

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Металлургические еврооблигации: в зоне пристального внимания

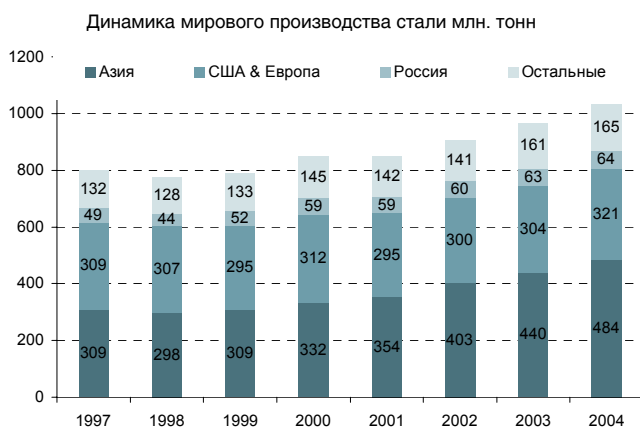
Российские металлургические компании в текущем году успешно противостоят значительному ухудшению конъюнктуры мировых рынков стали, находя спасение на внутреннем рынке, где более высокие цены на продукцию и контроль сырьевой базы позволяют металлургам показывать хорошие финансовые результаты.

Между тем, оценки российских металлургов со стороны рейтинговых агентств оставляют желать лучшего: рейтинги трех компаний, чьи еврооблигации в данное время находятся в обращении, отстают от суверенного на 3-5 позиций. Столь низкая оценка кредитоспособности обуславливает высокие доходности на рынке еврооблигаций: в дальней части кривой выпуски Северстали и Евразхолдинга обеспечивают одни из самых высоких доходностей, что, в свою очередь, ставит вопрос о справедливости подобной расстановки сил.

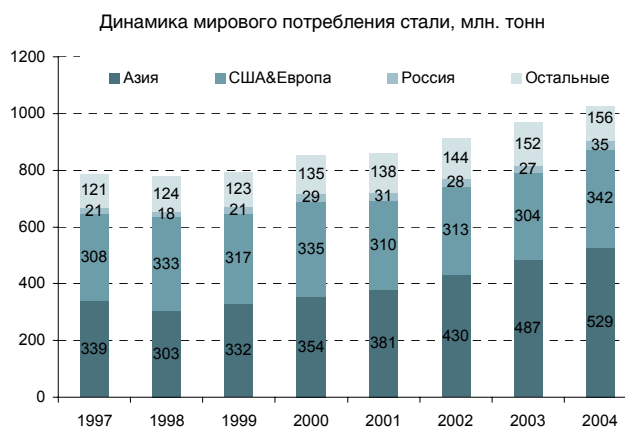
Проведенный нами анализ приводит нас к рекомендации покупки бумаг Северстали с погашением в 2009 и 2014 годах с потенциалом снижения доходности 20-40 б.п., а также евробондов Евразхолдинга-09 и Евразхолдинга-15 с потенциалом сокращения спреда 20-40 б.п. и 50-70 б.п. соответственно.

Текущий год, судя по всему, станет переломным для мирового рынка стали. Растущий ценовой тренд, набравший силу с конца 2003 года благодаря высоким аппетитам азиатской экономики, ко второму кварталу 2005 исчерпал себя, что, помимо замедления мировой экономики, объясняется наращиванием внутреннего производства стали ее главными потребителями. Если потребление стали Китаем, ключевым игроком на рынке последнего десятилетия, выросло в 2004 году на 13%, то производство им же самим увеличилось на 24%. При этом Китай уверенно удерживает лидирующие позиции как в списке мировых потребителей стали (292 млн. тонн в 2004), так и в списке производителей (272 млн. тонн).

