

Андрей Суриков, Алексей Гордеев

В данном обзоре мы постарались выявить взаимосвязи между различными сегментами металлургической отрасли – объемами производства, стоимостью сырья и стальной продукцией, динамикой акций металлургических компаний.

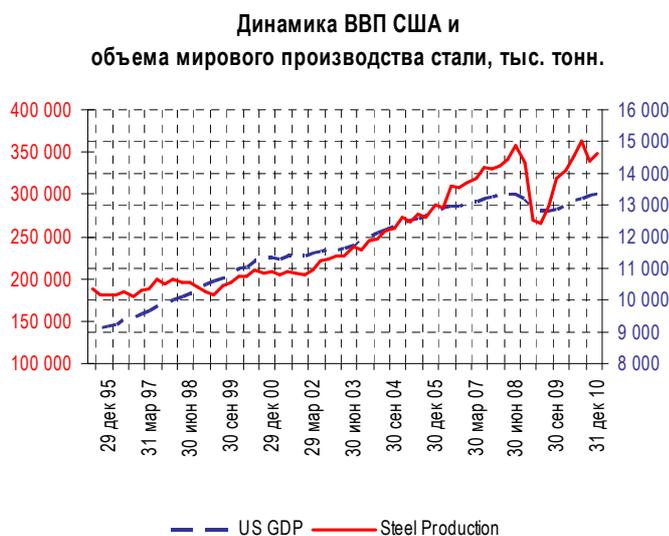
На наш взгляд, на сегодняшний день **акции металлургических компаний в целом имеют потенциал роста**, что в первую очередь определено ожиданиями продолжения роста их выручки.

Вместе с этим стоит отметить, что **акции российских металлургических компаний выглядят заметно переоцененными** относительно как компаний с развитых, так и развивающихся рынков (см. стр.6). Вряд ли такая переоценка может объясняться большей перспективностью российского внутреннего рынка по сравнению, например, с индийским.

Произошедшая катастрофа в Японии вызвала панические настроения на финансовых рынках, однако, мы верим, что в более долгосрочной перспективе трагедия скорее сможет стимулировать рост мировой экономики. Необходимость восстановления инфраструктуры пострадавшей страны увеличит спрос в первую очередь на продукцию металлургической отрасли.

Мы считаем вероятным, что **одним из последствий трагедии в Японии может стать продолжение роста мировых цен на сталь**. Произойти это может по той причине, что часть японских металлургических мощностей может быть остановлена ввиду их повреждения, нехватки электроэнергии или ее удорожания.

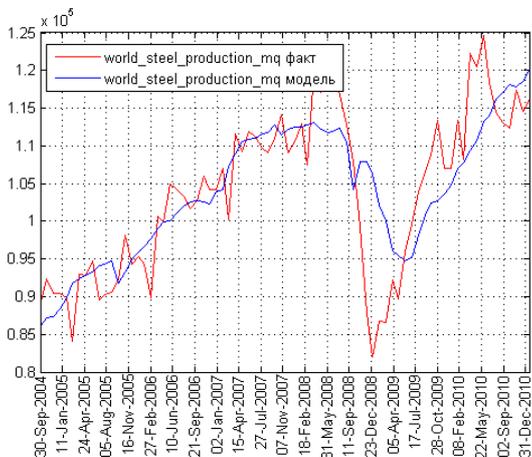
**Рис. 1. Поиск оснований для объяснения динамики развития металлургической промышленности**



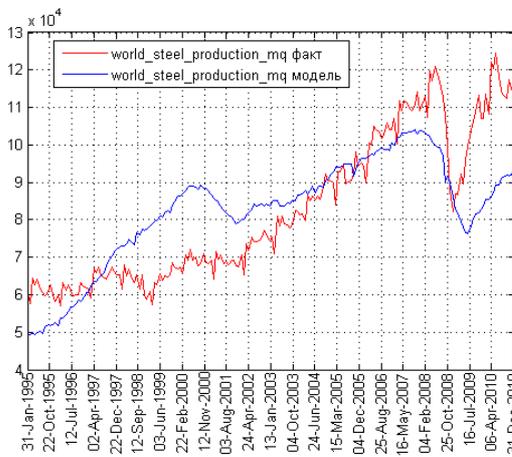
По нашим оценкам **динамика объема производства стали зависит от ключевых экономических индикаторов минимум двух стран – Китая и США (ВВП, промпроизводства)**.

