

Обзор отраслей промышленности РФ

Металлургия: новые стратегии в новом году

Минувший год внес существенные коррективы в работу металлургических предприятий во всем мире, что заставило нас пересмотреть ключевые рекомендации по ведущим российским предприятиям отрасли.

Снижение цен на черные металлы ознаменовало начало цикла спада в секторе, что, соответственно, снижает перспективы роста финансовых показателей российских сталеваров. Вместе с тем, обширный внутренний рынок сбыта, и, в частности, развитие трубной промышленности не позволит им снизиться значительно.

В секторе цветных металлов отмечен рост цен, поэтому общие перспективы предприятий цветной металлургии на 2006 г. выглядят достаточно оптимистично. Исключением является «Норникель», который больше всех может пострадать от снижения цен на никель.

Перспективно выглядит трубная промышленность в силу большого объема заказов со стороны нефтегазового сектора и снижения цен на сталь.

Нашими фаворитами в металлургической отрасли являются золотодобывающие предприятия, в частности, «Полюс», выделенный из «НорНикеля», а также представители трубной промышленности «ВМЗ» и «Первоуральский НТЗ».

Рекомендации

Компания	Реком.	Цель, долл.
Черная металлургия		
Северсталь	Держать	12,4
Новолипецкий МК	Держать	2,03
Трубная промышленность		
Выксунский МЗ	Держать	720
Первоуральский НТЗ	Покупать	24
Цветная металлургия		
Норильский никель	Продавать	73,64
ВСМПО-Ависма	Держать	186,2

ОБЗОР РЫНКА МЕТАЛЛУРГИИ

Новые стратегии в новом году

Статистика отрасли: смешанные результаты

Металлургическая отрасль имеет ключевое для российской экономики значение. Доля металлургической промышленности в общем объеме российского производства составляет около 16-17%, в то время, как предприятия отрасли обеспечивают порядка 18% валютной выручки страны, занимая второе место после топливно-энергетического комплекса.

В 2003-2004 годах производство в металлургическом сегменте развивалось очень динамично. В основном, увеличение цен на промышленные металлы было обусловлено активно растущим спросом со стороны США и развивающихся стран Азиатского региона, в особенности Китая, где строительство за этот период достигало пика своей активности. Индекс промышленного производства российских предприятий в сегменте черной металлургии в 2003 и 2004 гг. составил 273 п. и 181 п. соответственно, в сегменте цветной металлургии 232 п. и 154 п. соответственно.

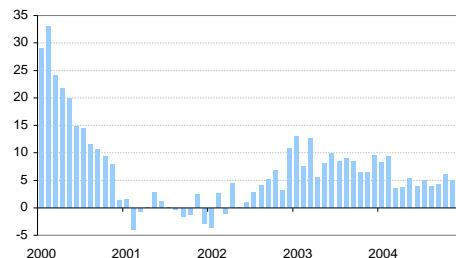
Однако, 2005 год оказался переломным для металлургических компаний во всем мире. Растущий ценовой тренд, набравший силу с конца 2003 года благодаря высоким аппетитам азиатской экономики, исчерпал себя уже к началу второго квартала 2005. Нарастание внутреннего производства стали самими основными потребителями, в частности Китаем, и замедление темпов роста экономик развивающихся стран вызвали падение цен более чем на 25%.

Следует также отметить существенный рост цен на сырье (железную руду и коксующий уголь), вызванный увеличением спроса со стороны азиатских производителей, которым для поддержания темпов роста пришлось существенно увеличить объемы импортных поставок. Как результат, в условиях снижающейся рентабельности предприятия металлургического комплекса были вынуждены пересматривать финансовые планы и сокращать объемы производства. Так, например, Arcelor снизила в третьем квартале выпуск нержавеющей стали на 20%, а снижение объема в целом по Евросоюзу и США составило около 5%.

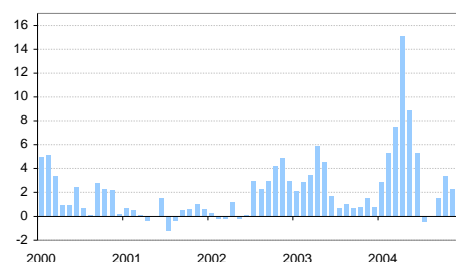
Для российских предприятий, падение цен на продукцию черной металлургии повлекло за собой снижение темпов роста отраслевой выручки. Так, рост совокупного объема реализации предприятий отрасли в 2005г., по нашим оценкам, не превысил отметки в 20%, в то время как годом ранее рост был зафиксирован на уровне 60%. Наблюдалось снижение по всем группам показателей рентабельности. В результате, по итогам минувшего года, средняя для 5 крупнейших сталелитейных предприятий норма прибыли составила около 20,9%, что существенно меньше показателя 27,7%, зафиксированного в 2004 году.

