

## Черная металлургия

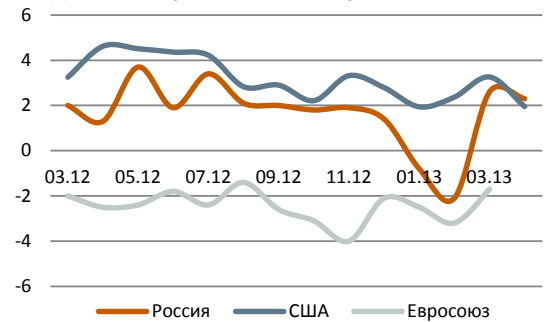
*Переоценка перспектив.*

Аналитик: Айрат Халиков  
Эл. почта: AKhalikov@veles-capital.ru

### Ключевые моменты

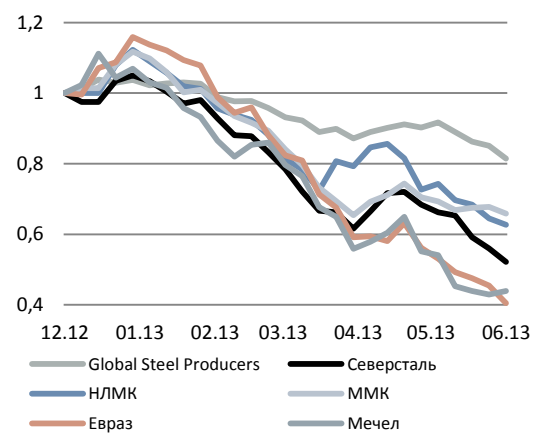
- Мы связываем спад в черной металлургии со снижением спроса на стальную продукцию и трудностями с сокращением избыточных мощностей.
- Спрос на металлургическую продукцию снижается из-за борьбы государств Евросоюза за снижение размера госдолга, ограничения кредитования и введения жестких экологических норм в Китае.
- Высокий уровень долгового обременения и значительные социальные издержки вынуждают сталелитейщиков Китая сохранять объемы производства продукции. Благодаря снижению цен на сырье рентабельность компаний остается в приемлемых для китайских металлургов пределах.
- Избыточные объемы китайской стали выплескиваются на мировой рынок, снижая рентабельность азиатских и европейских металлургов. В данный момент в металлургии доминирует точка зрения, что приведение объема предложения проката в Китае в соответствие со спросом может произойти только «естественным» путем, когда цены опустятся настолько низко, что это вынудит наиболее слабые компании покинуть отрасль.
- Мы ожидаем, что внутренние цены на плоский прокат (HRC) в России закрепятся в диапазоне 500-530 долл. за т, а экспортные цены снизятся во 2 полугодии на 10% до 450 долл. за тонну, что приведет к снижению выручки российских сталелитейщиков на 5-10% по итогам года.
- По нашему мнению, агрессивные продажи акций российских сталелитейных компаний, с которыми столкнулась отрасль в 1 пол. 2013 г. не являлись оправданными. Мы убеждены, что российские металлурги, будучи наиболее рентабельными в мире благодаря низкой себестоимости производства, станут лидерами роста, после того как прекратится отток средств с рынков акций развивающихся стран.

**Динамика промышленного производства, г/г**



Источник: Росстат, Eurostat, ФРС США

**Динамика акция сталелитейных компаний**



Источник: Данные бирж

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2013г.



## Обзор ситуации в черной металлургии

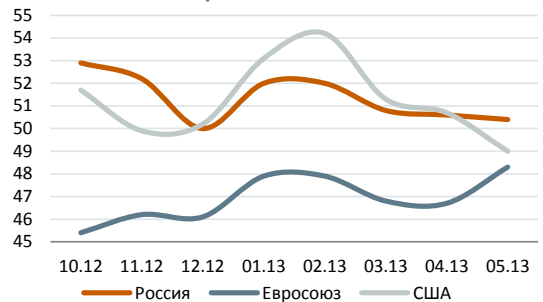
С начала года в сталелитейной отрасли наблюдается снижение котировок акций металлургических компаний России. Мы связываем это с ухудшением конъюнктуры, как в сталелитейной отрасли, так и смежных отраслях. На ситуацию, по нашему мнению, влияют два ключевых фактора: снижение спроса на продукцию металлургов и трудности в сокращении избыточных производственных мощностей.