К сожалению, используемая до 2004 г. методика расчета ВВП Китая не является сопоставимой с используемой сегодня, поэтому более длительную зависимость с использованием китайских данных не удастся рассмотреть. Вместе с тем, без использования китайских данных модель заметно ухудшается (см. Рис.3).

**Рис. 2. Модель объема мирового производства стали в зависимости от: 1) промпроизводства США и 2) реального ВВП Китая**



**Рис.3. Модель объема мирового производства стали в зависимости от промпроизводства в США**



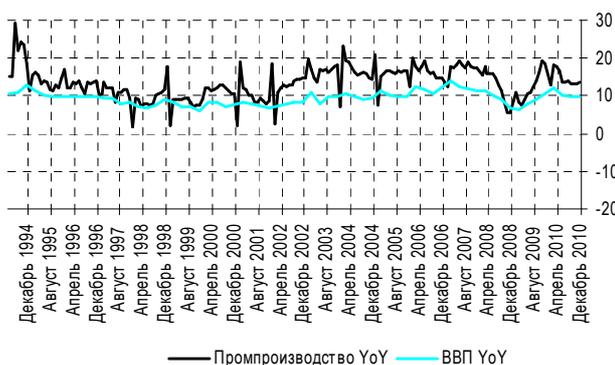
Если вернуться к рис.1., то видно, что в целом динамика объема производства стали соответствует динамике экономического развития США, начиная с конца 90-х.

В 90-е гг. рост ВВП США опережал рост объема мирового производства стали. Это было связано в первую очередь с тем, что экономический рост происходил за счет новых технологий. К тому же в конце 90-х грянул азиатский кризис, практически обошедший стороной США, но затронувший развивающиеся азиатские экономики.

Во второй половине 90-х ВВП США рос максимальными темпами, а ВВП Китая – минимальными в рассматриваемом периоде (см.рис.4 и рис.5)

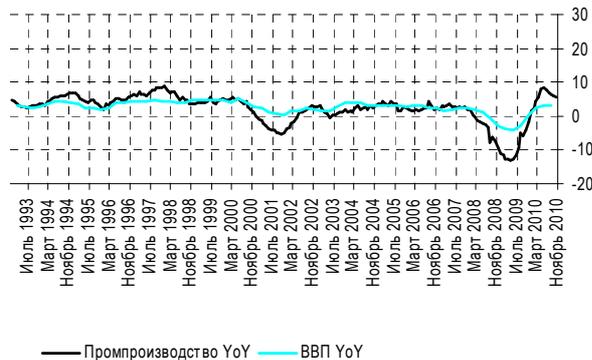
**Рис.4.**

**Динамика ВВП и промпроизводства в Китае**



**Рис.5.**

**Динамика ВВП и промпроизводства в США**



Пожалуй, еще стоит отметить период кризиса 2008-2009гг., когда спад в объеме производства стали был более резким, нежели снижение ВВП США.

Кризис 2008-2009 гг. оказался действительно масштабным и не пощадил отдельные крупные экономики (в отличие от кризиса конца 90-х). К тому же наиболее пострадавшими оказались отрасли экономики, производящие ресурсоемкую продукцию, – строительство и в целом машиностроение.

Если учесть специфику случившихся кризисов, динамику развития двух крупнейших мировых экономик, то можно сказать о том, что **динамика металлургической отрасли (судя по объему мирового производства стали) в целом соответствует темпам развития мировой экономики.**

Посмотрим, насколько обычно или необычно ведет себя индекс акций стальных компаний – Busiron. Для этого сравним динамику индекса акций стальных компаний с динамикой S&P500, отображающим конъюнктуру фондового рынка. Также сравним динамику Busiron с ценой стальной продукции, отражающей финансовые результаты металлургических компаний.

