



ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ: В условиях дорожающего сырья

Обзор отрасли

Черная металлургия: В условиях дорожающего сырья

	Капитализация, \$млн.	EV, \$млн.	EV/EBITDA 10	P/E 10	Текущая цена, \$/акция (ГДР)	Целевая цена, \$/акция (ГДР)	Потенциал, %
Сталь							
Северсталь	12 244	16 894	6.72	16.50	11.7	14.0	19%
Евраз	14 771	22 486	7.16	17.09	32.1	36.3	13%
Мечел	9 782	14 965	8.66	15.09	23.5	25.0	6%
ММК	10 951	11 743	6.24	13.79	12.3	16.0	30%
НЛМК	18 393	19 154	7.26	12.14	29.5	34.9	18%
Ашинский мет. завод	177	275	2.95	3.64	0.36	0.85	139%
Трубы							
ТМК	3 804	7 364	7.85	17.55	17.19	21.9	27%
Выксунский мет. завод	2 353	3 284	6.72	10.54	1 250	1 829	46%

* цены на 16.02.2010

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Недавняя коррекция на мировых фондовых площадках предоставила возможность войти в капитал российских металлургических компаний на более привлекательных уровнях. Мы провели анализ крупнейших российских компаний черной металлургии, чтобы выявить наиболее привлекательные инвестиционные возможности. Черная металлургия является одной из наиболее чувствительных к изменению темпов экономического роста отраслей. Восстановление, как мировой, так и российской экономики способствует увеличению спроса на металлургическую продукцию. Мы выделяем бумаги ТМК и ММК как наиболее перспективные среди ликвидных акций, а также акции Ашинского и Выксунского металлургических заводов среди компаний второго эшелона.

Китай определяет ситуацию на рынке стали. Динамику спроса на стальном рынке сейчас в наибольшей степени определяют развивающиеся азиатские рынки, особенно Китай, в то время как восстановление спроса на западных рынках займет еще несколько лет. В настоящее время позитивная динамика цен на стальную продукцию вызвана скорее не увеличением спроса, а ростом производственных расходов, а именно затрат на сырье. Из-за продолжающегося роста в Китае сильным спросом пользуется железная руда и уголь, что наряду с ограниченностью предложения вызванного инфраструктурными проблемами поставщиков, вызывает бурный рост цен на эти товары. Такая ситуация выгодна вертикально интегрированным производителям, каковыми и являются российские компании.

ММК фаворит среди сталелитейщиков. Мы считаем акции ММК – лучшим вложением в сталелитейном секторе. Компания сохраняет статус одной из наиболее недооцененных на глобальных развивающихся рынках, при этом демонстрируя отличную динамику прибыли и одни из лучших балансовых показателей. Угольные активы ММК обеспечивают ему защиту от роста цен на коксующийся уголь, а прочные позиции в качестве поставщика стали для производителей стальных труб, позволяют рассчитывать на хорошую динамику финансовых показателей в 2010 году.

Трубопроводы и кап.затраты нефтяников – драйверы для трубников. Благодаря реализации проектов по строительству магистральных нефте- и газопроводов (NordStream, ВСТО-2, БТС-2, Сахалин-Хабаровск-Владивосток) спрос на ТБД будет очень высоким. При этом спрос на трубы нефтяного сортамента (ОСТГ) возрастет благодаря увеличению капитальных затрат российских нефтяных компаний в среднем на 20%. В связи с этим 2010 год для российских трубных компаний, особенно ТМК и ВМЗ, как основных поставщиков труб ТБД и ОСТГ, обещает быть очень перспективным.

Долг больше не проблема. Среди крупнейших российских металлургических компаний наибольшую долговую нагрузку имеют Евраз, Мечел и ТМК. Соотношение чистого долга к EBITDA (на 2010г.) у них составляет около 3-х. Тем не менее, показатели этих компаний значительно улучшились по сравнению с прошлым годом, а реструктуризация их кредитов идет весьма успешно. Менее крупные металлургические предприятия, такие как Выксунский и Ашинский металлургические заводы не испытывают проблем с обслуживанием долга имея достаточно устойчивый баланс и высокий уровень ликвидности.

Бумаги второго эшелона представляют наибольшую доходность. Среди бумаг второго эшелона мы выделяем акции Ашинского и Выксунского металлургических заводов, потенциал их роста до целевой цены составляет 139% и 46% соответственно.

Содержание обзора

Обзор компаний	3
Инвестиционная матрица сталелитейных компаний.....	3
Инвестиционная матрица трубных компаний.....	6
Долговая нагрузка	7
Сравнительный анализ сталелитейных компаний	8
Сравнительный анализ трубных компаний	11
Оценка компаний	12
Обзор отрасли	14
Обзор стального сектора.....	14
Обзор трубной отрасли	20

Обзор компаний

Инвестиционная матрица сталелитейных компаний

Ниже мы приводим инвестиционную матрицу российских сталелитейных компаний. У каждой из них есть свои драйверы роста и слабые стороны. На наш взгляд, наиболее интересными инвестиционные возможности представляют акции ММК и Мечел в краткосрочной перспективе и Северстали и Евраз в долгосрочной. Бумаги НЛМК являются лучшими с точки зрения защитных функций. АМЗ наш фаворит среди акций второго эшелона.

Таблица.1. Инвестиционная матрица российских сталелитейных компаний

	Северсталь	Евраз	НЛМК	ММК	Мечел
Драйверы роста	План реструктуризации зарубежных активов	Восстановление строительного сектора	Ввод в строй новых мощностей	Реализация крупных трубопроводных проектов в России	Благоприятная конъюнктура на рынке угля, руды и ферросплавов
	Опубликование стратегии развития золотодобывающих активов	Реализация масштабных инфраструктурных проектов	Рост спроса на трансформаторную сталь в России	Восстановление внутреннего спроса	Восстановление строительного сектора
	Восстановление автомобильного рынка	Крупные трубопроводные проекты в Северной Америке	Покупка угольных активов	План по развитию Белона	IPO Мечел-Майнинг
Слабые стороны	Убыточные зарубежные активы	Высокая долговая нагрузка	Низкая самообеспеченность коксующимся углем	Высокая зависимость от динамики цен на энергоносители	Высокая долговая нагрузка
Инвестиционное заключение	Ставка на восстановление западных рынков	Ставка на восстановление строительного сектора с большим кредитным рычагом	Привлекательная ставка на ослабление рубля. Лучшая защитная акция в секторе в случае ухудшения конъюнктуры рынка.	Ставка на восстановление внутреннего спроса и укрепление рубля	Ставка на сырьевой сектор с большим кредитным рычагом

Источник: Данные Прайм Марк

Инвестиционное заключение по компаниям

Северсталь

Основной проблемой Северстали в текущем году является судьба зарубежных активов компании. Зарубежные заводы компании традиционно являются менее эффективными, по сравнению с российскими. В 2009г. они принесли компании значительные убытки. Северсталь уже приняла решение о закрытии и продаже нескольких заводов в Европе (Luccini, Elland). На наш взгляд европейские заводы компании сейчас менее перспективны по сравнению с североамериканскими, поскольку, как ожидается, восстановление спроса в Северной Америке будет происходить гораздо более быстрыми темпами, чем в Европе. В настоящее время почти 50% мощностей компании в Северной Америке простаивают в ожидании восстановления спроса. Компания сможет существенно нарастить производство в случае улучшения конъюнктуры, тем не менее, если восстановление будет идти медленно, эти активы будут по-прежнему негативно влиять на финансовые показатели компании.