Предприятия сегмента *цветной металлургии* закончили 2005 год не столь однозначно, но, в целом, более успешно, чем производители черных металлов. Средняя норма прибыли за идентичный период составила около 26,6%, при значении прошлогоднего показателя 27,1%. По большинству металлов этой группы наблюдался существенный рост, а ожидания участников рынка относительно уровня цен остаются весьма оптимистичными.

Индекс промышленного производства черной металлургии, в % к пред. периоду

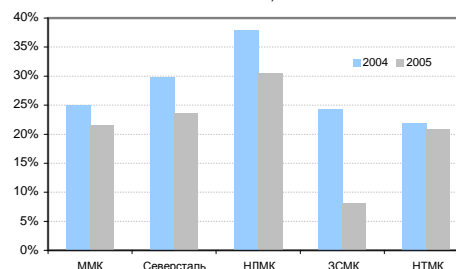


Индекс промышленного производства цветной металлургии, в % к пред. периоду



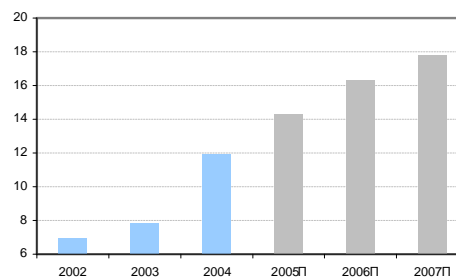
Источник: IISI, Росстат

Норма прибыли крупнейших сталелитейных компаний по РСБУ, 2004-2005



Источник: Данные компаний, оценка ИФК Алемар.

Объем экспорта цветных металлов, млрд.долл.



Источник: IISI, прогноз ИФК Алемар.



В рамках общемировой тенденции экспортные цены на алюминий и медь российских производителей выросли на 23% и 39,5% соответственно. Снижению подверглись только цены на никель, которые за 2005 год упали на 5%.

В сегменте драгоценных металлов также наблюдался существенный рост: Цены на золото увеличились на 18%, установив новый исторический максимум, а рост цен на платину и палладий составил 11,6% и 37% соответственно.

Министерство экономического развития и торговли России прогнозирует в текущем году увеличение экспорта производимой в сегменте продукции более чем на 14 млрд. долл., что на 20% выше, чем значение прошлогоднего показателя. Ожидается, что основной объем экспортных поставок цветной металлургии традиционно придется на алюминий, медь и никель, - в стоимостном выражении доля этих металлов превышает 80%.

Характеристика рынка

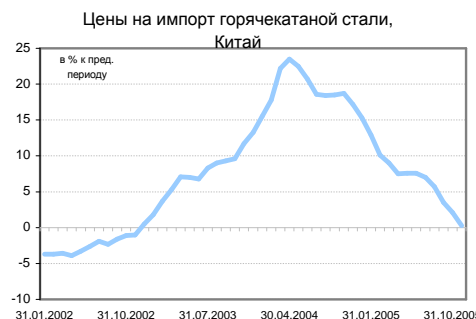
Несмотря на сложившуюся на мировом рынке *черной металлургии* конъюнктуру, показатели рентабельности российских производителей сейчас намного выше, чем у иностранных конкурентов, а отрасль, в целом, остается весьма конкурентоспособной. Преимущество российских металлургических компаний объясняется прежде всего более низкими затратами на энергоресурсы и стоимостью рабочей силы, а также наличием у большинства комбинатов собственной ресурсной базы, позволяющей обеспечить стабильность в поставках и снизить риски повышения цен на сырье.

Более того, в стальном сегменте значительную поддержку российским предприятиям оказывает внутренний рынок, поддерживая цены конечной продукции на приемлемом уровне. Так, по итогам минувшего года, внутренние цены на продукцию сталелитейных предприятий в среднем на 30-40% превышали импортные. Как следствие, мы ожидаем, что в 2006 году усилия российских предприятий будут направлены на увеличение продаж в России.