Мировые тенденции на рынке стали



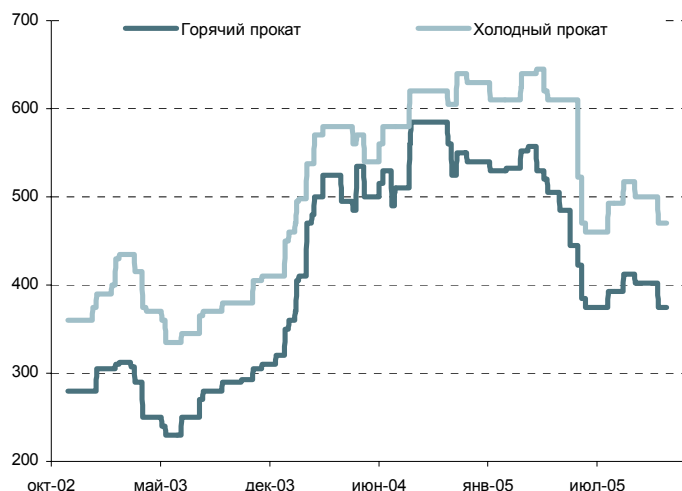
Источник: IISI



Источник: IISI

Усиление позиций производителей в азиатском регионе привело к образованию избытка предложения, создавшего серьезное давление на мировую конъюнктуру. К примеру, на европейском рынке цены на холодный прокат с максимальных отметок упали на 24%, цены на горячий прокат потеряли и того больше - 34%.

Динамика экспортных цен на сталь в Европе, USD/тонна



Источник: Bloomberg

Между тем, наращивание производства азиатскими компаниями поддерживает рост цен на сырье (железную руду и коксующий уголь), которое им приходится импортировать, добавляя порцию негатива в финансовые показатели металлургов. Таким образом, сталевары оказались заложниками ситуации, когда цены на сырье растут, притом что цены на продукцию снижаются, и компании вынуждены прибегать к сокращению производства. Один из ключевых игроков рынка стали, европейская Arcelor, снизила в третьем квартале выпуск нержавеющей стали на 20%, а снижение объема в целом по Евросоюзу и США составило около 5%.

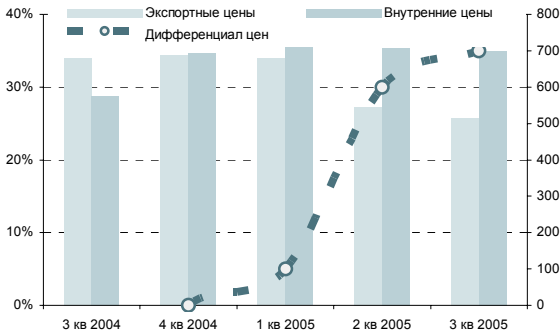
Несмотря на анонсированное сталеварами повышение в четвертом квартале, цены растут не так сильно, как прогнозировалось (не более 2-3%), что скорее напоминает коррекцию, нежели возвращение к повышательному тренду. Согласно прогнозам, в 2006 году снижение цен продолжится на фоне трансформации Китая из нетто-импортера в нетто-экспортера. Однако, скорее всего, оно будет достаточно плавным и по итогам года составит порядка 15–20%, а в первой половине 2007 года цены могут вступить в начальную фазу очередного циклического роста.

Складывающаяся ситуация диктует металлургам необходимость поиска альтернативных рынков сбыта. Одной из особенностей торговых операций со сталью является их региональная направленность в связи с высокими транспортными издержками и устанавливаемыми внешнеторговыми ограничениями. Поэтому понятно желание металлургов к консолидации и региональной диверсификации активов. Показательным в этом плане может служить недавний аукцион по продаже украинской Криворожстали крупнейшему мировому холдингу Mittal Steel, который образовался буквально год назад путем объединения металлургических компаний Ispat, LNM Holdings и ISG. Несмотря на то, что процесс консолидации набирает обороты, мировой рынок стали по-прежнему остается достаточно фрагментированным и создает условия для активизации сталеваров в сфере M&A: пять крупнейших компаний контролировали в 2004 году 19% рынка, а первая двадцатка - около 40% мирового производства.

В отличие от мировых компаний российских сталеваров спасает внутренний рынок, где цены на продукцию предлагают существенную премию к мировым (около 40%). Как уже отмечалось, из-за высоких транспортных издержек рынок стали обычно контролируется местными производителями, что является значительным барьером для роста доли импорта (около 10% в 2004 году). При этом поддержку рынку оказывает его высокая концентрация, которая, в свою очередь, обуславливает меньшую восприимчивость внутренних цен к тенденциям мирового рынка. Если рост экспортных цен в прошлом году обгонял динамику внутренних, то сейчас ситуация перевернулась с ног на голову: снижение внутренних цен оказалось куда более медленным, нежели на мировых рынках.