В настоящее время инвесторы ждут от Северстали плана реструктуризации своих зарубежных сталелитейных предприятий и стратегии развития золотодобывающих активов. И то и другое событие может значительно повлиять на динамику котировок компании. В конце прошлого года появилась информация о том, что Северсталь может консолидировать и затем выделить золотодобывающие активы в отдельную компанию. Северсталь в 2009 г. произвела 534 тыс. унций золота, став вторым производителем драгметалла в России (после Полюс золота), хотя еще в 2008 г. была пятой.

Значительный объем долга (\$7.9 млрд.) и убыточные зарубежные активы значительно сокращают денежные потоки компании и делают ее менее привлекательной по сравнению с другими производителями плоского проката - ММК и НЛМК. Однако при значительном улучшении конъюнктуры на западных рынках, Северсталь станет одним из основных бенефициаров этого роста.

Евраз

Инвестиции в Евраз это, прежде всего, ставка на восстановление строительного сектора и инвестиций в инфраструктуру. Строительный сектор является запаздывающим в цикле и его восстановление займет дольше времени. Мы ожидаем активного восстановления строительной отрасли к IV кварталу этого года. К тому же недавно РЖД приняли инвестиционную программу на 2010 объемом \$7 млрд. РЖД увеличило программу капитального ремонта пути в 2010 году на 36% по сравнению с бюджетом 2009 года, при этом Евраз все еще является монополистом в производстве ж/д рельсов в России, и поэтому будет основным бенефициаром роста инвест.программы РЖД среди металлургов. Рельсобалочный цех Мечела запустится лишь в 2012г.

Основными драйверами в котировках Евраза являются восстановление строительного сектора и инфраструктурные проекты, прежде всего Олимпийские игры в Сочи (2014) и саммит АТЭС (2012). У компании одна из самых больших долговых нагрузок среди российских металлургических компаний, но пока успешно справляется с рефинансированием и реструктуризацией своей задолженности, поэтому вопрос обремененного долгами баланса не стоит сейчас для инвесторов на первом месте.

ММК

ММК, который традиционно делал ставку на органический рост, в отличие от Евраза и Северстали, оказался в более благоприятной ситуации за счет более консервативной политики в отношении расходования финансовых резервов. В итоге компания имеет один из сильнейших балансов среди металлургов, который не обременен большим долгом, а проекты компании реализуются точно в срок.

Несмотря на тяжелую рыночную конъюнктуру, компания реализовала крупный проект по вводу стана-5000 в июле 2009г, продукция стана направлена на поставку толстолистового проката трубным компаниям. В настоящее время компания реализует два крупных проекта: строительство стан-2000 (на основной площадке в Магнитогорске) и проект Атакаш в Турции, мощностью 2.3 млн. тонн г/к листа в год, где ММК владеет контрольной долей. Завершения строительства и запуск производственных линий ожидаются в конце 2010г. Выход на полную мощность состоится в 2012г.

Осенью 2009г. компания довела свою долю в Белоне до 82.6%, увеличив тем самым уровень самообеспеченности в угле до 40%. Благодаря финансированию со стороны ММК, Белон может значительно нарастить добычу, за счет чего уровень самообеспеченности углем у ММК может вырасти до 80%. Покупка Белона выгодна не только с точки зрения контроля поставок угля, но и как финансовая инвестиция, за счет значительного роста цен на коксующийся уголь с IV квартала 2009г.

Компания собирается существенно увеличить производство в 2010г, на 27.2%, выпустив не менее 11.2 млн. т товарной металлопродукции.

Несмотря на значительное сокращения дисконта к отечественным аналогам, ММК все еще остается одной из наиболее недооцененных металлургических компаний.

НЛМК

Компания сохраняет статус наиболее эффективной сталелитейной компании в России. Благодаря низкой себестоимости производства компания реализует конкурентные преимущества на зарубежных рынках, экспортируя большую часть своей продукции (до 70%). Компания планирует увеличить производство на основной площадке в Липецке в 2010г. на 10-14%.

НЛМК реализует масштабную программу развития производства. В октябре 2009 года на производственной площадке в Липецке был введен в строй четвертый по счету агрегат непрерывного горячего цинкования мощностью 300 тыс. тонн в год. Таким образом, мощности НЛМК по выпуску проката с цинковым покрытием выросли до 1.2 млн. тонн в год. Самым масштабным проектом компании на сегодняшний день является строительства новой доменной печи №7 мощностью 3.4 млн. тонн чугуна в год, за счет чего мощности компании по выплавке стали должны увеличиться на 40% до 12.4 млн. тонн в 2011г.

Компания имеет 100% самообеспеченность в железной руде и коксе, однако компания не имеет своих угледобывающих активов, поэтому резкое повышение цен на коксующийся уголь может негативно отразиться на рентабельности предприятия.

Основными драйверами роста, на наш взгляд, могут стать рост спроса на трансформаторную сталь в России за счет увеличения капитальных затрат со стороны энергетических компаний и успешная реализация проектов по вводу в строй новых мощностей.

Мечел

Мечел в 2010 году интересен, прежде всего, за счет своих угледобывающих активов. Компания планирует в 2010 году увеличить добычу угля на 67%, по сравнению с 2009г. до 29.8 млн. тонн, что позволит компании вернуться к докризисным уровням производства. Основным драйвером будущего роста добычи станет освоение одного из крупнейших угольных месторождений России – Эльгауголь, с запасами 2.1 млрд. тонн угля. Компания наращивает добычу угля, пользуясь повышением как внутренних, так и мировых цен, а также за счет освоения новых крупных рынков сбыта – Китай, Япония и Южная Корея. В перспективе компания может провести IPO своего горнодобывающего дивизиона - Мечел Майнинг, чтобы снизить долговую нагрузку и привлечь денежные ресурсы для финансирования своих проектов.

Ашинский металлургический завод

Компания показала неплохие результаты по итогам 2009 года. АМЗ смог увеличить производство проката на 11%, по сравнению с 2008г., до 536 тыс. тонн. Продажи толстолистового проката выросли на 6% до 463 тыс. тонн. Экспорт толстолистового проката в дальнейшем зарубежье вырос на 75% до 180 тыс. тонн.

