчетность (\$млн.)</b>				
Выручка	5 081	7 903	11 070	12 282
ЕБИТДА	1 023	1 563	2 388	2 837
Опер. прибыль	288	737	1 753	2 064
Чист. прибыль	232	375	1 049	1 375
Доход на акц., \$	0.27	0.44	1.22	1.60
по ЕБИТДА	20.1%	19.8%	21.6%	23.1%
по опер.приб.	5.7%	9.3%	15.8%	16.8%
по чист.приб.	4.6%	4.7%	9.5%	11.2%
EV/S	2.75	1.78	1.26	1.14
EV/ЕБИТДА	13.65	8.97	5.89	4.94
P/E	48.54	28.62	10.75	8.28

#### График. Динамика стоимости акции



## НЛМК

### Абсолютный лидер по себестоимости

**Новолипецкий металлургический комбинат, является самым эффективным, с точки зрения себестоимости, производителем в металлургической отрасли. Модель бизнеса НЛМК ориентирована преимущественно на экспорт продукции с низкой степенью переработки (слябов) и дальнейшей их переработки на СП в продукцию с высокой добавленной стоимостью. Компания обладает самым низким уровнем долга, что в перспективе открывает широкие возможности для наращивания производства. Определенное беспокойство вызывает низкая обеспеченность собственным сырьем, в частности коксующимся углём, что в условиях роста цен может негативно сказаться на рентабельности.**

НЛМК по-прежнему является самым эффективным металлургическим комбинатом в отрасли. Денежные затраты на производство слябов составляют около 340 долл./т.. Рентабельность по EBITDA в 2011 году составит 33%, по чистой прибыли 20%, против в среднем по отрасли у российских компаний 20% и 10% соответственно. Однако у компании нет своих собственных мощностей по добыче коксующегося угля, что создает риск снижения рентабельности на фоне роста цен на уголь.

Решение проблем с обеспеченностью сырьем является одной из стратегических целей компании. В январе 2011 года компания сообщила о победе на конкурсе на разработку участка №3 Усинского месторождения Печорского угольного бассейна в республике Коми. (Запасы угля более 227 млн. т.) Ввод шахты в эксплуатацию планируется осуществить в 2016 году с выходом на проектную мощность в 2018 году, которая составит 4.5 млн. т. в год. Кроме того, в 2012 году НЛМК планирует начать добычу на месторождении Жерновсоке-1, лицензия на разработку которого была куплена в 2005 году. Балансовые запасы шахты составляют более 160 млн. т. Проектная мощность 3 млн. т. коксующегося угля в год. Таким образом, запуск месторождений позволит покрыть свыше 50% потребностей компании в коксующемся угле.

Компания преимущественно ориентирована на экспорт. На внутреннем рынке реализуется только около 25-35% продукции и потому дальнейшее укрепление рубля может негативно сказаться на рентабельности компании.

НЛМК обладает низкой долговой нагрузкой. Более 75% долга приходится на долгосрочные обязательства. Отношение чистого долга к EBITDA является самым низким среди российских металлургов.

По мультипликаторам НЛМК оценен выше аналогов из развивающихся стран и с большой премией к мультипликаторам аналогов из развитых стран. Тем не менее, эта премия является оправданной в силу более высокой рентабельности.

#### Ключевая информация

Цена за GDR, \$	42.86
Кол-во акций, млн.	5 993
Капитализация, \$млрд.	25 687
EV, \$млрд.	26 835
Справедливая цена, \$	???
Потенциал, %	???

#### Структура акционеров

Владимир Лисин	85.5%
Менеджмент	3.0%
Другие	11.5%

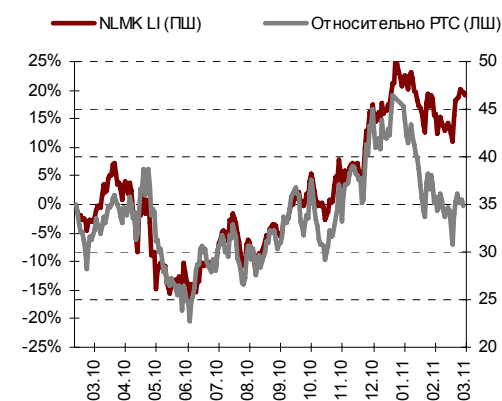
#### Важнейшие показатели

	2009	2010о	2011П	2012П
<b>Отчетность (\$млн.)</b>				
Выручка	6 140	8 195	10 437	12 852
EBITDA	1 414	2 361	3 501	3 810
Опер. прибыль	936	1 760	2 892	3 685
Чист. прибыль	215	1 208	2 124	2 293
Доход на акц., \$	0.036	0.202	0.354	0.354

по EBITDA	23.0%	28.8%	35.5%	29.6%
по опер.приб.	15.2%	21.5%	27.7%	28.7%
по чист.приб.	3.5%	14.7%	20.4%	17.8%

EV/S	4.37	3.27	2.53	2.05
EV/EBITDA	18.98	11.26	7.62	7.02
P/E	-	21.26	12.09	10.84

#### График. Динамика стоимости акции



## Евраз

### Восстановление строительного сектора – ключевой драйвер роста

**В 2010 акции Евраз отстали от динамики прочих металлургов. Мы ожидаем, что в 2011 году компания может показать опережающую динамику, в силу своего высокого кредитного плеча и ориентации на строительный сектор, который по нашим прогнозам должен продемонстрировать неплохую динамику в ближайшие годы. Уровень долга самый высокий в отрасли, однако, в текущих условиях это не является большой проблемой для компании.**

Евраз является крупнейшим производителем сортового проката, используемого в основном строительстве, на российском рынке. Мы полагаем, что в свете ожидаемого роста цен и спроса на сортовой прокат в 2011г. ключевая роль Евраз в этом сегменте является сильным позитивным драйвером для бумаг компании.