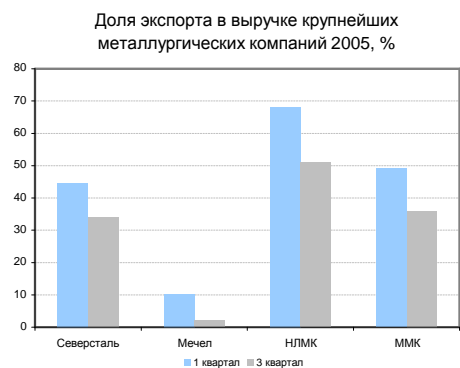
Существенное снижение доли экспорта в выручке крупнейших сталелитейных компаний было зафиксировано уже по итогам третьего квартала. Так, для компании «Северсталь» этот показатель в процентном выражении снизился до 34%, по сравнению с 44% в первом квартале, а для Магнитогорского МК - 36%, в то время, как в первом квартале этот показатель составлял 49%.

Однако, стоит отметить, что несмотря на общую тенденцию к падению цен на сталь, текущие ценовые уровни на промышленные металлы остаются достаточно высокими, что позволяет крупнейшим российским металлургическим производствам оставаться в числе наиболее рентабельных. И хотя конъюнктура рынка металлов во многом будет определяться темпами роста азиатских экономик, в российском сегменте черной металлургии по-прежнему остаются недооцененные компании, являющиеся достаточно привлекательными объектами для инвестиций.

Производители *цветных металлов* чувствовали себя в минувшем году более комфортно. Цены на большинство биржевых металлов зафиксировали рекордный рост, а отраслевая рентабельность осталась



Источник: IISI, Bloomberg



Источник: данные компаний



одной из самых высоких, занимая в списке второе место после нефтедобывающей промышленности.

Благодаря улучшению конъюнктуры на международном рынке цветных металлов, отечественные металлурги продемонстрировали впечатляющие финансовые результаты. Однако, этот рост оказался в значительной степени обеспечен увеличением общего уровня мировых цен, в то время как производственные показатели изменились незначительно. Так, например, ГК «Норильский Никель» сохранил производство на уровне предыдущего года, а ожидаемое нами увеличение прибыли составит 13,5%.

По данным Федеральной таможенной службы, совокупная отгрузка за границу никеля за период с января по октябрь 2005 г. составила 236,6 тыс. т, что на 6% выше показателя аналогичного периода прошлого года - 223,2 тыс. т, а выручка от его продаж возросла на 18,7%, достигнув \$3,35 млрд. Экспорт рафинированной меди упал на 8% до 272.1 тыс. т с 295.6 тыс. т, при росте выручки на 20.6% до \$922.9 млн. с \$765.2 млн. Экспортная выручка от продаж российского первичного алюминия в январе-октябре 2005 года составила \$4.74 млрд., что на 23% больше показателя аналогичного периода прошлого года - \$3.851 млрд. Объем экспорта увеличился на 9.5% до 3.63 млн. т. с 3.31 млн. т.

Стоит отметить, что росту цен на цветные металлы во второй половине 2005 г. весьма поспособствовали экзогенные факторы, которые, по всей видимости, в 2006 г. утратят свое значение, что может негативно отразиться на ценах. В первую очередь здесь стоит выделить всплеск потребления металлов и, в частности, алюминия в связи с восстановлением мощностей в США после сентябрьских ураганов, а, кроме того, нестабильность поставок из стран Латинской Америки, как в связи с землетрясением в Чили, так и целым рядом забастовок на предприятиях этого региона.

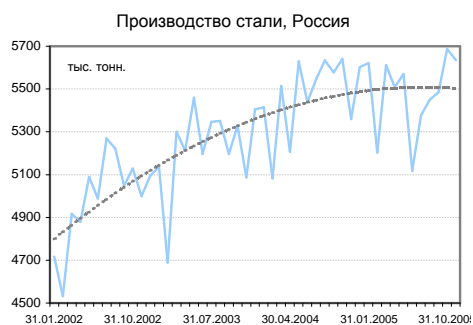
Прогнозы развития отрасли

Снижение прибыльности в сегменте черной металлургии

Мы считаем, что 2006 год может стать нелегким для российских производителей *черной металлургии* и принести с собой некоторое сокращение прибыльности в сегменте. Так, средний показатель выручки крупнейших российских производителей стали, по нашим оценкам, снизится по сравнению с 2005 годом примерно на 10%; а средний уровень прибыли на 23%.