АМЗ близок к завершению своего самого крупного проекта. В начале апреля 2010 года компания планирует запустить в эксплуатацию единственную в России 120-тонную электропечь. Стоимость проекта 7 миллиардов рублей. В мире аналогичных агрегатов не более 20. После запуска новой электропечи, старое оборудование (мартеновские печи) будет постепенно выводиться из строя. Новая установка увеличит мощности завода на 55% до 1 млн. тонн проката в год.

Компания значительно недооценена по отношению к аналогам. Средний дисконт к своему ближайшему аналогу ММК составляет 60%. У компании сильный баланс, а соотношение чистого долга к EBITDA не превышает 1.

Инвестиционная матрица трубных компаний

Акции ТМК имеют высокий коэффициент бэ́та из-за значительной долговой нагрузки, что позволяет значительно выигрывать от роста рынка. Акции ВМЗ менее рискованны, так как показатели компании менее волатильны при изменении конъюнктуры рынка. Инвестиции в акции ВМЗ более предпочтительны с точки зрения соотношения риск/доходность.

Таблица.2. Инвестиционная матрица российских трубных компаний

	ТМК	ВМЗ
	Восстановление северо-американского рынка	Восстановление рынка ж/д перевозок
Драйверы роста	Новые трубопроводные проекты в России и СНГ	Новые трубопроводные проекты в России и СНГ
	Увеличение инвест. программ рос. нефтегазовых компаний	Ввод в строй нового оборудования (стан-5000)
Слабые стороны	Большая долговая нагрузка	Низкая прозрачность и ликвидность акций
Инвестиционное заключение	Значительные выгоды от роста цен на нефть	Выгоды от строительства крупных трубопроводов и восстановления спроса на ж/д вагоны

Источник: Данные Прайм Марк

Инвестиционное заключение по компаниям

ТМК

ТМК является одной из крупнейших трубных компаний в мире. Основные активы компании находятся в России и Северной Америке. Главным драйвером роста в котировках компании станут капитальные затраты Газпрома и Транснефти, освоение месторождений восточной Сибири и восстановление цен на природный газ в США, что приведет к активизации бурения в Северной Америке.

Выксунский металлургический завод

ВМЗ является крупнейшим в мире заводом по производству ТБД (труб большого диаметра), которые используются при строительстве магистральных трубопроводов. Компания является основным поставщиком ТБД для Газпрома и Транснефти. Благодаря заказам этих компаний ВМЗ в 2009г. увеличил производство ТБД на 32% до 967 тыс. тонн, доля завода на отечественном рынке ТБД выросла до 51%.

В январе нынешнего года ВМЗ стал единственным российским поставщиком труб для строительства второй нитки газопровода Nord Stream, который пройдет по дну Балтийского моря – на его долю придется 25% стоимости контракта. Также компания выиграла тендер на поставку труб для нефтепровода ВСТО-2. Компания намерена увеличить производство труб в 2010г. на 30%.

Кроме того, ВМЗ располагает крупнейшим в мире комплексом по производству железнодорожных колес. В 2009г. в связи с сокращением спроса на новый подвижной состав, производство ж/д колес на ВМЗ сократилось на 45% до 433 тыс. штук. Восстановление сектора железнодорожных перевозок позитивно скажется на загрузке колесопрокатного комплекса. В 2010г. компания намерена увеличить производство колес на 30%, до 550 тысяч штук.

Долговая нагрузка

Среди крупнейших российских металлургических компаний наименьшую долговую нагрузку имеют ММК и НЛМК. Чистый долг этих компаний на 30 сентября 2009г. составлял около \$750 млн., а соотношение чистого долга к EBITDA 2010г. находится ниже 0.4. Наибольшую долговую нагрузку имеют Евраз, Мечел и ТМК. Данные компании имеют наименьшие коэффициенты текущей и срочной ликвидности и наибольшее соотношение чистого долга к EBITDA. Наихудшие показатели при этом наблюдаются у ТМК. Тем не менее, показатели этих компаний значительно улучшились по сравнению с прошлым годом, а реструктуризация их кредитов идет весьма успешно. Менее крупные металлургические предприятия, такие как Выксунский и Ашинский металлургические заводы не испытывают проблем с обслуживанием долга имея достаточно устойчивый баланс и высокую ликвидность.

Таблица.3. Долговая нагрузка рос. металлургических компаний

	Последняя отчетность	Общий долг	Чистый долг	Чистый долг/ ЕБИТДА 2010	Коэффициент текущей ликвидности	Коэффициент срочной ликвидности
ММК	3 кв. МСФО	1 528	751	0.38	1.57	1.10
НЛМК	3 кв. ГААП	2 529	761	0.32	1.93	1.40
Северсталь	3 кв. МСФО	7 875	4 651	1.86	2.36	1.54
Евраз	2 кв. МСФО	8 200*	7 450*	2.48	0.73	0.43
Мечел	3 кв. ГААП	5 608	5 200	2.60	0.69	0.43
ТМК	2 кв. МСФО	3 730*	3 560	3.77	0.66	0.29
Выксунский мет. завод	3 кв. РСБУ	1 000	931	1.77	1.73	1.38
Ашинский мет. завод	3 кв. РСБУ	102	98	1.03	3.09	2.38
Среднее				1.80	1.60	1.12

* на конец 2009

Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

Сравнительный анализ сталелитейных компаний

Несмотря на более высокую рентабельность, отечественные сталелитейные компании оценены на уровне компаний из развивающихся стран и с небольшим дисконтом к аналогам из развитых рынков. Среднее соотношение EV/EBITDA на 2010г. среди крупнейших российских сталелитейных компаний составляет около 7, а средний мультипликатор P/E равняется 15. Столь высокое значение мультипликаторов говорит о том, что инвесторы сохраняют оптимизм относительно динамики финансовых показателей компаний. Сталелитейная отрасль является высокоциклическим сектором, поэтому высокие значения рыночных мультипликаторов свидетельствуют об ожидании инвесторов быстрого выхода мировой экономики из рецессии.

Даже принимая во внимание меньшие размеры компании, более низкую информационную прозрачность, меньшую ликвидность и более слабое корпоративное управление мультипликаторы Ашинского металлургического завода в несколько раз уступают аналогичным показателям как зарубежных, так и отечественных компаний. Ашинский мет. завод оценен с дисконтом в 70% к отечественным аналогам. Мы считаем, такой дисконт неоправданным.

Таблица.4. Мультипликаторы компаний на 2010г.