Высокая степень вертикальной интеграции защитит компанию от роста цен на сырье. Evraz Group демонстрирует высокую степень интеграции в секторе добычи железной руды (почти 90% в 2010 г.) и коксующегося угля (свыше 85%).

Евраз владеет 40% долей в Распадской. Ожидается, что Распадская полностью восстановит добычу в 2011 году. Это положительно скажется на переоценке стоимости компании.

Евраз обладает относительно высоким уровнем долга, что может сдерживать развитие компании в ближайшие годы (производственные мощности почти полностью загружены 95% - по производству стали, 75% - в угле, 90% - в добыче руды). Однако, стоит отметить, что компания довольно успешно управляет долгом. Доля краткосрочного долга в суммарном долге снизилась до 22%. В ближайшие два года не ожидается значительных выплат. Основная доля выплат приходится на 2013 год. Чистый долг компании составляет 7.2 млрд. долл.. Net Debt/EBITDA в 2011 году составит около 2х.

В 2010 котировки компании отстали от динамики сектора в целом, что объясняется стагнирующим спросом со стороны строителей и высоким уровнем долговой нагрузки компании, что увеличило риски и снижало рентабельность компании. На наш взгляд, в 2011г. Евраз может компенсировать отставание благодаря восстановлению рынка стали, особенно в сегменте сортового проката.

По мультипликаторам Евраз оценен выше аналогов из развивающихся стран и с большой премией к мультипликаторам аналогов из развитых стран. Тем не менее, эта премия является оправданной в силу более высокой рентабельности.

#### Ключевая информация

Цена за GDR, \$	36.09
Кол-во акций, млн.	437.871
Капитализация, \$млрд.	15 803
EV, \$млрд.	23 085
Справедливая цена, \$	
Потенциал, %	

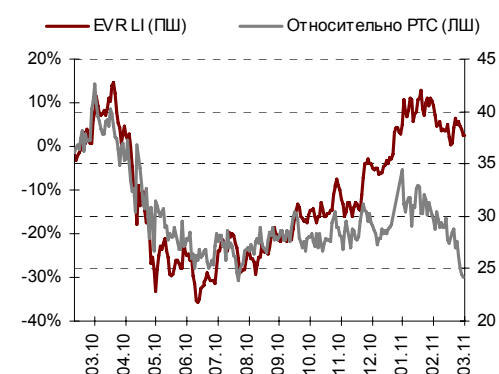
#### Структура акционеров

Lanebrook Limited	73%
Игорь Коломойский	10%
Другие	17%

#### Важнейшие показатели

	2009*	2010о	2011П	2012П
<b>Отчетность (\$млн.)</b>				
Выручка	9 772	12 964	15 896	17 032
ЕБИТДА	1 237	2 377	3 567	4 088
Опер. прибыль	-395	908	2 115	2 213
Чист. прибыль	-1 251	103	1 208	1 536
Доход на акц., \$	-2.86	0.24	2.76	3.51
<b>Рентабельность, %</b>				
по ЕБИТДА	12.7%	18.3%	22.4%	24.0%
по опер.приб.	-4.0%	7.0%	13.3%	13.0%
по чист.приб.	-12.8%	0.8%	7.6%	9.0%
<b>Мультипликаторы</b>				
EV/S	1.80	1.78	1.45	1.36
EV/ЕБИТДА	5.36	9.71	6.47	5.65
P/E	7.51	-	13.08	10.29

#### График. Динамика стоимости акции



## Прайм Марк

Россия, Москва, Саввинская наб. 15,  
"Японский дом", 7 этаж  
Тел: +7 (495) 989-77-52

E-mail: [clients@prime-mark.com](mailto:clients@prime-mark.com)

Web: [www.prime-mark.com](http://www.prime-mark.com)

### Аналитики:

Ленар Хафизов

[l.hafizov@prime-mark.com](mailto:l.hafizov@prime-mark.com)

Денис Тарарышкин

[d.tararishkin@prime-mark.com](mailto:d.tararishkin@prime-mark.com)

Айдар Шигабутдинов

[a.shigabutdinov@prime-mark.com](mailto:a.shigabutdinov@prime-mark.com)

Яна Бородина

[y.borodina@prime-mark.com](mailto:y.borodina@prime-mark.com)

Владислав Давыдов

[v.davidov@prime-mark.com](mailto:v.davidov@prime-mark.com)

### Управляющие:

Андрей Сахаров

[a.sakharov@prime-mark.com](mailto:a.sakharov@prime-mark.com)

Илья Мозговой

[i.mozgovoy@prime-mark.com](mailto:i.mozgovoy@prime-mark.com)

Константин Куш

[k.kusch@prime-mark.com](mailto:k.kusch@prime-mark.com)

---

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Прайм Марк не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Ни данный обзор, ни какая-либо его часть не подлежит воспроизведению, распространению, опубликованию или передаче какому-либо лицу в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции, законами которой установлены ограничения в отношении перечисленных выше действий. Любое распространение данной презентации или какой-либо её части может быть ограничено законом, и лицо, читающую презентацию, должно обеспечить собственную осведомленность о таких ограничениях и соблюдать их.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.