

Рынок акций. Metallургия.

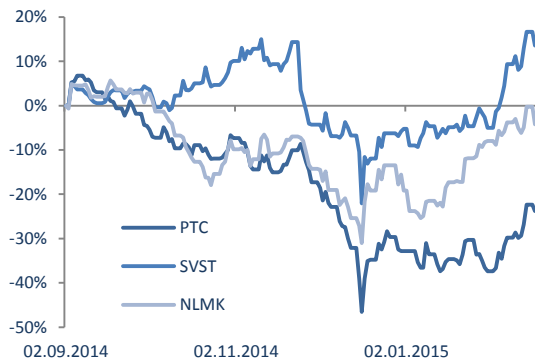
НЛМК и Северсталь: «стальные» спекуляции

Мы полагаем, что депозитарные расписки российских сталелитейных компаний Северсталь (SVST LI) и НЛМК (NLMK LI) в настоящее время выглядят привлекательными для спекулятивной покупки на коротком временном горизонте. Северсталь 18/02/2015 опубликует финансовую отчетность за 4К2014 и 2014 год в целом. По нашим оценкам, результаты, особенно квартальные, должны порадовать инвесторов и позитивно отразиться на котировках бумаг компании. НЛМК будет отчитываться о прошедшем финансовом годе в конце марта (23-25 числа ориентировочно). Однако мы полагаем, что спекулятивно GDR компании могут вырасти вслед за Северсталью.

Северсталь: самая рентабельная в секторе. Мы ожидаем, что Северсталь опубликует сильные финансовые результаты за 4К2014: девальвация рубля стала катализатором роста рентабельности компании, поскольку около 90% издержек Северстали номинировано в рублях, тогда как более 50% выручки – в долларах и евро. Так, по нашим оценкам, в 4К2014 рентабельность EBITDA компании по сравнению с 3К2014 увеличилась на 7,5 п.п. до 31,7%. В целом по году мы прогнозируем рост рентабельности EBITDA Северстали на 9 п.п. до 23,8%. Отметим, что Северсталь в настоящее время является самой рентабельной сталелитейной компанией не только в секторе российской черной металлургии, но и среди мировых аналогов (см. рис. 1). Мы ожидаем, что рост рентабельности и в целом позитивные финансовые результаты будут позитивно восприняты рынком.

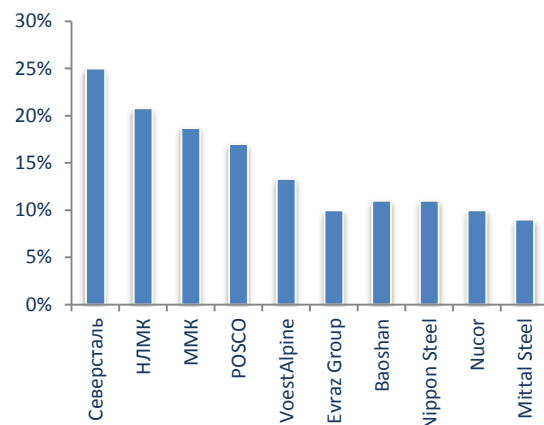
НЛМК: существенное улучшение экономики экспорта слябов. НЛМК планирует опубликовать финансовый отчет за 4К2014 и 2014 ближе к концу следующего месяца: 23-25 марта 2015 г. Тем не менее, мы не исключаем, что котировки GDR компании могут также отыгрывать позитивные ожидания, связанные с публикацией отчета Северстали. Компании работают в одном секторе, имеют схожий сортамент и примерно одинаковое валютное соотношение операционных издержек и экспортной выручки. У НЛМК есть некоторые преимущества в виде, например, отсутствия собственных мощностей по производству концентрата коксующегося угля, что позволяет компании покупать дешевый уголь на рынке. Кроме того, в текущих условиях падения курса рубля относительно доллара США и евро чрезвычайно выгодным выглядит экспорт слябов на собственные мощности в Европе и дальнейшая их переработка в продукты более высокого передела. По нашим оценкам, в 2014 г. за счет девальвации рубля рентабельность EBITDA от экспорта слябов по сравнению с 2013 г. увеличилась на 14 п.п. до 44%. При этом в целом объем экспорта увеличился почти в 2 раза до 2,3 млн т (см. таблицу 1).

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Северстали и НЛМК с коротким временным горизонтом, от нескольких дней до месяца. Мы полагаем, что ожидающиеся сильные финансовые результаты Северстали могут стать триггером роста для обеих бумаг.