	Страна	Капитализация, \$млн.	EV, \$млн.	EV / S	EV / EBITDA	P / E	P/BV	ЕБИТДА маржа, %	Чистая маржа, %	
Развивающиеся рынки										
Gerdau	Бразилия	17 793	23 864	1.52	7.30	12.38	1.43	21%	9%	
Tata Steel	Индия	9 970	19 895	0.92	11.85	нег.	1.77	8%	нег.	
China Steel	Тайвань	13 375	15 369	2.37	10.83	14.14	1.91	22%	15%	
Baoshan Iron&Steel	Китай	19 007	27 004	1.02	6.06	13.57	1.31	17%	5%	
Posco	Южная Корея	40 028	40 444	1.48	5.53	9.10	1.60	27%	16%	
Wuhan Iron&Steel	Китай	7 704	11 563	1.11	7.84	12.53	1.95	14%	6%	
Maanshan Iron&Steel	Китай	4 769	7 181	0.78	5.21	14.79	1.26	15%	4%	
Hyundai Steel	Южная Корея	5 923	9 108	0.87	6.08	8.38	1.23	14%	7%	
Среднее				1.26	7.59	12.13	1.56	17%	9%	
Развитые рынки										
Nucor	США	12 567	13 413	0.90	7.95	20.74	1.66	11%	4%	
Nippon Steel	Япония	24 436	37 696	0.97	10.49	-	1.12	9%	0%	
United Steel	США	6 360	8 506	0.51	10.04	-	1.28	5%	0%	
ArcelorMittal	Люксембург	57 059	75 862	0.93	6.58	13.39	0.87	14%	5%	
ThyssenKrupp	Германия	15 902	17 165	0.30	4.30	33.70	1.12	7%	1%	
Среднее				0.72	7.87	22.61	1.21	9%	2%	
Российские компании										
Северсталь	Россия	11 387	16 038	1.05	6.72	16.50	1.34	16%	5%	
Евраз	Россия	12 951	20 666	1.55	7.16	17.09	1.31	22%	6%	
НЛМК	Россия	17 111	17 871	2.20	7.26	12.14	2.04	30%	17%	
ММК	Россия	10 736	11 528	1.60	6.24	13.79	1.08	26%	11%	
Мечел	Россия	9 108	14 291	1.93	8.66	15.09	2.32	22%	8%	
Ашинский мет. завод	Россия	177	275	0.70	2.95	3.64	0.44	24%	12%	
Среднее				1.50	6.50	13.04	1.42	23%	10%	
Премия/дисконт российских компаний к аналогам из:										
<i>Развивающихся стран</i>				19%	-14%	8%	-9%			
<i>Развитых стран</i>				108%	-17%	-42%	18%			

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Для оценки российских сталелитейных компаний мы использовали средние значения мультипликаторов EV/EBITDA и P/E зарубежных аналогов. Исходя из оценки по мультипликаторам, наибольший потенциал роста от текущих котировок представляют акции ММК и НЛМК, потенциал их роста составляет более 20%. Акции Северстали недооценены на 14%. Евраз оценен справедливо, а Мечел немного переоценен. Потенциал акций АМЗ составляет 160%.

Таблица.5. Оценка по мультипликаторам Северсталь

	EV / EBITDA	P/E
Среднее по аналогам	7.70	17.4
Премия/дисконт, %	0%	0%
Целевое значение мультипликатора	7.7	17.4
Целевая капитализация, \$ млн.	13 722	12 006
Вес, %	50%	50%
Справедливая капитализация, \$ млн.	12 864	
Кол-во акций	1 007 701 355	
Справедливая цена акции, \$	12.8	

Источник: расчеты Прайм Марк

Таблица.6. Оценка по мультипликаторам Евраз

	EV / EBITDA	P/E
Среднее по аналогам	7.70	17.4
Премия/дисконт, %	0%	0%
Целевое значение мультипликатора	7.7	17.4
Целевая капитализация, \$ млн.	14 788	13 189
Вес, %	50%	50%
Справедливая капитализация, \$ млн.	13 988	
Кол-во акций	437 871 363	
Справедливая цена акции, \$	32.0	

Источник: расчеты Прайм Марк

Таблица.7. Оценка по мультипликаторам НЛМК

	EV / EBITDA	P/E
Среднее по аналогам	7.70	17.4
Премия/дисконт, %	0%	0%
Целевое значение мультипликатора	7.7	17.4
Целевая капитализация, \$ млн.	18 189	24 534
Вес, %	50%	50%
Справедливая капитализация, \$ млн.	21 362	
Кол-во акций	5 993 227 240	
Справедливая цена акции, \$	3.56	

Источник: расчеты Прайм Марк

Таблица.8. Оценка по мультипликаторам ММК

	EV / EBITDA	P/E
Среднее по аналогам	7.70	17.4
Премия/дисконт, %	0%	0%
Целевое значение мультипликатора	7.7	17.4
Целевая капитализация, \$ млн.	13 479	13 555
Вес, %	50%	50%
Справедливая капитализация, \$ млн.	13 517	
Кол-во акций	11 174 330 000	
Справедливая цена акции, \$	1.21	

Источник: расчеты Прайм Марк

Таблица.9. Оценка по мультипликаторам Мечел

	EV / EBITDA	P/E
Среднее по аналогам	7.70	17.4
Премия/дисконт, %	0%	0%
Целевое значение мультипликатора	7.7	17.4
Целевая капитализация, \$ млн.	7 513	10 510
Вес, %	50%	50%
Справедливая капитализация, \$ млн.	9 011	
Кол-во акций	416 270 745	
Справедливая цена акции, \$	21.7	

Источник: расчеты Прайм Марк

Таблица.10. Оценка по мультипликаторам АМЗ

	EV / EBITDA	P/E
Среднее по аналогам	7.70	17.4
Премия/дисконт, %	35%	35%
Целевое значение мультипликатора	5.0	11.3
Целевая капитализация, \$ млн.	367	554
Вес, %	50%	50%
Справедливая капитализация, \$ млн.	461	
Кол-во акций	498 454 822	
Справедливая цена акции, \$	0.92	

Источник: расчеты Прайм Марк

Сравнительный анализ трубных компаний

Российские трубные компании оценены на уровне аналогов из развивающихся рынков и с существенным дисконтом к аналогам из развитых рынков. При этом, ТМК оценена на уровне компаний из развитых рынков, а ВМЗ недооценен даже по отношению к аналогам из развивающихся рынков. Выксунский металлургический завод торгуется с дисконтом в 25% по отношению к ТМК и зарубежным аналогам.

Таблица.11. Мультипликаторы компаний на 2010г.