Тенденция к снижению ключевых финансовых показателей прослеживается уже по результатам итогов работы за три квартала прошлого года. В результате, чистая прибыль «Северстали», по данным отчетности за 9 месяцев 2005 года в соответствии с РСБУ, снизилась на 7,78%, «НЛМК» за идентичный период отметил снижение этого показателя на 19,6%, а «ЗСМК», входящий в металлургическую «Evraz Group», зафиксировал рекордное снижение – 64,8%.

Однако, согласованная производственная стратегия мировых производителей стали во втором полугодии позволила несколько сдержать падение, и к концу прошлого года цены на конечную продукцию стабилизировались. Мы считаем, что и в наступившем году существенных ценовых изменений не произойдет. В конечном итоге, по мере адаптации российских предприятий к новым ценовым уровням можно ожидать снижения доли низкорентабельной продукции в общем



Источник: IISI



объеме производства и переориентации на продукцию с более высокой добавленной стоимостью.

Консолидация продолжается

Прошедший год для мировой металлургической промышленности можно смело назвать годом сделок. Процессы консолидации металлургических активов продолжаются в мировой индустрии уже много лет, но в минувшем году количество и объемы сделок приблизились к рекордным отметкам. Среди сделок с участием российских металлургических компаний можно выделить покупку «Evraz Group» чешского Vitkovice Steel A/S и приобретение в начале года «Северсталью» 62% итальянского производителя стали Lucchini, однако, список на этом не заканчивается.

Мы ожидаем, что процессы консолидации на мировой металлургической арене продолжатся и в дальнейшем. В этом смысле, усилия российских производителей, на наш взгляд, будут направлены в первую очередь на приобретения зарубежных активов. Так, уже в начале 2006 года НЛМК завершил сделку по покупке 100% датского производителя стали DanSteel A/S, увеличив тем самым общий выпуск горячекатаной стали на 500 тыс. тонн в год; также стало известно о возможном интересе «Северстали» к эстонской Galvex. В конечном итоге, это может привести к значительному увеличению концентрации в отрасли и оказать некоторую поддержку российским производителям.

Растущий спрос на продукцию трубных предприятий

В наступившем году можно ожидать сохранение интереса инвесторов к российским трубным производителям. Основным драйвером роста в данном сегменте, по всей видимости, будет являться увеличение локального спроса на трубы в связи с реализацией масштабных проектов по строительству трубопроводов Газпромом (Северо-Европейский Газопровод) и Транснефтью (Восточная Сибирь – Тихий Океан). Следует также отметить значительное увеличение экспортных поставок, большинство из которых приходится на нефтяной сектор стран СНГ.

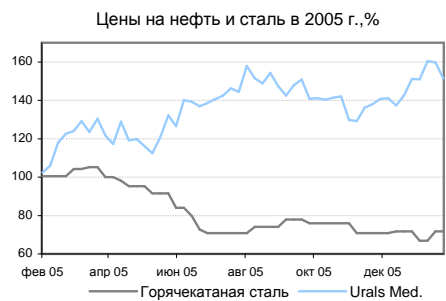
Рост цен на нефть стимулирует инвестиции нефтяного сектора в трубную промышленность, в то время как сталь для трубных предприятий является основным потребляемым сырьем, поэтому снижение общего уровня цен на этот металл окажет положительное влияние на финансовые результаты производителей в этом сегменте.

В то же время, стоит отметить, что на данный момент рентабельность и характер развития трубной промышленности определяется не только общим уровнем цен на сталь, но и готовностью металлургических компаний к ценовому диалогу с предприятиями трубного комплекса.

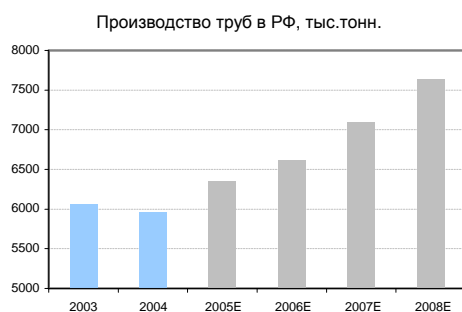
Мы не ожидаем существенного роста стоимости трубных компаний в новом году, однако, учитывая крайне положительный настрой рынка в отношении трубных производителей, наши прогнозы на 2006 год оптимистичны.