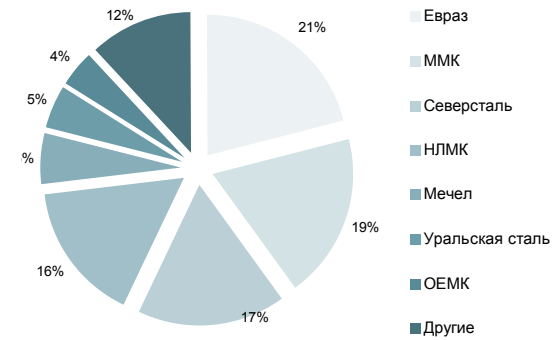
Российские металлурги – спасение на внутреннем рынке

Цены на холодный прокат (\$/тонна) и дифференциал экспортных и внутренних цен (%)



Источник: Bloomberg, данные компаний

Производство проката в России в 2004 г., %



Источник: информационный меморандум Evraz Group

Помимо внутренней ценовой премии, российские сталепроизводители имеют преимущество в лице более низких затрат по сравнению с иностранными коллегами (стоимость рабочей силы, регулируемые энерготарифы), близости к азиатскому региону и вертикальной интеграционной структуры.

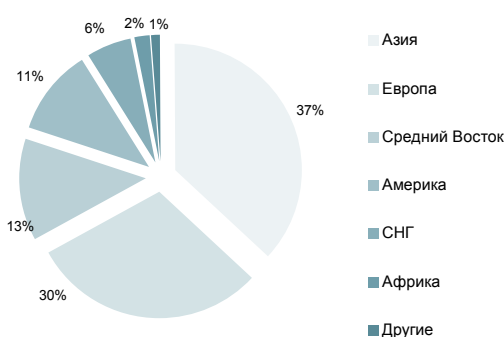
В то время как крупнейшие мировые сталевары вынуждены решать проблему высоких сырьевых цен, вертикальная интеграция, выражающаяся в наличии собственной сырьевой базы, становится ключевым преимуществом российских компаний и позволяет не только обеспечивать внутренний спрос на железную руду и уголь, но и утолять аппетиты иностранных сталелитейщиков. Северсталь контролирует производителей железной руды Олькон и Карельский Окамыш. Железорудный бизнес Евраза обеспечивает около 70% потребностей группы и включает в себя горнодобывающие предприятия "Евразруда", Качканарский и Высокогорский горно-обогатительные комбинаты. А угольный бизнес полностью покрывает потребности группы и включает компанию Нерюнгриуголь, Mine 12, а также шахту Распадская и долю в Южжубасугле. С этой точки зрения наиболее слабо выглядят позиции ММК, не обладающего собственной сырьевой базой, что весной вылилось в серьезный конфликт с независимыми производителями руды: российскими Михайловским и Лебедянским ГОКоми, а также казахстанским Соколовско-Сарбайским ГОКом. Лишь снижение транспортных тарифов на импорт украинской руды помогло комбинату избежать остановки печей. Осенью ситуация нормализовалась, и сейчас доля импортируемого комбинатом сырья снизилась с 60-70% на пике кризиса до 30-40%.

Помимо всего прочего, собственная ресурсная база позитивно влияет на поддержание рентабельности бизнеса: если общемировой рост на коксующий уголь и железную руду составил около 70%, то на внутреннем рынке максимальный рост цен в первом полугодии не превышал 50%.

По данным Международного института чугуна и стали, в 2004 г. потребление стали в России составило 33.7 млн. тонн при производстве 65.6 млн. тонн. Поэтому неудивительно, что Россия занимает второе место в мире по экспорту стали, и азиатский регион является ключевым для российских сталеваров как с точки зрения высокой нормы потребления продукции, так и географической приближенности. По итогам 2004 года 37% экспорта пришлось на Азию, в то время как на ЕС - 30%.