	Страна	Капитализация, \$млн.	EV, \$млн.	EV / S	EV / EBITDA	P / E	P/BV	EBITDA маржа, %	Чистая маржа, %
Развивающиеся рынки									
Maharashtra Seamless	Индия	543	457	1.32	5.79	10.49	2.10	23%	15%
Anhui Oil Pipe	Китай	399	393	0.76	4.32	7.23	2.11	18%	11%
Xinxing Ductile Iron Pipes	Китай	2 594	2 687	0.68	8.76	13.50	1.82	8%	5%
Arabian Pipes	Сауд. Аравия	268	419	3.31	17.45	24.51	1.36	19%	9%
Среднее				1.52	9.08	13.93	1.85	17%	10%
Развитые рынки									
Tenaris	Люксембург	25 612	25 055	2.79	9.84	18.90	2.67	28%	15%
Vallourec	Франция	9 999	9 576	1.62	9.19	20.06	1.77	18%	8%
Sumitomo	Япония	12 766	22 686	1.60	16.02	-	1.40	10%	нег.
Среднее				2.00	11.68	19.48	1.95	19%	12%
Российские компании									
ТМК	Россия	3 861	7 421	1.75	7.85	17.55	2.42	22%	5%
Выксунский мет. завод	Россия	2 353	3 284	1.27	6.72	10.54	2.12	19%	9%
Среднее				1.51	7.28	14.04	2.27	20%	7%
Премия/дисконт российских компаний к аналогам из:									
<i>Развивающихся стран</i>				0%	-20%	1%	23%		
<i>Развитых стран</i>				-25%	-38%	-28%	16%		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Для оценки ТМК и ВМЗ мы использовали мультипликаторы EV/EBITDA и P/E. В качестве целевых значений были выбраны мультипликаторы аналогов из развивающихся и развитых стран с равными весами. Для оценки ВМЗ мы применили дисконт в 25% в виду низкой ликвидности акций компании. Потенциал акций ТМК и ВМЗ от текущих котировок по результатам оценки по мультипликаторам составляет 34% и 56% соответственно.

Таблица.12. Оценка по мультипликаторам ТМК

	ТМК		ВМЗ	
	EV / EBITDA	P/E	EV / EBITDA	P/E
Среднее по аналогам	10.4	16.7	10.4	16.7
Премия/дисконт, %	0%	0%	25%	25%
Целевое значение мультипликатора	10.4	16.7	7.8	12.5
Целевая капитализация, \$ млн.	6 648	3 674	3 328	3 357
Вес, %	50%	50%	50%	50%
Справедливая капитализация, \$ млн.	5 161		3 342	
Кол-во акций	950 270 990		1 717 433	
Справедливая цена акции (ГДР), \$	5.43 (21.7)		1 946	

Источник: расчеты Прайм Марк

Оценка компаний

Мы провели оценку компании методом DCF (дисконтированных денежных потоков) и используя рыночные мультипликаторы. Целевая цена акций компаний была подсчитана как средневзвешенная цена, подсчитанная по методу DCF и рыночных мультипликаторов

Таблица.13. Северсталь – финальная оценка

	DCF	Сравнительный
Справедливая цена за акцию, \$	15.2	12.8
Доля в целевой цене, %	50%	50%
Целевая цена за акцию, \$	14.0	

Источник: расчеты Прайм Марк

Таблица.14. Евраз – финальная оценка

	DCF	Сравнительный
Справедливая цена за ГДР, \$	40.6	32.0
Доля в целевой цене, %	50%	50%
Целевая цена за ГДР, \$	36.3	

Источник: расчеты Прайм Марк

Таблица.15. ММК – финальная оценка

	DCF	Сравнительный
Справедливая цена за акцию (ГДР), \$	1.25 (16.3)	1.21 (15.7)
Доля в целевой цене, %	50%	50%
Целевая цена за акцию (ГДР), \$	1.23 (16.0)	

Источник: расчеты Прайм Марк

Таблица.16. НЛМК – финальная оценка

	DCF	Сравнительный
Справедливая цена за акцию (ГДР), \$	3.42 (34.2)	3.56 (35.6)
Доля в целевой цене, %	50%	50%
Целевая цена за акцию (ГДР), \$	3.49 (34.9)	

Источник: расчеты Прайм Марк

Таблица.17. Мечел – финальная оценка

	DCF	Сравнительный
Справедливая цена за акцию, \$	28.3	21.7
Доля в целевой цене, %	50%	50%
Целевая цена за акцию, \$	25.0	

Источник: расчеты Прайм Марк

Таблица.18. ТМК – финальная оценка

	DCF	Сравнительный
Справедливая цена за акцию (ГДР), \$	5.50 (22.0)	5.43 (21.7)
Доля в целевой цене, %	50%	50%
Целевая цена за акцию, \$	5.47 (21.9)	

Источник: расчеты Прайм Марк

Таблица.19. ВМЗ – финальная оценка

	DCF	Сравнительный
Справедливая цена за акцию, \$	1 712	1 946
Доля в целевой цене, %	50%	50%
Целевая цена за акцию, \$	1 829	

Источник: расчеты Прайм Марк

Таблица.20. АМЗ – финальная оценка

	DCF	Сравнительный
Справедливая цена за акцию, \$	0.77	0.92
Доля в целевой цене, %	50%	50%
Целевая цена за акцию, \$		0.85

Источник: расчеты Прайм Марк

Обзор стального сектора

В мире

Мировое производство стали в 2009г. снизилось на 8% по сравнению с 2008 до 1.22 млрд. тонн, при этом производство стали в Китае, увеличилось на 13.5% до 568 млн. тонн (доля в мировом производстве составила 47%). Без учета Китая производство стали в мире снизилось бы более чем на 21%. Заметно выросла доля стран БРИК на мировом рынке стали с 50% в 2008г. до 58% в 2009г., в первую очередь благодаря росту доли Китая. В России производство стали в 2009г. снизилось на 12.5% до почти 60 млн. тонн, при этом Россия смогла обойти США, где производство за год снизилось на 36%, и войти в тройку крупнейших стран производителей стали по итогам 2009 года. В декабре выплавка стали в России увеличилась на 2% по сравнению с ноябрем 2009 и на 66% по сравнению с декабрем 2008.

