

7 декабря 2012

Суриков Андрей, Гордеев Алексей

В этом обзоре мы попытались спрогнозировать динамику ключевых финансовых показателей российских металлургических компаний и оценить перспективы инвестиций в их акции.

Мы оцениваем перспективы акций четырех компаний черной металлургии - НЛМК, Северстали, Мечела и ММК.

Выводы

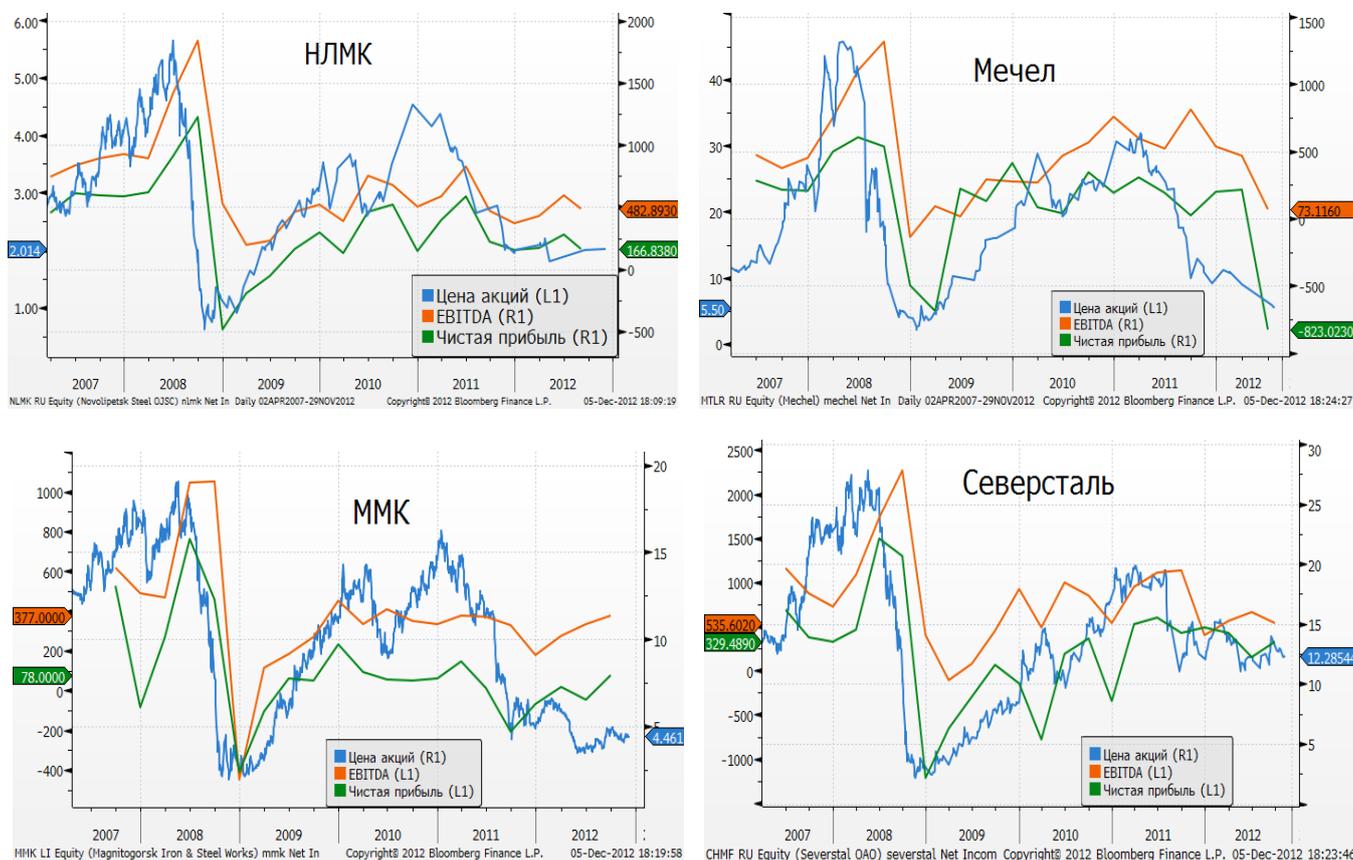
Мы не ожидаем существенного долгосрочного роста акций компаний металлургического сектора, однако, на горизонте свыше 3х месяцев предполагаем, что акции металлургов имеют шансы подрасти в связи с вероятным возобновлением роста цен на сталь и ограниченным улучшением финансовых результатов.