Рис.6.

Динамика S&P500 и индекса акций стальных компаний

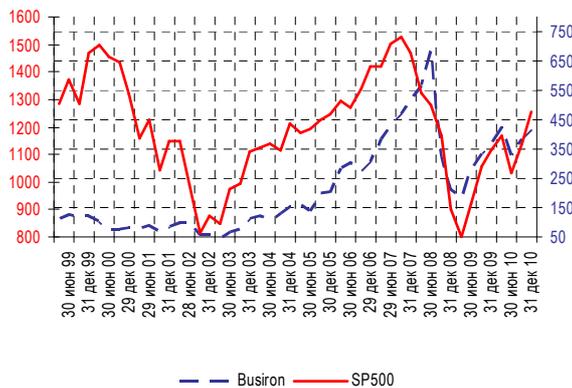
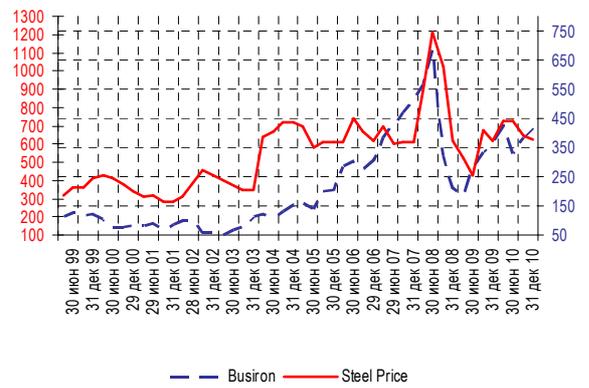


Рис.7.

Динамика цены стальной продукции и индекса акций стальных компаний



Глядя на рис.6. и рис.7. напрашивается вывод, что индекс акций стальных компаний (Busiron), скорее следует динамике цены стальной продукции, нежели динамике индекса S&P500, хотя влияние конъюнктуры фондового рынка также нельзя вовсе исключить. Влияние конъюнктуры фондового рынка, например, проявляется во втором полугодии 2010 г. и в 2007 г.

Цены на сталь в эти периоды вели себя менее уверенно, нежели динамика фондового индекса или цены на другие виды сырья - нефть и железная руда (см. рис.8 и рис.9.).