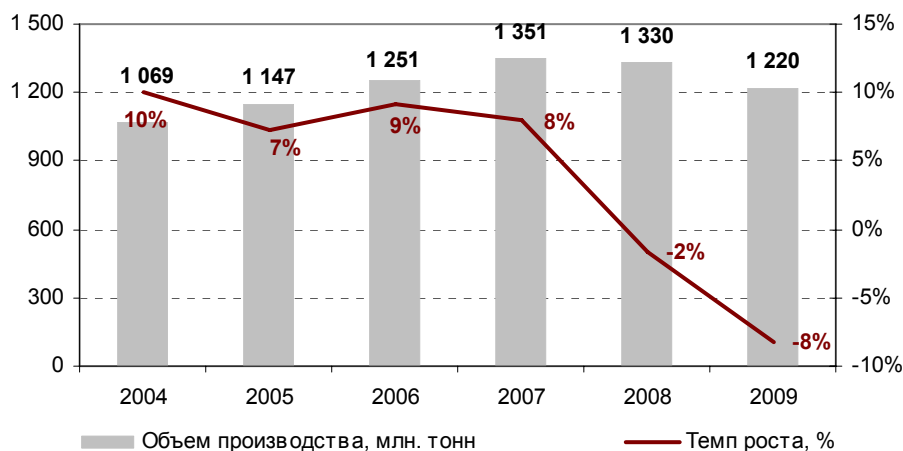
Таблица.21. Крупнейшие страны производители стали, млн.тонн

	2009	2008	2009/2008, %
Китай	568	500	13%
Япония	87.5	119	-26%
Россия	59.9	68.5	-13%
США	58.1	91.4	-36%
Индия	56.6	55.1	3%

Источник: WorldSteel org.

Загрузка мощностей в мировой сталелитейной промышленности начала постепенно восстанавливаться с минимумов достигнутых в декабре 2008 (58%) до 77% в октябре 2009, однако это значительно ниже докризисных уровней, когда загрузка мощностей достигала 90%: В декабре 2009 загрузка мощностей снизилась до 71.5%. Объем рынка стали со своих максимальных значений достигнутых в 2007г. снизился почти на 10%. Тем не менее, начиная с 2010г. ожидается постепенное восстановление объема производства, а выход на докризисный уровень может произойти уже в 2011г.

График.1. Мировое производство стали



Источник: WorldSteel org., расчеты Прайм Марк

Китайский фактор

Китай оказал наиболее заметное влияние на мировой рынок стали в 2009г. Спрос на сталь в Поднебесной продолжал бить рекорды благодаря росту экономики в целом и металлоемких секторов в частности. Например, производство автомобилей в 2009г. выросло на 48% до 13.8 млн. штук, инвестиции в строительство увеличились на 32.3%, розничные продажи выросли на 15.5%. Объем валового внутреннего продукта (ВВП) Китая по итогам 2009 года увеличился на 8.7% до \$4.9 трлн. долларов. Такой рост ВВП превзошел установленный правительством плановый уровень в 8%. По итогам IV квартала 2009 года рост ВВП составил 10.7% в годовом выражении. С I по III квартал 2009 года этот показатель рос на 6.2%, 7.9% и 9.1% соответственно. В 2010г. по мнению большинства экономистов, рост ВВП Китая может достигнуть 9.5%-10%. Рост китайской экономики должен поддержать спрос на металлургическую продукцию в текущем году.

Таблица.22. Экономические показатели Китая в 2009г.

	2009	2009/2008, %
Производство автомобилей (млн. штук)	13.8	48%
Инвестиции в строительство (трлн. \$)	6.15	32%
Розничные продажи (трлн. \$)	1.83	16%
ВВП (трлн. \$)	4.91	8.7%

Источник: Национальное бюро статистики Китая

В России

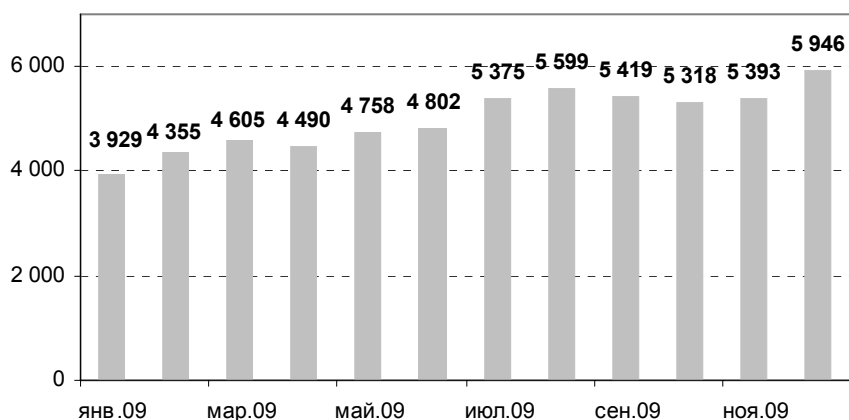
Единственной российской компанией, которой удалось увеличить выпуск стали в 2009 году по сравнению с прошлым годом, стала НЛМК, производство возросло примерно на 1%. За аналогичный период Северсталь, Евраз, ММК и Мечел снизили производство от 7% до 20%. В наибольшей степени снизилось производство у ММК (на 20%). Позитивная динамика у НЛМК в основном связана с наращиванием производства продукции низкого передела, главным образом слябов, которые компания в основном поставляла на экспорт. Уже к середине 2009г. НЛМК вышел на почти полную загрузку мощностей. ММК же сделал акцент на продукцию высокого передела, которая имеет более высокую добавленную стоимость, таким образом, значительное снижение производства у компании не показательно. Хуже всего обстояли дела у Евраза и Северстали, что вызвано плачевной ситуацией в строительной отрасли (в случае с Евразом) и значительном проседании авторынка (в случае с Северсталью). В 4кв. 2009г. компании в целом сохранили уровень производства, достигнутый в 3кв. 2009г., несмотря на сезонный спад. По итогам четвертого квартала наилучшую динамику производства показал Мечел.

Таблица.23. Производство стали сталелитейными компаниями, тыс. тонн

	2009	2008	Изм.-е, %	4 кв. 2009	3кв. 2009	Изм.-е, %
Северсталь	16 749	19 217	-13%	4 621	4 519	2%
Евраз	15 284	17 674	-14%	4 253	4 266	0%
НЛМК	10 614	10 500	1%	2 886	2 940	-2%
ММК	9 618	11 957	-20%	2 239	2 326	-4%
Мечел	5 496	5 909	-7%	1 524	1 478	3%

Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

График.2. Динамика производства стали в России в 2009, тыс. тонн

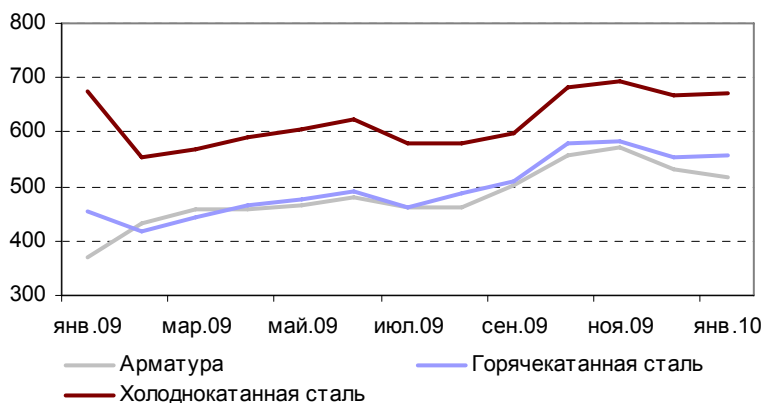


Источник: Чермет

Цены

Внутренние цены на стальную продукцию начали постепенно восстанавливаться с начала 2009г. достигнув своего пика в ноябре 2009г., после чего последовал низкий сезон. Сейчас цены примерно на 10% ниже уровня ноября 2009г. Тем не менее, мы ожидаем, что, уже начиная с конца февраля должно последовать традиционное оживление спроса, которое спровоцирует рост цен на металлургическую продукцию.