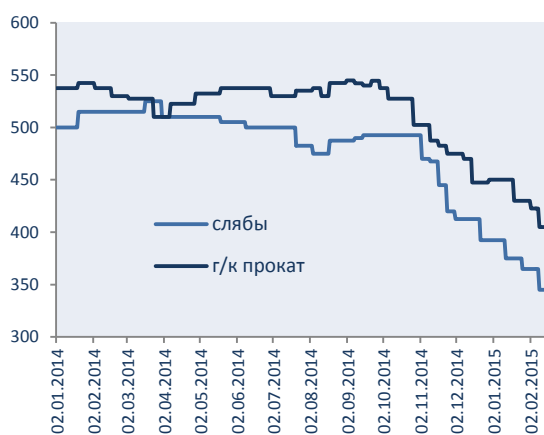
Источник: Bloomberg

Рис. 1 Рентабельность EBITDA ведущих стальных компаний, 2014П



Источник: данные компании

Рис. 2 Экспортные цены СНГ на слябы и горячекатаный прокат (СНГ, FOB Черное море), \$/т



Источник: Metal Bulletin

Таблица 1. Прогноз финансовых показателей Северстали на 4К2014 и 2014 г., \$ млн

	4Q2014E	3Q2014	Chg., %	2014E	2013	Chg., %
Revenue	2 000	2 240	-11%	9 500	13 312	-29%
EBITDA	634	543	17%	2 261	2 049	10%
Net income	350	-115	-	780	89	774%
EPS	0,43	neg.	-	1,2	0,1	1130%
<i>EBITDA margin</i>	<i>31,7%</i>	<i>24%</i>		<i>24%</i>	<i>15%</i>	
<i>Net margin</i>	<i>18%</i>	<i>-</i>		<i>8%</i>	<i>1%</i>	

Источник: данные компании, расчеты МП

Таблица 1. НЛМК: финансовые показатели экспорта слэбов, 2013-2014 гг.

	1q2014	2q2014	3q2014	4q2014E	2014E	2013	Chg., %
Cash cost, rub/t	10 500	10 710	10 924	11 143	10 819	11 100	-3%
USDRUB	35	34,9	35,8	45,5	37,8	31,9	19%
\$	300	307	305	245	286	348	-18%
Export price, \$/t	530	530	510	490	515	500	3%
EBITDA, \$/t	230	223	205	245	229	152	51%
% margin	43%	42%	40%	50%	44%	30%	14%
Slab export, Mt	0,48	0,44	0,69	0,7	2,31	1,1	110%
Revenue, \$ mn	254	233	352	343	1 183	550	115%
%		-8%	51%	-3%			
Cash cost, RUB mn	5 040	4 712	7 538	7 800	25 090	12 210	105%
Cash cost, \$ mn	144	135	211	171	661	383	73%
		-6%	56%	-19%			
EBITDA, \$ mn	110	98	141	172	522	167	212%
EBITDA margin	43%	42%	40%	50%	44%	30%	14%

Источник: данные компании, расчеты МП

Таблица 3. Сравнение российских металлургов с зарубежными аналогами, \$ млн

	Mcap	EV	EV/EBITDA		P/E	
			2014E	2015E	2014E	2015E
НЛМК	8 455	10 305	4,5	4,7	9,3	9,6
Северсталь	9 568	10 315	4,6	4,6	27,1	9,0
ММК	2 612	4 987	3,1	3,4	8,5	8,9
Распадская	616	930	1,3	1,2	-1,6	-1,9
Evrax Group	432	43 766	22,5	6,4	-0,1	-0,4
ТМК	2 391	5 991	2,8	2,8	5,5	6,0
Median			3,8	4,0	7,0	7,4
Developed markets						
Nucor	15 599	19 362	8,2	6,9	17,5	13,4
US Steel	3 835	5 979	5,1	4,4	15,5	11,5
Mittal Steel	18 797	37 652	5,2	4,7	14,1	9,4
Voestalpine	6 927	10 562	6,4	6,1	11,5	10,7
Thyssen Krupp	15 047	19 667	6,2	5,6	21,1	15,0
Nippon Steel	24 558	45 022	7,8	6,9	12,9	9,3
Median			6,3	5,8	14,8	11,1
			63%	46%		
Emerging markets						
POSCO	21 288	44 270	6,4	6,8	10,0	9,8
China Steel	13 184	20 272	10,1	9,5	19,8	18,2
Baoshan	17 430	26 559	8,0	7,2	16,8	14,3
Erdemir	6 089	6 715	6,8	6,5	10,3	9,8
Gerdau	5 824	16 656	10,0	9,2	14,6	15,0
Tata Steel	5 775	12 901	5,3	4,6	14,2	9,4
Median			7,4	7,0	14,4	12,1

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и компания «Московские партнеры» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. Компания «Московские партнеры» не обязана обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако компания имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения компании «Московские партнеры». Компания «Московские партнеры» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки (прямые или косвенные), причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.