Рис.8. Модель цены стальной продукции в зависимости от цены нефти

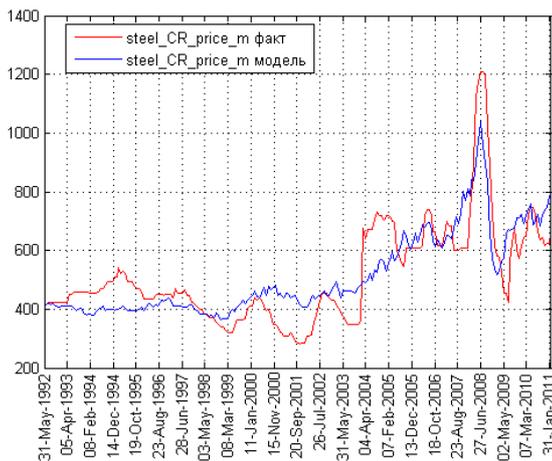


Рис.9. Модель цены стальной продукции в зависимости от цены на железную руду

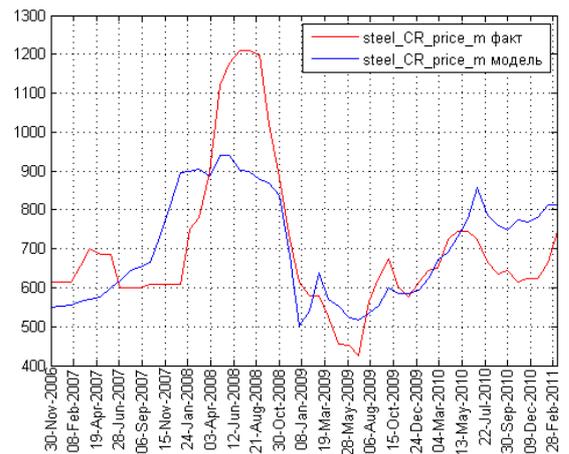


Рис.10. Сравнение цен на арматуру в Китае и железную руду



Отметим, что на конец января 2011 г. цены на стальную продукцию отстали в своем росте от нефтяных цен, а также цен на железную руду. Если отставание от нефти может быть объяснено в первую очередь опасениями за поставки нефти в связи с арабскими революциями, то отставание от цен на железную руду объяснялось скорее локальным перепроизводством стали.

Во втором-третьем квартале 2010 г. крупнейший мировой производитель стали – Китай снизил объем производства на 6 млн. тонн, что, например, сопоставимо со всем объемом российского производства стали. Снижение объема производства соответствует случившемуся снижению китайского экспорта. Значит, в это время этот объем стали был не нужен потребителю и имелись значительные пустующие производственные мощности.

Рис.11.

Рис.12.



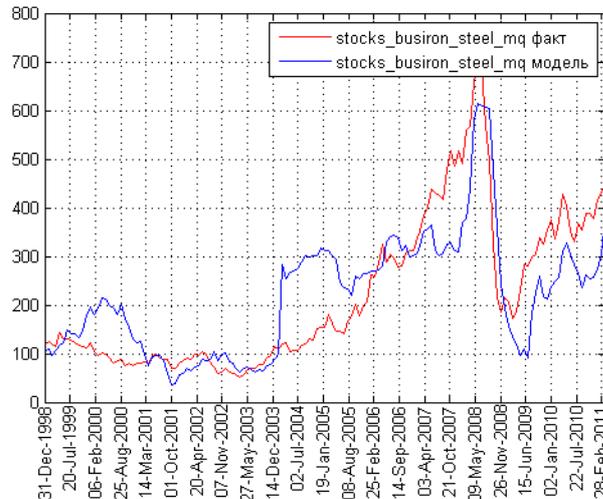
В Феврале 2010 г. производство стали в Китае приблизилось вплотную к уровню предыдущего максимума – порядка 55 млн. тонн в месяц. Таким образом, **перепроизводства не стало, что должно поддержать цены на стальную продукцию.**

С учетом того (как мы показали на рис.8 и рис.9), что стоимость стальной продукции скорее недооценена, мы считаем, что должен последовать дальнейший ее рост.

Если говорить относительно перспектив акций металлургических компаний, то согласно построенной модели можно отметить некоторую переоцененность акций металлургов.

## Макровзгляд на металлургию

**Рис. 12. Модель индекса акций металлургических компаний (Busiron) в зависимости от цены на сталь и индекса S&P500 (данные из диапазона 1999-2011 гг.)**

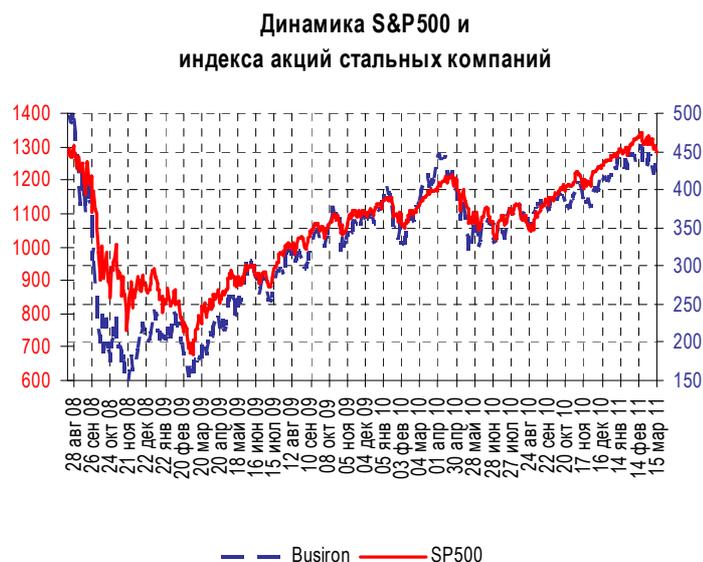


Вместе с тем, если построить модель индекса Busiron на более коротком промежутке, то «перекупленность», выявленная более длинной моделью пропадает.