**Причины снижения спроса на металлургическую продукцию.** В целях борьбы за сокращение государственного долга, страны Евросоюза уменьшают бюджетные расходы. Это приводит к снижению уровня зарплат госслужащих, объема централизованно финансируемых строительных проектов и росту безработицы. Результатом этого является ухудшение долгосрочных ожиданий жителей Европы, сокращение покупок товаров длительного пользования (автомобилей и недвижимости) и спад в промышленности.

Правительство Китая с прошлого года борется с «перегревом» экономики путем ограничения кредитования на рынке недвижимости и введения жестких экологических норм. Одним из наиболее значимых нововведений стал запрет или ограничение строительства недвижимости в крупных городах Китая (как правило, более богатых), а также введение квот на приобретение автомобилей. Наиболее сильно спад в китайской экономике проявился после того, как в 1 кв. 2013 г. была потрачена половина средств, выделенных на программу строительства железных дорог и метро: темпы роста промышленного производства в стране упали с 10,3% г/г в марте до 8,9% г/г в апреле. Судя по всему, некоторое замедление экономики Китая устраивает правительство страны — новое руководство неоднократно заявляло, что 7%-ный рост ВВП является вполне приемлемым уровнем. На фоне этих заявлений, МВФ понизил прогноз роста ВВП Китая в текущем году с 8% до 7,75%. В тоже время, цены на стальную продукцию в Китае упали ниже минимумов 2009 года.

**Перепроизводство и избыток производственных мощностей.** Второй ключевой проблемой отрасли является перепроизводство стальной продукции в Китае и избыточные мощности в еврозоне. Так, по данным World Steel Association, в Китае за первые четыре месяца 2013 г. было произведено 257,4 млн т стали, что на 8,2% превысило уровень производства за тот же период прошлого года, при этом потребление проката увеличилось лишь на 5%. Из-за перепроизводства китайские компании активизируют экспортные операции, сбивая цены на сталь, как в

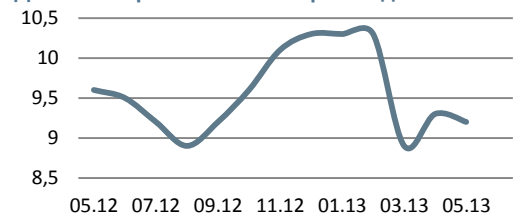
Индекс менеджеров по закупкам (PMI) в сфере промышленности



Источник: Markit economics

*Сокращение госрасходов в Евросоюзе ведет к снижению объема строительства и сокращению покупок товаров длительного пользования*

Динамика промышленного производства в Китае



Источник: Национальное бюро статистики Китая

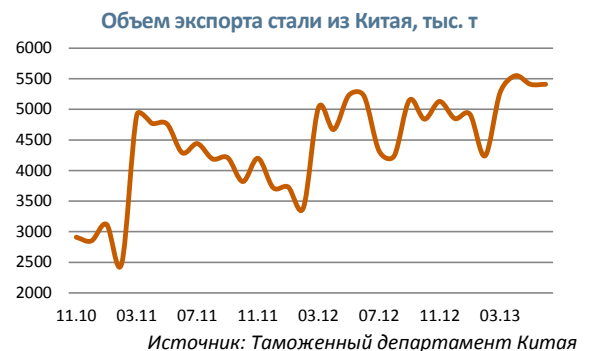
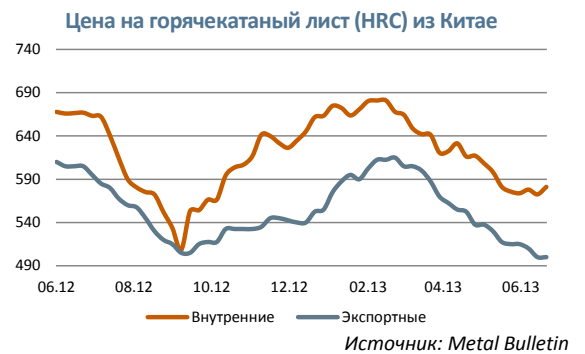
*Китай борется с перегревом экономики путем ограничения кредитования и жестких экологических норм*

*Перепроизводство стали вынуждает металлургов Китая увеличивать экспорт*



Азии, так и Европе, снижая рентабельность сталелитейщиков. Российские металлурги экспортируют не менее 50% стальной продукции, и в данном контексте можно уверенно утверждать, что ситуация в металлургии Китая напрямую влияет на половину выручки наших сталелитейщиков.