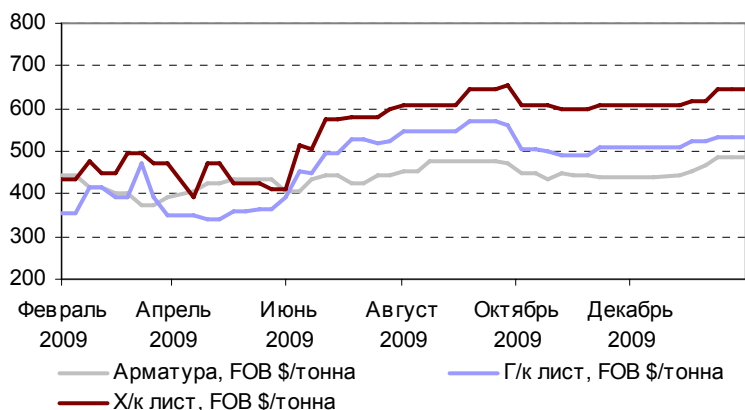
График.3. Внутренние цены на прокат, \$/тонна



Источник: Чермет

В то же время экспортные цены на сталь начали расти уже в январе. Цены на заготовку в черноморских портах с начала января выросли на \$20/т до \$440-450/т FOB, на арматуру - до \$460-480/т. Цены на горячекатаный рулон составляют \$520-540/т (+\$30 с начала года), на холоднокатаный- \$610-630/т (+\$10), на слябы- \$420-430/т (+\$40). Российские внутренние цены в прошлом году соответствовали экспортной цене за вычетом транспортных издержек. Соответственно, мы ожидаем, что на фоне роста экспортных цен будут повышаться и внутренние.

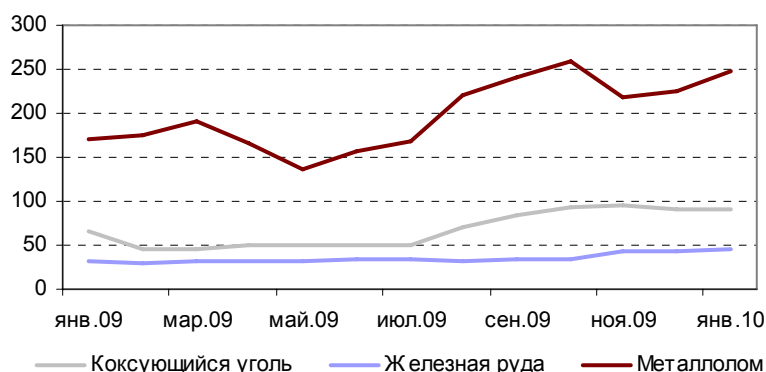
График.4. Экспортные цены на сталь, \$/тонну



Источник: Metal Bulletin

Позитивная динамика цен на стальной прокат побудила отечественные угольные компании начать поднимать цены на свою продукцию. Распадская с февраля повышает цены на коксующийся уголь в России на 33% до 3600 руб. (\$120) за тонну (без НДС). В январе Распадская продавала уголь по ценам IV квартала (2700 руб./т), Белон и Мечел по 3000 руб./т. Мировые цены на коксующийся уголь с конца декабря подросли на 15-20% до \$190/т (FOB, Австралия). Учитывая рост мировых цен на коксующийся уголь, вычитая издержки за транспортировку и принимая во внимание традиционный дисконт к российскому углю (за более низкое качество) справедливый уровень цен на коксующийся уголь на наш взгляд находится на уровне \$120-125 за тонну.

Цены на железную руду значительно отстают от динамики цен на другие виды металлургического сырья. Со своих минимумов цены на железную руду в России выросли всего на 50%, в то время как цены на коксующийся уголь поднялись более чем на 100%. В Китае цены на железную руду со своих минимумов уже выросли на 105% и сейчас достигли уровня \$130 за тонну с учетом доставки. В России цены на железную руду все еще держатся на уровне \$45 за тонну. Рост цен на железную руду, скорее всего, произойдет весной, когда будут определяться цены на benchmark контрактная цена между китайскими сталелитейными компаниями и производителями руды из Австралии и Бразилии. В этом году позиции сырьевиков будут более сильными. Существенное повышение цен на железную руду, ожидаемое в 2010 году может негативно отразиться на китайских производителях стали. Увеличение издержек у китайских производителей усилят конкурентные позиции российских металлургов.

График.5. Цены на металлургическое сырье в России, \$/тонну


Источник: Чермет

Прогноз цен на стальной прокат

Ниже мы приводим историческую динамику и наши ожидания относительно изменения цен на стальную продукцию в 2010г. По нашим прогнозам в 2010г. экспортные и внутренние цены на металлопродукцию должны вырасти на 20-30% по сравнению с 2009г., и установятся на уровне или чуть выше уровня цен II полугодия 2009г. Выход на более высокий ценовой уровень будет сдерживаться пока еще слабой динамикой восстановления спроса и большим объемом резервных мощностей в мире. К тому же, Китай в случае замедления экономического роста, может снова превратиться в нетто-экспортера стали, что окажет дополнительное давление на предложение. В то же время растущие цены на сырье (коксующийся уголь и железную руду) не дадут ценам на сталь опуститься ниже текущих уровней.

Таблица.24. Цены на основные виды сталелитейной продукции, \$ за тонну

	2006	2007	2008	2009	2010П
Экспортные цены на заготовку	382	498	748	387	475
<i>изм-е, %</i>		30%	50%	-48%	23%
Экспортные цены на слябы	408	509	814	376	470
<i>изм-е, %</i>		25%	60%	-54%	25%
Экспортные цены на арматуру	430	550	841	439	535
<i>изм-е, %</i>		28%	53%	-48%	22%
Внутренние цены на арматуру	521	681	898	480	575
<i>изм-е, %</i>		31%	32%	-47%	20%
Экспортные цены на г/к лист	498	563	862	471	580
<i>изм-е, %</i>		13%	53%	-45%	23%
Внутренние цены на г/к лист	568	661	891	493	600
<i>изм-е, %</i>		16%	35%	-45%	22%
Экспортные цены на х/к лист	430	628	1033	529	700
<i>изм-е, %</i>		46%	64%	-49%	32%
Внутренние цены на х/к лист	390	762	1022	618	720
<i>изм-е, %</i>		95%	34%	-40%	17%

