

Металлургический сектор: фавориты Мечел и Евраз

Российский рынок облигаций

25 августа 2010 г.

Выводы

Глобальный экономический спад 2008 – 2009 гг. нанес ощутимый удар по российской металлургической отрасли. Компании сектора столкнулись с резким падением спроса и цен на свою продукцию, что привело к заметному ухудшению их финансовых показателей в 2009 году. С учетом нынешних тенденций в отрасли, – в частности, на рынке сталелитейной продукции, – по итогам 2010 года мы ожидаем заметного улучшения финансового положения российских металлургов.

На облигационном рынке нашими фаворитами в секторе являются долговые обязательства Мечела и Евраза. В условиях восстановления отрасли данные компании, как мы считаем, добьются наибольшего улучшения своей кредитоспособности, что должно выразиться в повышении их кредитных рейтингов. В среднесрочной перспективе мы ожидаем сужения спредов облигаций Мечела и Евраза к кривой РФЗ примерно на 70 – 100 б.п.

Восстановление мирового производства стали продолжается. По данным International Iron and Steel Institute мировое производство стали в январе-июле 2010 года составило 820.965 млн т, что на 25% больше показателя аналогичного периода 2009 года. Россия увеличила выпуск стали на 18.7% (до 38.28 млн т.). Независимое британское аналитическое агентство MEPS, специализирующееся на анализе мирового рынка стали, оптимистично в своих прогнозах. Согласно комментариям MEPS мировое производство стали в 2010 году увеличится на 14% (до 1,4 млрд т.), а дальнейший прогноз его роста до 2014 г. составляет 1,6 млрд т.

Китай в роли основного «локомотива». В январе-мае 2010 года российские экспортные цены на сталь выросли примерно на 50% на фоне резкого подорожания сырья для черной металлургии и роста реального спроса (со стороны автомобильного и строительного секторов). Летом цены скорректировались вниз примерно на 10-15%. Мы полагаем, что в условиях общей нестабильной ситуации в мировой экономике цены на стальную продукцию пока еще будут оставаться волатильными. В тоже время, поддержку им оказывает увеличивающийся спрос со стороны быстрорастущих и развивающихся стран (в первую очередь, Китая). Китайский строительный сектор (основной мировой потребитель стали) демонстрирует хорошие темпы восстановления: объем строительства в 1П10 вырос на 18% в годовом исчислении. На внутреннем российском рынке спрос на стальную продукцию стимулируется увеличением объемов работ по крупным инфраструктурным проектам и некоторым оживлением в машиностроении. Внутренние цены на сталь с начала 2010 года выросли примерно на 25%.

Мечел и Евраз – лучшие инвестиционные ставки в секторе. Среди российских металлургических компаний, способных в среднесрочной перспективе в наибольшей степени выиграть от позитивных трендов на рынке стали, мы выделяем Мечел и Евраз. Понижение кредитных рейтингов Евраза в кризисный год составило две ступени, у Мечела до мая 2010 года кредитного рейтинга просто не было. Согласно нашим оценкам, по итогам 2010 года финансовые результаты обеих компаний отразят заметное улучшение их кредитоспособности, что позволяет рассчитывать на положительную реакцию со стороны рейтинговых агентств. По состоянию на текущий момент рублевые облигации Евраза и Мечела образуют верхний уровень кривой доходностей российских металлургических компаний, как впрочем и всего второго эшелона, и по нашему мнению являются лучшими инвестиционными ставками на восстановление сектора.

МЕЧЕЛ: высокая интеграция помогает. Несмотря на сокращение спроса со стороны строительного сектора во II квартале 2010 года сталелитейный сегмент Мечела (в 2009 году на его долю пришлось 57% общей выручки эмитента) продолжал работать с полной загрузкой производственных мощностей. Такого результата компании удается добиваться благодаря наличию собственной сети дистрибуции, предоставляющей ей доступ к конечным потребителям. Сильные результаты демонстрирует и горнодобывающий сегмент Мечела. Компания уверенно движется к выполнению своего производственного плана на 2010 год и успешно рефинансирует краткосрочные долговые обязательства. По нашим оценкам отношение Чистый долг/ЕБИТДА Мечела по итогам 2010 года опустится к уровню 3,1х с 8,3х по состоянию на конец 2009 года (см. финансовую таблицу на стр.2).

ЕВРАЗ: весомое преимущество - низкая потребность в капзатратах. В 2009 году стальной сегмент обеспечил Евразу 92% от общей выручки. В первом полугодии 2010 года компания увеличила объем производства стали на 22% в годовом исчислении, при этом она продолжает диверсифицировать свой продуктовый ряд. Евраз полностью самообеспечен коксующимся углем и железной рудой, что «защищает» эмитента от повышения цен на сырье. При сравнении с другими российскими металлургами Евраз выгодно отличается низкими объемами планируемых капитальных затрат. Как и Мечел, Евраз не испытывает трудностей с рефинансированием своего краткосрочного долга. Мы полагаем, что эмитент будет направлять свободные операционные денежные потоки на сокращение долговой нагрузки, и прогнозируем снижение отношения Чистый долг/ЕБИТДА Евраза по итогам 2010 года до 2,6х с 5,9х в 2009 году.