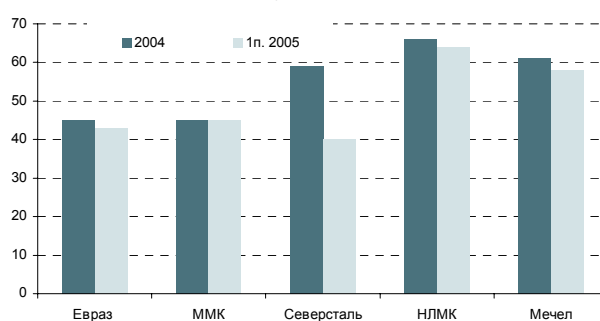
Вертикальная интеграция - решение сырьевой проблемы.

Распределение экспорта российской стали в 2004, %



Источник: Федеральная таможенная служба

Доля экспорта в общей выручке компаний, %



Источник: Данные компаний

Несмотря на то, что компании в текущем году пытаются воспользоваться ценовым спрэдом, перенаправляя часть экспортных потоков на более прибыльный внутренний рынок, ожидаемый рост емкости российского рынка в следующем году на 3-4% до 36 млн. тонн, очевидно, не решит проблему сбыта продукции. Поэтому, как и мировые производители, российские компании пытаются расширять свое присутствие на мировых рынках путем

открытия на них производства либо покупки местных заводов. Немаловажным аргументом в приобретении иностранных активов, безусловно, является желание обойти существующие квоты (ЕС) и антидемпинговые барьеры (США). В 2004 году Северсталь купила пятого американского производителя Rouge Industries Co, а в текущем году итальянскую Lucchini. Evraz Group приобрела чешскую Vitcovice Steel и итальянскую Palini e Bertoli. При этом, покупая активы в Старом Свете и США, российские металлурги ищут возможности для закрепления позиций и на азиатском рынке. Так, ММК подал заявку на участие в аукционе по покупке контрольного пакета акций Pakistan Steel Mills, а также планирует строительство собственного завода в Индии, мощность которого может составить 10 млн. тонн плоского проката и автолиста в год, а инвестиции в проект составят \$6.6 млрд. В свою очередь, Северсталь планирует получить долю в китайской Tonghua Steel, имеющую право на разработку самого большого железорудного месторождения в Северной Корее с запасами 7 млрд. тонн.

Касательно перспектив следующего года приходится констатировать, что внутренние цены вряд ли избежат мировых тенденций. Тем не менее, можно рассчитывать на то, что, благодаря существующим преимуществам, российские компании будут чувствовать себя лучше западных конкурентов.

Наглядным подтверждением устойчивости российских компаний могут служить финансовые результаты за 1 полугодие 2005 года. Выручка Северстали выросла в первом полугодии на 52% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, а чистая прибыль - на 35%. Более слабые результаты отмечаются в деятельности ММК (-4% по чистой прибыли), что, во многом вызвано ростом сырьевых цен на фоне конфликта с обогатительными комбинатами. При всем при этом, снижение рентабельности по EBITDA до 30% не выглядит устрашающим и остается выше среднего по отрасли.

Финансовые результаты за 1 пг. 2005 года

	Евразхолдинг		ММК		Северсталь	
	млн. \$	2004	1п. 2005	2004	1п. 2005	2004
Выручка	5933	3632	4829	2695	6648	4125
Динамика выручки	174%	27%	59%	24%	108%	52%
ЕБИТДА	2017	1119	1713	817	2124	1204
ЕБИТДА Margin	34%	31%	35%	30%	32%	30%
Чистая прибыль	1345	729	1217	504	1409	741
Динамика прибыли	432%	10%	93%	-4%	120%	35%
Operating Margin	31%	28%	31%	26%	28%	26%
Total Debt	1318	1409	1235	737	1553	1646
Total debt/ЕБИТДА	65%	63%	72%	45%	73%	67%
CFO/Total Debt	72%	103%	78%	123%	41%	102%