Российские компании не выглядят дешевыми по сравнительным коэффициентам (multiples) относительно компаний-аналогов из других стран. Стоит отметить, что по акциям российских компаний черной металлургии даже может появиться дополнительный дисконт к аналогам, т.к. российские тарифы на газ и цены на электроэнергию (значимая часть себестоимости) могут расти вне зависимости от состояния экономики.

На наш взгляд, на сегодняшний день среди металлургических акций **наибольший интерес представляют акции ММК**. Мы ожидаем, что компания сможет минимизировать убытки турецкого подразделения в следующем году и в случае роста цен на сталь и уголь получить значимую дополнительную прибыль за счет угольного подразделения. Кроме этого акции ММК среди 4х компаний выглядят наиболее перепроданными относительно значений показателей прибыли.

Чистая прибыль и цена акций

Мы приводим графики, на которых соотносятся показатели прибыли компаний (чистая прибыль, EBITDA) и цена их акций. На графиках явно прослеживается зависимость между прибыльностью и капитализацией компаний.



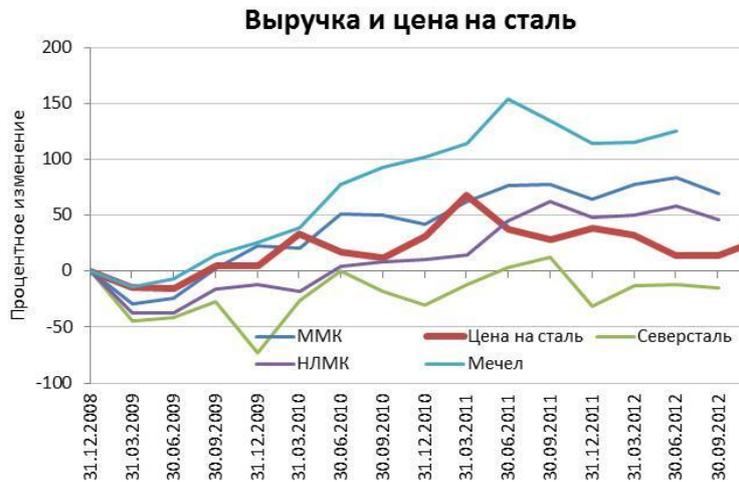
Глядя на графики можно предположить, что акции **ММК** перепроданы относительно показателей EBITDA и чистой прибыли по итогам последнего отчетного периода (III квартал 2012 года). Это может быть связано с тем, что компания в течение целого года до этого несла убытки. **Северсталь** и **НЛМК**, судя по этим графикам, торгуются адекватно значениям Чистой прибыли и EBITDA.

Акции **Мечела** с середины 2011 года подешевели больше всего. Но надо отметить, что самая последняя отчетность Мечела действительно была плохая. Интересно то, что цены акций компании заранее отразили ухудшение в отчетности. У Мечела до последнего квартала все было неплохо и с чистой прибылью, и с EBITDA.

Далее (агрегировано и по отдельности) оценим показатели выручки и расходы компаний. И кроме этого посмотрим на факторы, которые в большой степени формируют финансовые результаты металлургов.

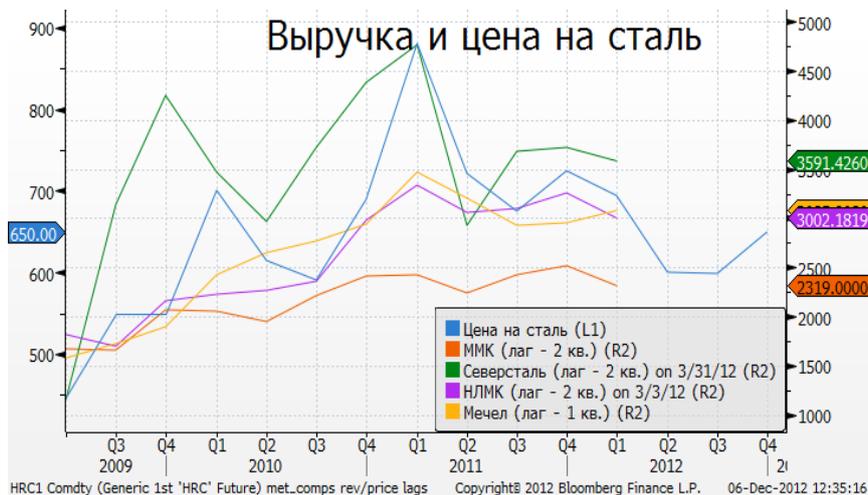
Выручка компаний и цена на сталь

График ниже иллюстрирует, то как менялась квартальная выручка компаний на фоне движения цены на прокатную сталь.