Источник: Metal Bulletin, Чермет, расчеты Прайм Марк

Анализ ключевых рынков сбыта

По данным Минпромторга, в 2009 году внутреннее потребление проката черных металлов составило 25.7 млн.т. и снизилось по сравнению с 2008 годом на 22%. Поставки отечественного проката на внутренний рынок составили 23.3 млн.т. и уменьшились на 20%, импортного – на 35%. Сокращение потребления проката вызвано падением производства в металлопотребляющих отраслях. Основными потребителями стальной продукции являются три сектора: строительство, производство труб и отдельные отрасли машиностроения. Наибольшее падение потребления стали в прошлом году наблюдалось в секторе машиностроения, в то время как спад потребления стали со стороны производителей труб оказался менее резким. В 2009г. в России было произведено 6.7 млн. тонн труб, что лишь на 14.4% меньше показателя 2008г., это в основном обусловлено активизацией строительства крупных газо- и нефтепроводов (Северный поток, БТС-2, ВСТО). Для сравнения объем производства автомобилей (легковых и грузовых) за тот же период упал на 60% до 688 тыс. штук. Несмотря на крайне сложный для строительного сектора год в 2009г. было построено 59.8 млн. кв. м жилья, что лишь на 6.7% меньше, чем за 2008г., что в основном обусловлено сдачей в строй домов, которые закладывались еще в докризисные времена.

Таблица.25.Динамика производства основных металлоемких отраслей

	2009	2008	Изм-е, %	Доля в общем потреблении стали в 2009, %
Строительство				46%
объем введенного жилья, млн.кв.м.	59.8	64.1	-6.7%	
Трубы				41%
производство труб, млн. тонн	6.7	7.83	-14%	
Машиностроение				13%
выпуск автомобилей, тыс.штук	688	1726	-60%	

Источник: Росстат, расчеты Прайм Марк

Благодаря росту программ капитальных вложений крупнейших нефтегазовых компаний и продолжению реализации масштабных проектов строительства нефте- и газопроводов производство труб, по нашим прогнозам, должно увеличиться в 2010г. не менее чем на 10-15%. Также ожидается повышения спроса на трубы промышленного назначения в связи запланированным строительством атомных и котельных мощностей. Таким образом, сталелитейные компании, производящие сталь для производства труб (ММК и Северсталь) будут обеспечены заказами в текущем году. Хороший спрос ожидается и на трансформаторную сталь, которую производит НЛМК, в связи с крупными инвестициями в строительство новых энергетических мощностей. Подъем на строительном рынке ожидается не ранее IV квартала 2010, а начало полноценного восстановления в секторе машиностроения не ранее 2011.

Обзор трубной отрасли

В 2009г. в России было произведено 6.7 млн. тонн труб, что на 14% меньше чем в 2008г. По объему производства труб Россия занимает 3 место в мире. Внутреннее потребление стальных труб в 2009 году составило, по оценке Минпромторга, 5.7 млн. тонн и снизилось по сравнению с 2008 годом на 23.2%. Внутренние поставки труб отечественного производства составили 5 млн. тонн (снижение на 21.3%), зарубежного – 650 тыс. тонн (снижение на 35%). Доля отечественных производителей на внутреннем рынке увеличилась до 89%, а на продукцию зарубежных производителей пришлось около 11% от внутреннего потребления. Крупнейшие производители контролируют около 75% российского рынка. Согласно данным ФРТП в 2009г. на долю ТМК, ОМК, ЧТПЗ и Северстали приходилось 30%, 18.6%, 15.3% и 10.2% от общего объема производства соответственно.

График.6. Основные потребители трубной продукции в России, 2008г.



Источник: Чермет

В 2010г. капитальные вложения крупнейших российских нефтегазовых компаний должны увеличатся более чем на 20% до \$47 млрд. Это подстегнет спрос на трубы класса OCTG (нефтяного сортамента) и ТБД (трубы большого диаметра). Большинство нефтегазовых компаний отложили или существенно снизили инвестиции в месторождения и строительство трубопроводов в 2009г. В 2010г. на фоне восстановления цен на нефть компании приняли решения об увеличении своих инвестиционных бюджетов.

Таблица.26. Капитальные затраты рос. нефтегазовых компаний, млрд. \$

	2010	2009	2010/2009, %
Газпром	20.5	15.2	35%
Роснефть	9.5	7.3	31%
Лукойл	6.0	6.5	-8%
Сургутнефтегаз	4.2	3.4	24%
ТНК-ВР	3.75	3.4	10%
Газпром-нефть	2.5	2.2	14%
Татнефть	0.72	0.60	19%
Всего	47.1	38.6	22%

Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

В 2010г. будут реализовываться целый ряд крупнейших проектов газо и нефтепроводов, среди которых Северный поток, Сахалин-Хабаровск-Владивосток, ВСТО-2 и БТС-2. Основным поставщиком труб для газовых трубопроводов является Выксунский металлургический завод (ВМЗ), входит в ОМК, для нефтепроводов – ТМК и Ижорский трубный завод, входящий в Северсталь.

Таблица.27. Крупнейшие проекты трубопроводов в 2010г.

	Протяженность, км	Сроки реализации	Основные поставщики
Газовые (Газпром)			
Nord Stream (первая линия)	1 200	2005-2011	ВМЗ
Бованенково-Ухта	1 100	2008-2011	ВМЗ, ИТЗ (Северсталь)
Сахалин-Хабаровск-Владивосток	1 800	2009-2011	ВМЗ, ТМК, ИТЗ (Северсталь)
Починки-Грязовец	650	2007-2013	ТМК
Джугба-Лазаревское-Сочи	177	2009-2010	ВМЗ
Нефтяные (Транснефть)			
ВСТО-2	2 046	2010-2013	ИТЗ (Северсталь), ВМЗ, ТМК
БТС-2	998	2009-2012	ТМК, ИТЗ (Северсталь)
Пурпе-Самотлор	424	2009-2012	ИТЗ (Северсталь)

Источник: Данные компаний

Прайм Марк

Россия, Москва, Пресненская наб., 10,
"Башня на Набережной", блок С, 5 этаж,
Тел: +7 (495) 651-66-61
Факс: +7 (495) 967-76-67

E-mail: clients@prime-mark.com
Web: www.prime-mark.com

Команда управляющих:

Сахаров Андрей
a.sakharov@prime-mark.com

Мозговой Илья
i.mozgovoy@prime-mark.com

Кулаков Андрей
a.kulakov@prime-mark.com

Команда аналитиков:

Хафизов Ленар
l.hafizov@prime-mark.com

Винокуров Дмитрий
d.vinokurov@prime-mark.com

Погодин Руслан
r.pogodin@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.

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.