Источник: отчетность за 1 пг. 2005 г. по МСФО

Между тем, несмотря на положительные финансовые результаты и привилегированное положение на мировой арене по сравнению с западными аналогами, рейтинговые агентства достаточно низко оценивают кредитное качество российских сталелитейщиков: более низкие рейтинги в российском сегменте отмечаются только в банковском секторе. На данный момент наиболее обделенной является Северсталь, рейтинг которой по версиям Fitch и Moody's на одну ступень ниже Евраза, отстающего, в свою очередь, от ММК на одну ступень по версиям S&P и Moody's. Исходя из финансового состояния и текущих рыночных оценок, логичным представляется повышение рейтинга Северстали до уровня Евраза. Кроме того, мы полагаем, что, учитывая преимущества Евраза и Северстали, их рейтинги могут достигнуть уровня оценок Магнитогорского металлургического комбината. С чем это может быть связано? Во-первых, как мы уже отмечали, вертикальная интеграция в сырье является плюсом для Северстали и Евраза. Во-вторых, хотя рейтинговые агентства выделяют как один из главных рисков двух компаний агрессивную политику покупки активов, мы расцениваем региональную диверсификацию скорее как дополнительное преимущество, нежели недостаток. Ситуация на рынке стали и финансовые результаты западных подразделений, в частности Severstal North America, наглядно демонстрируют оправданность вложений. При этом высокий уровень денежных средств на счетах и генерируемый денежный поток позволяют финансировать приобретения за счет собственных средств.

Дополнительным риском для обеих компаний является сложная корпоративная структура, тем не менее, Евраз продолжает реструктуризацию, направленную на консолидацию активов по направлениям деятельности и выделению сырьевого бизнеса в отдельную группу, что со временем должно быть позитивно оценено рейтинговыми агентствами.

Финансовое состояние - отражение конкурентных преимуществ российских сталеваров.

Повышение рейтингов: кто следующий?

Рейтинги металлургических компаний

	S&P	Moody's	Fitch
Евраз	B+ (позитивный)	Ba3*/B1 **/B2*** (стабильный)	BB-(стабильный)
ММК	BB-(стабильный)	Ba3 (стабильный)	BB-(стабильный)
Северсталь	B+(стабильный)	B2 (стабильный)	B+ (позитивный)

*рейтинг Evraz Group S.A.

**рейтинги еврооблигационных займов с погашением в 2006 и 2009 годах

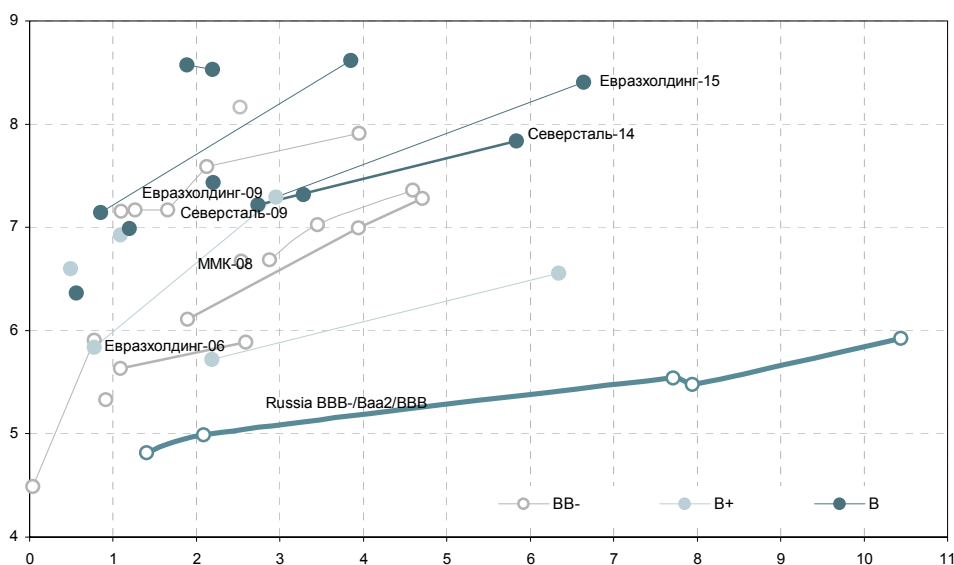
***рейтинг еврооблигационного займа с погашением в 2015 году

Источник: Bloomberg

Низкие рейтинги очевидным образом влияют на высокую стоимость привлечения займов, в частности на внешних рынках. Сейчас на рынке еврооблигаций обращаются один выпуск ММК, два Северстали и три выпуска Евразхолдинга, причем последний в начале ноября разместил максимальный за всю историю для российских частных компаний займ на сумму \$750 млн.