Видно, что между выручкой Мечела и ценой на сталь есть лаг в один квартал. У других трех компаний этот лаг составляет скорее два квартала. Если говорить про последние два года, то мы видим позитивную и более-менее устойчивую динамику в продажах НЛМК и ММК. Продажи Мечела в целом тоже выросли, но, по-видимому, в большей степени подвержены влиянию цен на сталь и поэтому более волатильны. Продажи Северстали оказались в меньшей степени подвержены влиянию цен на сталь.

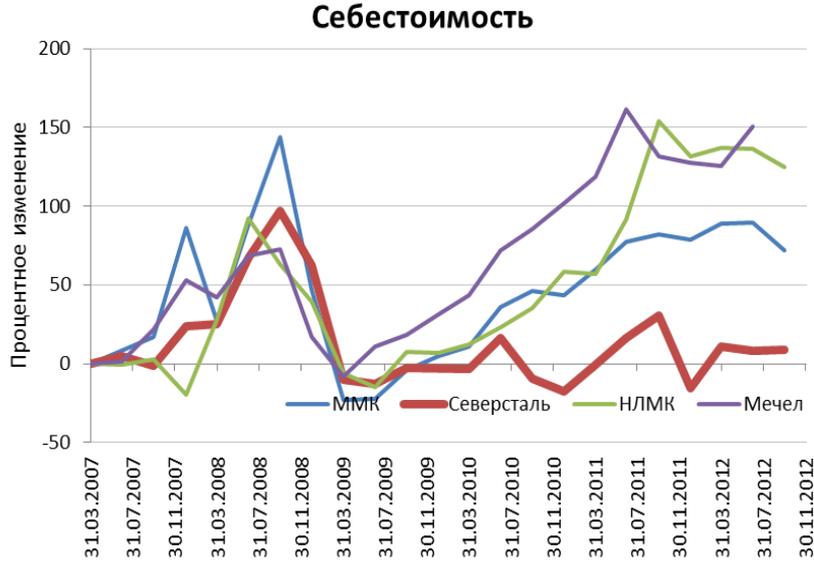
Попробуем оценить, вырастет ли выручка компаний по итогам ближайшего квартала. **На графике ниже мы сопоставили значения выручки компаний и цену на сталь в соответствии с лагами, указанными выше.**



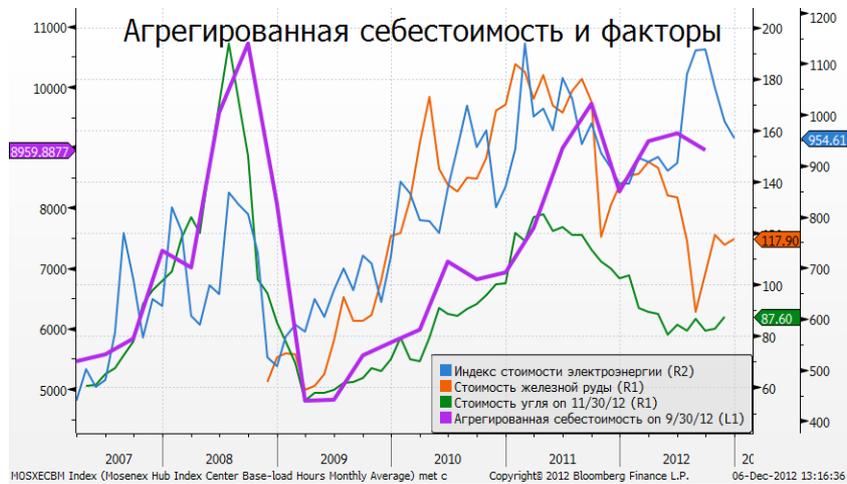
Принимая во внимание лаг по отношению к цене стали, скорее можно ожидать, что в четвертом квартале выручка у всех четырех компаний снизится. По нашим оценкам такое снижение может составить порядка 15%. В более долгосрочной перспективе мы ожидаем, что цены на сталь и выручка металлургов вырастут. Такие ожидания связаны с продолжающимся восстановлением рынка недвижимости как в США, так и в Китае. Таким образом, с точки зрения тактики, если и инвестировать в акции металлургов, то после выхода годовой отчетности.