Ставка на цветные металлы

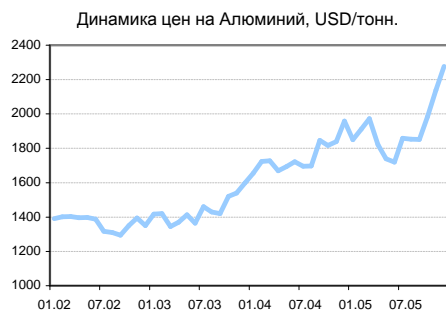
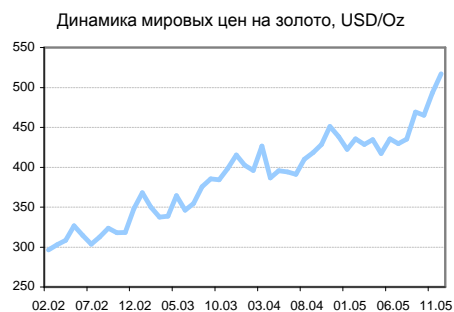
Достаточно благоприятная ситуация на рынке цветных металлов в 2005 году позволила российским предприятиям зафиксировать существенный рост в финансовых показателях. Прогнозы цен на большинство основных производимых отраслью металлов на ближайшие два года выглядят вполне оптимистично, а увеличившийся мировой спрос,



Источник: Bloomberg



Источник: Росстат, оценка ИФК Алемар



скорее всего, будет стимулировать дополнительные инвестиции в расширение производственных мощностей. Вместе с тем, можно ожидать увеличение числа новых стратегических партнерств в области геологоразведки и освоение новых месторождений с зарубежными металлургами.

Лидером роста в индустрии цветных металлов, вероятно, останется быстрорастущий золотодобывающий сегмент. Факторы, стимулирующие рост цен на драгоценные металлы, должны оказать рынку поддержку и в 2006 году. Рост инфляционных рисков в странах с развитыми экономиками, снижение привлекательности американской валюты и ряд других причин спровоцировали рост цен драгоценных металлов до рекордных отметок. В результате, золото и платина сегодня для крупнейших инвестиционных фондов и спекулянтов выступают в качестве инструмента хеджирования от негативных событий в экономике.

Цены на алюминий, по нашим прогнозам, в 2006 году останутся на достаточно высоких уровнях из-за недостаточного предложения, вызванного сокращением мирового производства (в том числе, переориентация ряда предприятий в Чили на производство молибдена) и относительно высокого спроса со стороны азиатских экономик. В то же время, цены на основное сырье остаются на достаточно высоких уровнях, поэтому мы не ожидаем значительных изменений в прибыльности алюминиевых компаний.

Перспективы для производителей меди в наступившем году мы оцениваем несколько ниже. Стабильный спрос со стороны крупнейших потребителей и одновременное снижение производства и запасов металла стали причинами существенного роста цен до исторических максимумов в 2005 году. Однако, 2006 год должен внести изменения в баланс спроса и предложения на рынке меди и скорректировать вниз равновесную цену на 10-15%.

Цены на никель в 2006-2007 гг. вероятно продолжат снижение вслед за назревшей во второй половине прошлого года коррекцией. Дефицит спроса на металл, вызвавший рост цен в 2003-2005 гг., будет постепенно сокращаться и, скорее всего, отразится в снижении цен примерно на 6-8% ежегодно до уровней 10000-10500 долл./тонн. к 2008 году.

Инвестиционные рекомендации

Сталелитейный сегмент:

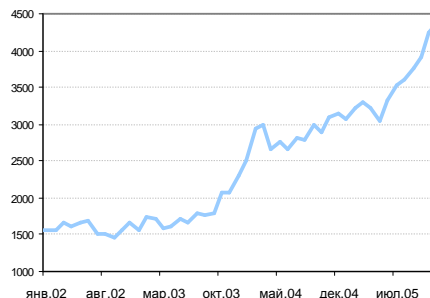
Компания	Рекомендация
Северсталь	ДЕРЖАТЬ
НЛМК	ДЕРЖАТЬ

Отметим, что российский фондовый рынок достаточно остро отреагировал на изменения в мировых ценах на металлы. В то время, как экспортные цены на готовую продукцию сталелитейных компаний снизились на 25%, стоимость бумаг «Северстали» упала на 19%, акции «НЛМК» снизились на 17%.