- Долгое время экспорт стального проката из Китая составлял незначительную долю производства (не более 5%) благодаря невозможности возврата китайскими предприятиями НДС при экспорте полуфабрикатов (18%) и значительным транспортным затратам (100-150 долл. за т при доставке в Европу). Однако глубокий спад цен сделал экспорт более рентабельным. В результате за последние два года экспорт проката из Китая вырос в два раза до 5,5 млн т в месяц, что сопоставимо с совокупным объемом производства в России.
- По оценке Eurofer (Европейская ассоциация сталелитейщиков), для того чтобы сбалансировать европейский рынок необходимо сократить не менее 25% мощностей, причем речь идет именно о закрытии предприятий, а не об уменьшении производства. Избыточные мощности мешают восстанавливаться ценам на стальную продукцию — при небольшом росте цен заводы увеличивают выплавку металла, что снова приводит к избытку предложения.
- Почему сталелитейщики не сокращают производство.** В условиях близкой к нулевой рентабельности производства металлургам выгоднее продолжать выпуск стальной продукции, чем тратить средства на временное выведение из строя доменных печей и прокатных станов. В 1 кв. 2013 г. большинство китайских производителей стали получили незначительную прибыль или понесли относительно небольшие, не критичные убытки. Так, по данным Ассоциации производителей стали Китая (China Iron and Steel Association), в январе-апреле 2013 г. средняя рентабельность по чистой прибыли по 80 крупнейшим металлургическим компаниям страны составила 0,23%.
- Падение цен на сырье также позволяет поддерживать на плаву свои предприятия металлургам. Металлолом к концу мая подешевел до самого низкого уровня с лета 2010 г. Спотовые котировки железной руды к началу июня упали более чем на 25% по сравнению с серединой 1 кв. 2013 г., тогда как спад цен на горячекатаный лист в Китае не превысил 20%. Сырье обесценивается быстрее, чем стальная продукция, что помогает металлургическим компаниям продолжать деятельность. На наш взгляд, производители сырья также несут ответственность за снижение цен: министерство ресурсов Австралии, крупнейшего



*Экспорт стали из Китая вырос в два раза за два года*



*Металлургам выгодно продолжать выпуск стали даже при нулевой рентабельности*

*Падение цен на сырье также позволяет поддерживать на плаву свои предприятия металлургам*



добытчика руды в мире, сообщило, что страна увеличит поставки в 2014 г. на 93 млн т, что в три раза превышает ожидаемый прирост потребления руды в Китае.

- ✘ Одной из ключевых особенностей мировой металлургии является высокий уровень долга. Перекредитованные предприятия отчаянно нуждаются в постоянном притоке денежных средств и потому продолжают свою деятельность даже в условиях падения рентабельности.
- ✘ Высокие социальные издержки закрытия металлургических комбинатов заставляют производителей брать на себя затраты по трудоустройству и переобучению сокращаемого персонала. В некоторых случаях руководители государств напрямую запрещают ликвидацию предприятий. Так, например, Arcelor Mittal, крупнейший производитель стали в мире, столкнулся с угрозой национализации предприятий в Бельгии и Франции после того, как попытался закрыть убыточные производства. Такого рода поддержка занятости характерна как для Китая и Европы, так и для России.
- ✘ В данный момент в отрасли доминирует точка зрения, что приведение объема предложения проката в Китае в соответствие со спросом на эту продукцию может произойти только естественным путем, когда цены опустятся настолько низко, что это вынудит наиболее слабые компании покинуть отрасль. Но для этого необходимо, чтобы котировки металла продолжили свое падение.
- ✘ Мы ожидаем, что в этом году отрасль не увидит восстановления спроса на стальную продукцию, как в Европе, так и в Азии. То, что китайские металлургические компании избегают сокращения производства, будет и дальше давить на рентабельность компаний. На наш взгляд, внутренние цены на плоский прокат (HRC) в России закрепятся в диапазоне 500-530 долл. за т, а экспортные цены и далее будут определяться ситуацией в Китае. По нашим оценкам, снижение экспортных цен на 10% во 2 полугодии до 450 долл. за тонну приведет к снижению выручки российских сталелитейщиков на 5-10% по итогам году.
- ✘ **Российская металлургия.** Отчетность российских сталелитейщиков по итогам 1 кв. 2013 г. не принесла неприятных сюрпризов. Рост экспортных цен на сталь после нового года на фоне увеличения промышленного производства в Китае позволил компаниям улучшить свои результаты относительно провального 4 кв. 2012 г. Северсталь опубликовала лучшие результаты среди российских металлургов:

*Перекредитованные предприятия отчаянно нуждаются в постоянном притоке денежных средств*

*В этом году отрасль не увидит восстановления спроса на стальную продукцию, как в Европе, так и Азии*

*Рост экспортных цен на сталь в 1К13 позволил улучшить финансовые результаты металлургов*



выручка компании увеличилась на 6% кв/кв, а EBITDA — на 21% кв/кв благодаря увеличению отгрузки продукции и снижению себестоимости добычи сырья. Также менеджмент компании сообщил, что во 2 пол. 2013 г. ожидается улучшение ситуации в металлургии. Однако мы не разделяем эту позицию, поскольку, на наш взгляд, более вероятны боковая динамика внутренних цен на сталь и снижение экспортных. Мечел, как и ожидалось, увеличил свои операционные показатели после крупного списания убытков в 4 кв. 2013 г. Ключевым позитивным событием для компании стало заключение нескольких контрактов на поставку коксующегося угля китайским сталелитейщикам.

*Северсталь ожидает улучшения ситуации во 2П13*

#### Финансовые результаты сектора в 1К13

	Выручка, изм., %, 1К13/4К14	EBITDA, изм., %, 1К13/4К14
Северсталь	6,6	21,1
НЛМК	2,0	-18,0
ММК	10,4	-13,5
Мечел	-1,6	71

*Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал*

- Отток денежных средств с финансовых рынков развивающихся стран и падение цен на стальную продукцию во 2 кв. 2013 г. привели к распродажам акций российских сталелитейщиков. С начала года их бумаги подешевели на 28-61%, в то время как акции металлургов из других странах BRIC подешевели, в среднем, на 22%, а цены на стальную продукцию снизились лишь на 7-14%. Наибольший спад котировок затронул Евраз (-61%) и Мечел (-58%), отличительной чертой которых является высокое долговое обременение и то, что значительная доля выручки компаний приходится на добывающий сегмент. Наименьший спад показали акции ММК (-27%) — мы связываем это с тем, что производство компании ориентировано на внутренний рынок России (экспортирует не более 20% продукции), где ценовая конъюнктура несколько лучше, чем в Европе.
- По нашему мнению, агрессивные продажи акций российских сталелитейных компаний, с которыми столкнулась отрасль в 1 пол. 2013 г., не являлись оправданными. Мы убеждены, что российские металлурги, будучи наиболее рентабельными в мире благодаря низкой себестоимости производства, станут лидерами роста после того, как прекратится отток средств с рынков акций развивающихся стран. Мы выделяем акции Северстали и НЛМК как наиболее привлекательные: в текущей ситуации инвесторы предпочитают ликвидные бумаги компаний с низким долговым обременением. Также стоит отметить, что акции НЛМК, как правило, раньше реагируют на позитивные изменения, бумаги Северстали.

*агрессивные продажи акции сталелитейных компаний в 1П13 не являлись оправданными*



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2013 г.

### Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

**ПОКУПАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

**АККУМУЛИРОВАТЬ** – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

**ДЕРЖАТЬ** – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

**СОКРАЩАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

**ПРОДАВАТЬ** – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



## Департамент активных операций

---

Евгений Шиленков  
Директор департамента  
EShilnikov@veles-capital.ru

Начальник управления операций на рынке акций  
Александр Антипов  
AAntipov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов  
Сейлз-трейдер  
ANikogosov@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко  
Сейлз-трейдер  
VBezzubenko@veles-capital.ru

Александр Цветков  
Сейлз-трейдер  
ATsvetkov@veles-capital.ru

## Управление по работе с VIP - клиентами

---

Юрий Павлов  
Директор (VIP клиенты)  
YPavlov@veles-capital.ru

Арсений Валитов  
Корпоративные клиенты  
AValitov@veles-capital.ru

---

## Аналитический департамент

---

Иван Манаенко  
Директор департамента  
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков  
Металлургия, Машиностроение  
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков  
Нефть и газ, Химия и Удобрения  
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко  
Банковский сектор, Денежный рынок  
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева  
Долговые рынки  
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков  
Электроэнергетика, Потребительский сектор  
AKostyukov@veles-capital.ru

Юлия Фрумкина  
Потребительский сектор  
YFrumkina@veles-capital.ru

---

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20  
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251  
www.veles-capital.ua

---