Расходы компаний, цена на электроэнергию и железную руду

Ниже график показывает, как менялись расходы (себестоимость) по отдельным компаниям начиная с 2007 года. Северсталь в отличие от остальных трех компаний демонстрирует устойчивость расходов. Расходы остальных трех компаний росли с 2009 и замедлились (или перестали расти) в 2012 году.



Попробуем оценить, как менялись расходы в разрезе всей отрасли. Для этого посмотрим на график суммарных расходов четырех компаний на фоне цен на уголь, электроэнергию и железную руду.



По этому графику заметно, что расходы компаний отстают от цен на электроэнергию, уголь и железную руду примерно на 1-2 квартала. Нельзя сказать, что какой-то один из этих трех факторов особенно хорошо определяет величину расходов. Цена на уголь опережает расходы на один квартал, относительно него расходы довольно сильно выросли и скорее должны снижаться. Относительно руды – расходы выросли не так сильно, но лаг составляет скорее два квартала. При этом расходы должны снижаться. По этим соображениям расходы могут снизиться до уровня 7500 на горизонте 1-2 квартала – т.е. примерно на 16%. Таким образом, получается, что на горизонте одного квартала снижение выручки в целом должно компенсироваться снижением расходов и величина прибыли принципиально не изменится.

Финансовые показатели отрасли в целом. Оценка и прогноз

Как мы уже показали на графиках выше - чем больше прибыль, тем выше цена акций. Поэтому крайне важно понять, вырастут ли показатели прибыли компаний в случае предполагаемого нами роста цен на сталь?



Первый график отражает тот факт, что в течение последних трех лет (большой части этого периода) цены на сталь, уголь, железную руду, и электроэнергию двигались скорее сонаправленно. До середины 2011 года наблюдался рост цен, который затем сменился снижением (за исключением электроэнергии в последние полгода). Похожую динамику демонстрируют и агрегированные по четырем компаниям показатели Выручки и Себестоимости. Вместе с тем, значение EBITDA в последние 3 года скорее стабилизировалось вблизи одного уровня, не смотря на наблюдавшиеся фазы роста и снижения цен на продукцию и сырье.

Сравнительные коэффициенты

Глядя на то, как много компаний (особенно с наименьшей капитализацией) вообще не имеют прибыли (об этом свидетельствует «н/д» в графе P/E) за последний год – становится понятно, что положение в отрасли непростое. Значения коэффициента P/E сильно варьируются по компаниям и можно сказать о том, что медианное значение, равное 16, является довольно высоким и скорее характерным для быстро развивающихся секторов экономики. Столь высокий уровень P/E позволяет предположить, что инвесторы надеются на рост чистой прибыли. Однако, как мы показали в предыдущем разделе, эти надежды, скорее всего, не сбудутся.

По показателю P/E две наши компании - НЛМК и Северсталь - выглядят примерно как все остальные, у которых есть прибыль. Две другие наши компании - Мечел и ММК показали за последние четыре квартала чистый убыток, поэтому значения P/E по ним не приводятся.