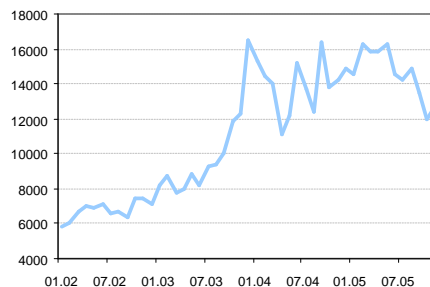
Полученная нами на основе модели ДДП оценка «Северстали», - 12,4 долл. показывает, что акции компании в данный момент торгуются на близких к справедливым уровням.

Целевое значение для акций «НЛМК» 2,03 долл. показывает наличие некоторого потенциала для роста.

Динамика цен на медь, USD/тонн.

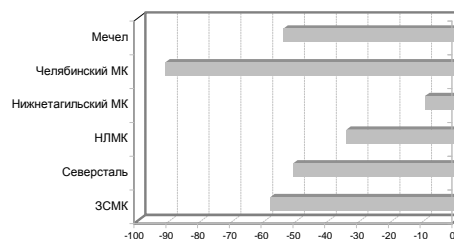


Динамика цен на Никель, USD/тонн.

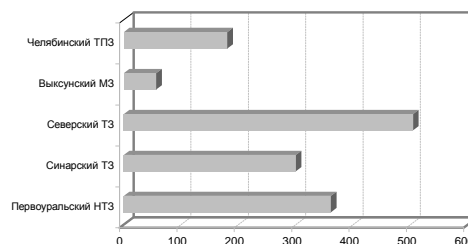


Источник: IISI, Bloomberg

Динамика акций сталелитейных предприятий относительно индекса РТС в 2005 г., %



Динамика акций трубных предприятий относительно индекса РТС в 2005 г., %



Трубная промышленность:

Компания	Рекомендация
Выксунский МЗ	ДЕРЖАТЬ
Первоуральский НТЗ	ПОКУПАТЬ

По нашим оценкам, большинство влияющих на рост факторов уже заложены в цене предприятий трубной промышленности, которые по итогам 2005 года существенно обогнали рынок, поэтому в наступившем году существенного роста этого сегмента мы не ожидаем.

Среди привлекательных, с нашей точки зрения, игроков, мы выделяем Выксунский металлургический завод. Отметим, что осенью прошлого года «Объединенная металлургическая компания» (ОМК), в состав трубного комплекса которой входит «ВМЗ», выиграла тендер на реализацию труб крупного диаметра для строительства сухопутной части Северо-Европейского газопровода. Мы ожидаем, что ВМЗ отразит рост финансовых показателей по итогам 2006 года, и рекомендуем держать акции компании.

Наши оценки трубной промышленности показывают наличие потенциала для роста стоимости бумаг «Первоуральского НПЗ». На данный момент компания является наиболее недооцененной в сегменте, а планируемый переход на единую акцию с «ЧТПЗ» может создать дополнительную стоимость для миноритарных акционеров объединенной компании.

Цветная металлургия:

Компания	Рекомендация
ВСМПО-Ависма	ДЕРЖАТЬ
ГМК Норильский Никель	ПРОДАВАТЬ

В опубликованном ранее обзоре «ГМК Норильский Никель: новогоднее выделение» мы скорректировали цену акций ГМК с учетом выделения «Полюса» до 73,64 долл. Однако, на данный момент рыночные цены значительно превышают расчетные. Принимая во внимание прогнозируемое снижение цен на никель и медь в 2006-2008 гг., обеспечивающих около 75% совокупной выручки компании, мы не видим факторов, способствующих дальнейшему росту стоимости бумаг ГМК, и устанавливаем нашу рекомендацию – ПРОДАВАТЬ.

В то же время, мы достаточно высоко оцениваем потенциал бумаг выделенной компании, начало торгов по которым, ожидается в апреле 2006 года. Золотодобывающий комплекс в составе ГМК развивался очень динамично, а благоприятная конъюнктура на рынке драгоценных металлов может оказать существенную поддержку бумагам «Полюса».

Бумаги крупнейшего в мире производителя титана – корпорации «ВСМПО-Ависма», с момента возобновления торгов показали существенный рост и на данный момент остановились на уровне 187,5, незначительно превышающем объявленную нами в начале года справедливую цену 186,2 долл. Мы ожидаем, что акции компании, как и прежде, будут следовать общим движениям рынка, и сохраняем нашу рекомендацию - ДЕРЖАТЬ.



Сравнительная оценка трубных предприятий

Заметный потенциал по бумагам Первоуральского НТЗ...