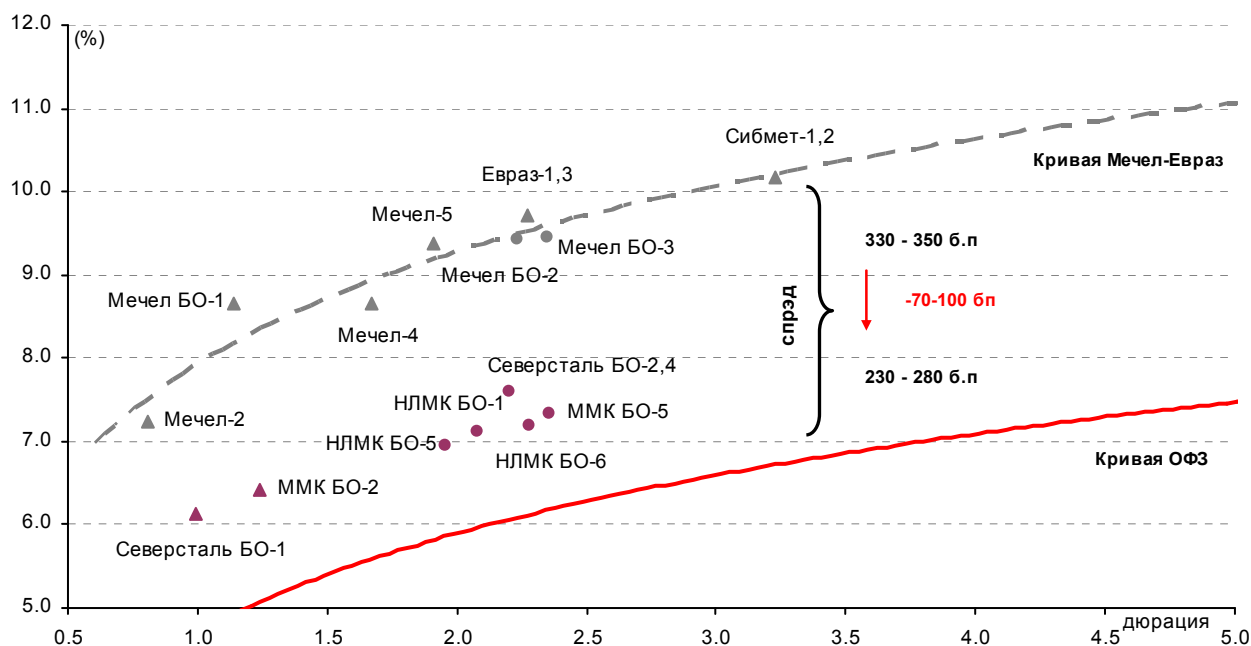
Ожидаем сужения спредов облигаций Евраза и Мечела к кривой РФЗ. Текущий уровень спреда облигаций Мечела и Евраза к кривой РФЗ составляет 330–350 б.п. С учетом ожидаемого улучшения финансовых показателей эмитентов по результатам 2010 года и высокой вероятности последующего повышения их кредитных рейтингов, мы оцениваем потенциал сужения данного спреда примерно на 70 - 100 б.п. в перспективе ближайших 9 -12 месяцев (см. диаграмму доходностей на стр.2).

Инвестиционный анализ

Илл.1: Финансовые показатели российских металлургических компаний и прогноз на 2010 год

\$, млн.	ММК (NR/Вa3/ВВ)		НЛМК (ВВВ-/Вa1/ВВ+)		Мечел (NR/В1/NR)		Северсталь (ВВ-/Вa3/В+)		Евраз (В/В1/В+)	
	2009	2010П	2009	2010П	2009	2010П	2009	2010П	2009	2010П
Выручка	5 081	7 519	6 140	7 807	5 754	8 201	13 054	16 186	9 772	14 286
ЕВИТДА	1 285	1 294	1 144	2 169	673	1 820	844	2 320	1 237	2 384
Проц. расходы	96	185	171	167	499	476	601	331	677	570
Чистый долг	1 909	1 535	1 249	1 663	5 582	5 710	4 374	3 986	7 248	6 314
Коэффициенты										
Норма ЕВИТДА, %	25,3	17,2	18,6	27,8	11,7	22,2	6,5	14,3	12,7	16,7
Чистый долг/ЕВИТДА (x)	1,5	1,2	1,1	0,8	8,3	3,1	5,2	1,7	5,9	2,6
ЕВИТДА/Проц.расходы (x)	13,4	7,0	6,7	13,0	1,3	3,8	1,4	7,0	1,8	4,2

Источники: данные компаний, оценка Альфа-Банка

Илл.2: Диаграмма доходностей рублевых облигаций металлургического сектора


* - котировки по состоянию на 24 августа 2010 г.
Источники: ФБ ММВБ, оценка Альфа-Банка

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Станислав Боженко, Ph.D, старший кредитный аналитик (7 495) 924-25-15 (доб. 71-21) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
Долговой рынок капитала	Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2010 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.