| Name | Mkt Cap | EV/EBITDA T12M | EBITDA/SALES | P/E | P/S |
|------------------------------|--------------|----------------|--------------|-------------|-------------|
| SAUDI BASIC INDUSTRIES CORP | 69 795 | 7 | 32% | 11 | 1,40 |
| POSCO | 25 717 | 6 | 16% | 8 | 0,63 |
| ARCELORMITTAL | 23 513 | 6 | 11% | н/д | 0,27 |
| NIPPON STEEL & SUMITOMO META | 22 233 | 10 | 9% | н/д | 0,30 |
| GERDAU SA-PREF | 14 407 | 11 | 13% | 18 | 0,82 |
| CHINA STEEL CORP | 13 803 | 30 | 13% | 213 | 2,06 |
| BAOSHAN IRON & STEEL CO-A | 13 103 | н/д | 10% | 7 | 0,41 |
| NUCOR CORP | 12 937 | 9 | 10% | 22 | 0,65 |
| NOVOLIPETSK STEEL (NLMK OAO) | 11 874 | 7 | 19% | 15 | 0,96 |
| THYSSENKRUPP AG | 10 523 | 6 | 7% | н/д | 0,21 |
| SEVERSTAL | 10 292 | 7 | 23% | 11 | 0,79 |
| JFE HOLDINGS INC | 9 441 | 9 | 9% | н/д | 0,22 |
| CIA SIDERURGICA NACIONAL SA | 7 039 | 15 | 41% | 184 | 0,89 |
| TATA STEEL LTD | 6 674 | 8 | 9% | 7 | 0,27 |
| HYUNDAI STEEL CO | 6 403 | 8 | 13% | 9 | 0,45 |
| USINAS SIDER MINAS GER-PF A | 5 998 | 21 | 12% | н/д | 0,96 |
| STEEL AUTHORITY OF INDIA | 5 955 | 8 | 14% | 9 | 0,70 |
| VOESTALPINE AG | 5 423 | н/д | 11% | 16 | 0,35 |
| INNER MONGOLIAN BAOTOU STE-A | 4 920 | н/д | 10% | н/д | 0,83 |
| TERNIUM SA-SPONSORED ADR | 4 319 | 5 | 18% | 9 | 0,50 |
| PANGANG GROUP STEEL VANADI-A | 4 303 | н/д | 10% | 36 | 0,99 |
| WUHAN IRON & STEEL CO LTD-A | 4 149 | н/д | 8% | н/д | 0,28 |
| HEBEI IRON & STEEL CO LTD-A | 3 955 | н/д | 7% | 29 | 0,20 |
| EREGLI DEMIR VE CELIK FABRIK | 3 871 | 9 | 23% | 13 | 0,74 |
| MAGNITOGORSK IRON&STEEL | 3 795 | 7 | 13% | н/д | 0,39 |
| UNITED STATES STEEL CORP | 3 137 | 7 | 4% | 53 | 0,16 |
| KOBE STEEL LTD | 2 923 | 8 | 10% | н/д | 0,13 |
| STEEL DYNAMICS INC | 2 787 | 7 | 10% | 21 | 0,37 |
| SALZGITTER AG | 2 728 | 3 | 6% | 28 | 0,18 |
| MECHEL | 2 572 | 6 | 20% | н/д | 0,21 |
| SSAB AB-A SHARES | 2 508 | 10 | 11% | 121 | 0,42 |
| MAANSHAN IRON & STEEL-A | 2 288 | 13 | 6% | н/д | 0,17 |
| SHANDONG IRON AND STEEL CO-A | 2 077 | н/д | 7% | н/д | 0,18 |
| BLUESCOPE STEEL LTD | 1 804 | 7 | 3% | н/д | 0,13 |
| NANJING IRON & STEEL CO-A | 1 381 | н/д | 6% | н/д | 0,26 |
| LIUZHOU IRON & STEEL CO -A | 1 255 | н/д | 5% | н/д | 0,22 |
| HUNAN VALIN STEEL CO LTD -A | 988 | н/д | 5% | н/д | 0,10 |
| XINYU IRON & STEEL CO LTD-A | 922 | н/д | 5% | н/д | 0,15 |
| ANYANG IRON & STEEL CO LTD-A | 784 | н/д | 6% | н/д | 0,25 |
| GUANGZHOU GUANGRI STOCK CO L | 693 | н/д | -7% | н/д | 0,84 |
| AK STEEL HOLDING CORP | 531 | 8 | 4% | н/д | 0,07 |
| AZOVSTAL | 358 | н/д | -3% | н/д | 0,12 |
| Median | 4 226 | 7,8 | 10% | 16,3 | 0,33 |
| Average | 7 957 | 9,3 | 11% | 40,0 | 0,48 |

С точки зрения коэффициентов EV/EBITDA и P/S также нельзя сказать, что акции оцениваемых нами компаний обладают потенциалом роста.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ**ОАО «Банк «Санкт-Петербург»**

195112, Санкт-Петербург, Малоохтинский пр. д.64. лит. А
<http://www.bspb.ru/>

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

Аналитическая служба**Суриков Андрей**, начальник Аналитического управления

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

Лапшина Ольга, руководитель направления анализа долгового рынка

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

Гордеев Алексей, ведущий аналитик

email: 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 приобрести 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.

© 2012 ОАО «Банк «Санкт-Петербург».