	Тикер	Капитализация, млн. долл.	P/E			P/S	P/Отгрузка		
			2004	2005E	2006E		2004	2005E	2006E
Выксунский МЗ	vsmz	1298,6	18,47	13,39	10,39	1,10	1,48	1,29	0,96
Первоуральский НТЗ	PNTZ	438,1	-	7,50	7,15	0,69	0,65	0,59	0,53
Северский ТЗ	svtz	577,5	31,22	9,50	12,48	1,13	1,10	0,95	0,85
Синарский ТЗ	SNTZ	477,2	35,61	11,70	13,16	0,82	0,81	0,80	0,72
Челябинский ТПЗ	CHEP	765,3	-	39,38	22,80	1,06	1,02	0,99	0,74
Среднее для российских компаний		711,3	28,4	16,3	13,2	0,960	1,0	0,9	0,8

...но ограниченные перспективы для отрасли.

	Тикер	Капитализация, млн. долл.	P/E			P/S	Страна
			2004	2005E	2006E		
VALLOUREC	VK FP	7669,7	7,69	-	14,46	1,61	Франция
MARUICHI STEEL TUBE LTD	5463 JP	2513,8	24,57	18,13	-	2,74	Япония
NS GROUP INC	NSS US	1017,8	7,85	-	8,21	1,67	США
VALMONT INDUSTRIES	VMI US	972,7	18,51	-	24,89	0,88	США
TUBACEX SA	TUB SM	689,1	18,53	-	20,93	1,65	Испания
CONFAB INDUSTRIAL S.A.	CNFB3 BZ	573,2	39,63	-	5,42	0,82	Бразилия
NYZHODNIPROVSKY TRUBR. Z-D	NITR UZ	508,2	6,14	-	15,85	0,98	Украина
TUBE INVESTMENTS OF INDIA	NTII IN	480,9	5,12	9,64	-	1,46	Индия
JINDAL SAW LTD	NJSAW IN	453,6	12,89	16,36	13,43	0,72	Индия
MAHARASHTRA SEAMLESS LTD	MHS IN	390,2	7,11	10,91	15,33	2,24	Индия
WELSPUN-GUJARAT STAHL LTD	WGS IN	255,7	5,88	15,00	14,60	0,88	Индия
STEEL & TUBE HOLDINGS LTD	STU NZ	245,6	12,88	11,71	10,74	0,81	Новая Зеландия
SUMITOMO PIPE & TUBE CO LTD	5457 JP	230,6	3,98	12,80	13,01	0,45	Япония
WAH SEONG CORP BHD	WSC MK	213,6	27,20	-	17,58	0,70	Малайзия
NORTHWEST PIPE COMPANY	NWPX US	188,8	13,63	-	14,64	0,56	США
MORY INDUSTRIES INC	5464 JP	182,4	11,10	9,18	19,67	0,53	Япония
ARAYA INDUSTRIAL CO LTD	7305 JP	158,7	22,72	12,75	-	0,39	Япония
INTERNATIONAL INDUS LTD	INIL PA	110,0	6,84	12,04	-	0,81	Пакистан
MAN INDUSTRIES (INDIA) LTD	MAN IN	109,9	4,31	11,85	-	1,01	Индия
KOREA CAST IRON PIPE INDUS	000970 KS	98,5	5,82	10,53	-	0,60	Южная Корея
NIPPON CHUTETSUKAN KK	5612 JP	88,4	35,60	23,35	-	0,60	Япония
YLI HOLDINGS BHD	YLI MK	47,3	19,82	27,81	13,33	1,71	Малайзия
HANEX CO LTD	5267 JP	44,7	-	1,69	14,76	0,67	Япония
MELEWAR INDUSTRIAL GROUP BHD	MIG MK	44,4	6,29	7,48	13,61	0,26	Малайзия
OIL COUNTRY TUBULAR LIMITED	OIL IN	14,7	58,91	46,70	-	0,54	Индия
Среднее для иностранных компаний			16,91	15,17	14,73	1,003	



Аналитический отдел ИФК «Алемар»

Василий Конузин

Григорий Савва

тел. (495) 411-66-55

За более подробной информацией и по возникшим вопросам просим обращаться по электронной почте:

research@alemar.ru

При подготовке обзора использована информация агентств «Интерфакс», РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Bloomberg, BondsFINAM, компаний FXClub, FOREX times.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».