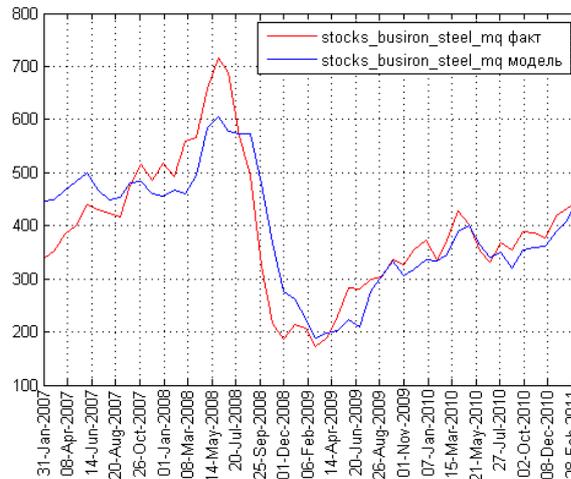
Учитывая, что стоимость стальной продукции в любом случае представляется недооцененной, вопрос об оценке стоимости акций металлургов сводится к тому – считаете ли вы, что акции металлургов существенно опередили в своем росте акции широкого рынка – S&P500?

На более коротком временном горизонте (2008-2011 гг.) этого сказать нельзя (см. рис.13).

**Рис.13. Сравнительная динамика индекса акций металлургических компаний (Busiron) и S&P500 (дневные данные)**



**Рис.14. Модель индекса акций металлургических компаний (Busiron) в зависимости от цены на сталь и индекса S&P500 (данные из диапазона 2007-2011)**



Мы считаем весьма вероятным **продолжение роста индекса акций металлургических компаний** (как и стоимости стальной продукции), однако, **акции российских компаний выглядят переоцененными** по сравнительным коэффициентам относительно компаний-аналогов как из развивающихся, так и развитых стран.

**Табл.1. Оценка российских металлургических компаний по сравнительным коэффициентам**

|                         | EV/EBITDA   | EV/Sales    | P/E          |
|-------------------------|-------------|-------------|--------------|
| MMC NORILSK NICKEL OJSC | 6,62        | 2,30        | 9,10         |
| NOVOLIPETSK STEEL       | 11,02       | 2,85        | 20,53        |
| SEVERSTAL-CLS           | 7,83        | 1,58        | 23,23        |
| MECHEL                  | 9,79        | 2,01        | 17,22        |
| MAGNITOGORSK IRON&STEEL | 9,05        | 1,89        | 25,65        |
| TMK OAO                 | 8,88        | 1,58        | 7,32         |
| <b>Среднее значение</b> | <b>8,86</b> | <b>2,04</b> | <b>17,17</b> |

Источник: Bloomberg

**Табл.2. Оценка иностранных металлургических компаний по сравнительным коэффициентам**

|                          | EV/EBITDA   | EV/Sales    | P/E          |
|--------------------------|-------------|-------------|--------------|
| ARCELORMITTAL            | 6,75        | 1,00        | 11,77        |
| NUCOR CORP               | 7,48        | 1,17        | 16,19        |
| TATA STEEL LTD           | 6,91        | 0,99        | 8,69         |
| VOESTALPINE AG           | 5,73        | 0,90        | 10,55        |
| ACERINOX SA              | 8,12        | 1,00        | 13,88        |
| SALZGITTER AG            | 3,38        | 0,17        | 18,02        |
| AK STEEL HOLDING CORP    | 5,26        | 0,37        | 17,37        |
| UNITED STATES STEEL CORP | 5,71        | 0,67        | 13,92        |
| <b>Среднее значение</b>  | <b>6,17</b> | <b>0,78</b> | <b>13,80</b> |