Позиционирование выпусков на кривой доходностей и потенциал роста.

Кривая доходности российских еврооблигаций



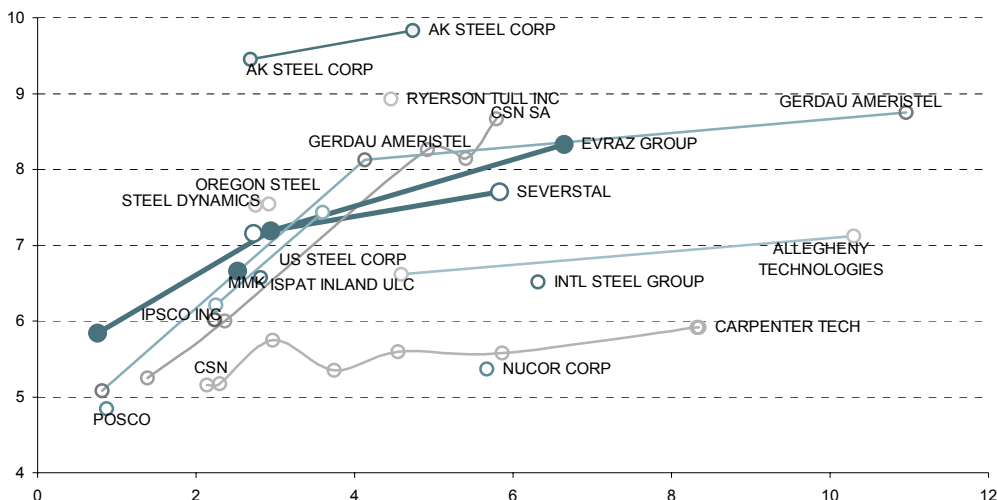
Источник: Bloomberg

На кривой доходности, в первую очередь, обращает на себя внимание тот факт, что выпуск Евраз-15 имеет весьма большую премию к Северстали-14 (порядка 60 б.п.). Как с точки зрения финансов, так и оценок рейтинговых агентств, мы полагаем, что кривая Евраза должна сравняться с кривой Северстали, что обеспечивает потенциал сокращения спреда около 40 б.п. На коротком участке кривой премия Евраза и Северстали к ММК-08 составляет 55 б.п., что, по нашему мнению, отражает разницу в рейтингах, но завышено с точки зрения финансового положения, и доходность выпусков компаний с погашением в 2009 году может сократиться на 20-40 б.п. до 7%.

В целом же, металлурги оцениваются на уровне или лучше других российских компаний с аналогичными рейтингами, если не принимать в расчет существующие премии к Алросе и Сибнефти, что во многом объясняется государственным участием в капитале компаний.

В то же время, корректность сравнения компаний из различных секторов может быть поставлена под сомнение, в связи с чем мы предприняли попытку проанализировать мировой рынок сталелитейных компаний, чьи еврооблигации в данное время находятся в обращении.

Кривая доходности металлургических компаний



Источник: Bloomberg

Анализируя отчетность приведенных компаний за первое полугодие, можно сделать вывод о том, что показатели российских металлургов с точки зрения рентабельности и долговой нагрузки значительно выше средних.