Источник: Bloomberg

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

---

### ОАО «Банк «Санкт-Петербург»

191167, Санкт-Петербург, Невский пр., 178 лит. А  
<http://www.bspb.ru/>

Круглосуточная справочная служба: 8 (800) 555-50-50, 8(812) 329-50-50

---

### Аналитическая служба

Санкт-Петербург, ул. Исполкомская д. 15, лит. А, б/ц "Олимп"

#### Суриков Андрей, начальник Аналитической службы

email: [Andrei.p.Surikov@bspb.ru](mailto:Andrei.p.Surikov@bspb.ru)  
phone: +7 (812) 325-36-13

#### Лапшина Ольга, начальник отдела анализа долгового рынка

email: [Olga.a.Lapshina@bspb.ru](mailto:Olga.a.Lapshina@bspb.ru)  
phone: +7 (812) 325-36-80

#### Гордеев Алексей, ведущий аналитик

email: [Aleksei.a.Gordeev@bspb.ru](mailto:Aleksei.a.Gordeev@bspb.ru)  
phone: +7 (812) 325-36-13

---

*Данный аналитический и информационный материал подготовлен работниками ОАО «Банк «Санкт - Петербург».*

*Просим Вас обратить внимание на следующие существенные факты и обстоятельства относительно того, что настоящий материал:*

- 1. Не является рекламой;*
- 2. Не носит характер любой оферты (предложения);*
- 3. Не имеет в качестве основной цели продвижение любых ценных бумаг и/или финансовых инструментов, и/или финансовых услуг;*
- 4. Не содержит какого-либо обещания выплат и/или доходов;*
- 5. Не включает любых гарантий, обещаний или прогнозов роста;*
- 6. Не направлен на побуждение приобретать ценные бумаги, финансовые инструменты и/или финансовые услуги;*
- 7. Должен рассматриваться исключительно в качестве информации или частного мнения и не может являться основанием для предъявления требований к ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, а также к третьим лицам.*

*Представленный материал, как полностью, так и частично, носит исключительно информационный характер.*

*Вся информация и сведения, содержащиеся в материале, получены из открытых публичных источников, которые ОАО «Банк «Санкт-Петербург» рассматривает в качестве достоверных, актуальных и точных, не составляющих коммерческую или иную охраняемую тайну. Несмотря ни на что, проверка информации не проводилась и ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не делают никаких заявлений и не дают никаких гарантий ни в прямой, ни в косвенной форме относительно достоверности, актуальности или точности информации и материала. ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не несет ответственность за действия (бездействия) третьих лиц и за любые убытки, а также за любой ущерб, возникший в связи с любым использованием материала, информации и/или сведений, размещенных в нем, а также за неточность или отсутствие какой-либо информации или сведений.*

*Любая информация, содержащаяся в представленных материалах, может быть изменена и/или дополнена ОАО «Банк «Санкт-Петербург» в любое время без предварительного уведомления, однако, ОАО «Банк «Санкт - Петербург» не имеет каких-либо обязательств по внесению в материал исправлений или изменений и не несет какой-либо связанной с этим ответственности.*

*ОАО «Банк «Санкт-Петербург» не дает заверений, что материал предназначен для всех его получателей, при этом, операции с ценными бумагами, связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.*

*Информация в материале подвержена влиянию факторов различных рисков, неопределенности, иных факторов, которые находятся вне пределов контроля и возможности точного прогнозирования, вследствие чего заявленные данные, результаты и информация могут не соответствовать заявленному.*

*Материал не заменяет консультации и не должен использоваться вместо неё.*

*Распространение, воспроизведение и копирование, внесение изменений в материал, не допускается без получения предварительного письменного разрешения ОАО «Банк «Санкт-Петербург». ОАО «Банк «Санкт-Петербург» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с несоблюдением приведенных ограничений.*

© 2011 ОАО «Банк «Санкт-Петербург».