Финансовые результаты металлургических компаний за 1 пг. 2005 года

1 п. 2005, млн. \$	Страна	Выручка	Динамика выручки	ЕБИТДА	ЕБИТДА Margin	Чистая прибыль	Operating Margin	Total Debt	Total debt/ЕБИТДА	Рейтинг
Россия										
Евраз		3632	27%	1119	31%	729	28%	1409	63%	В+/Ва3/ВВ-
Северсталь		4125	52%	1226	30%	741	26%	1646	67%	В+/В2/В+
ММК		2695	24%	817	30%	504	26%	737	45%	ВВ-/Ва3/ВВ-
Мировые аналоги										
Mittal Steel	Индия	14028	44%	3465	25%	2237	22%	4724	68%	ВВВ+/Ва1/ВВВ
Posco	Ю. Корея	11034	22%	4255	39%	2570	32%	4564	54%	А-/А2/-
US Steel	США	7369	16%	1239	17%	700	14%	3471	140%	ВВ/Ва2/ВВ
CSN	Бразилия	6727	28%	2549	38%	1136	31%	9383	184%	ВВ/Ва2/ВВ-
Nucor	США	6467	28%	1284	20%	677	17%	923	36%	А+/А1/-
Gerdau	Бразилия	4924	42%	1062	22%	602	19%	1977	93%	ВВ+/Ва2/ВВ-
Ryersson Tool	США	3060	104%	160	5%	62	5%	1215	380%	В/В2/-
AK Steel	США	2877	18%	292	10%	68	7%	1299	223%	В+/В1/-
Allegheny	США	1784	46%	218	12%	153	10%	568	130%	ВВ/В1/-
IPSCO	Канада	1413	22%	498	35%	281	32%	292	30%	ВВ+/Ва1/-
Steel Dynamics	США	1117	23%	240	21%	111	18%	635	133%	ВВ/Ва2/-
Carpenter	США	704	22%	147	21%	83	18%	334	114%	ВВВ-/Ваа3/-
Oregon Steel	США	631	18%	128	20%	57	17%	462	181%	В+/Ва3/-
Average					24%		20%		121%	

Источник: отчетность компаний по МСФО за 1 пг. 2005 г.

Из представленных аналогов особый интерес вызывают транснациональная Mittal Steel, представленная на кривой доходности входящими в нее International Steel Group (ВВ/Ва2/ВВ) и Ispat Inland Ulc (ВВВ+/Ва1/ВВВ), бразильская Companhia Siderurgica Nacional (CSN), канадская IPSCO. Все эти компании являются крупнейшими металлургами в своем регионе и обеспечены собственным сырьем, иными словами, представляют собой структуры, близкие к вертикально-интегрированным российским компаниям.

Как мы видим, финансовые результаты ММК уже отражены на кривой, поскольку компания торгуется на уровне компаний с более высоким рейтингом, но имеющих худшие операционные результаты и уровень долговой нагрузки (Ispat, US Steel).

Что же касается Северстали и Евразхолдинга, то как мы отмечали выше, выпуски с погашением в 2009 году имеют потенциал сокращения спреда 20-40 б.п. к ММК, и расклад сил на кривой доходности мировых сталеваров не противоречит этому. В длинной части кривой бумаги Северстали также имеют потенциал сужения спреда на уровне 20-40 б.п. к International Steel Group, поскольку премия в 120 б.п. за разницу в рейтинге на две ступени выглядит завышенной, учитывая к тому же более высокую рентабельность российской

компания и одинаковый уровень долговой нагрузки. Принимая во внимание завышенную премию к Северстали Евразхолдинга-15, мы считаем, что потенциал сокращения доходности последнего можно оценить на уровне 50-70 б.п.

Таким образом, проведенный анализ приводит нас к рекомендации покупки бумаг Северстали с погашением в 2009 годах и 2014 с потенциалом снижения доходности 20-40 б.п., а также евробондов Евразхолдинга-09 с потенциалом 20-40 б.п. и Евразхолдинга-15 с потенциалом сокращения спреда 50-70 б.п.

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Вадим Соломахин	vadim@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления Еврооблигации	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Рублевые облигации	Владислав Григорьев	v.grigoriev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tretjakov@zenit.ru
Акции	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Игорь Чемолосов	i.chemolosov@zenit.ru
Конверсионные операции	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Алексей Воробьев	a.vorobiev@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Акции	Евгений Суворов	e.suorov@zenit.ru
Акции	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Управление валютно-финансовых операций		gko@zenit.ru
Начальник управления	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Управление корпоративного финансирования		
Начальник управления	Максим Васин	vasin@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.