Станислав ПИСЬМЕННЫЙ,
начальник отдела анализа долговых рынков, UFS Investment Company

В НАЧАЛЕ 2011 ГОДА МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ СЕКТОР БЫЛ ОДНИМ ИЗ САМЫХ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫХ ДЛЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ. ОБЛИГАЦИИ КОМПАНИЙ ТОРГОВАЛИСЬ СО ЗНАЧИТЕЛЬНЫМИ ПРЕМИЯМИ ПО ДОХОДНОСТИ ОТНОСИТЕЛЬНО БОНДОВ ДРУГИХ СЕКТОРОВ, ЧТО НЕ ОТРАЖАЛО ПОЗИТИВНЫХ ИЗМЕНЕНИЙ В ОТРАСЛИ, УЛУЧШЕНИЯ КРЕДИТНОГО ПРОФИЛЯ КОМПАНИЙ. БОЛЬШАЯ ЧАСТЬ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЙ К КОНЦУ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ БЫЛА РЕАЛИЗОВАНА. В ТО ЖЕ ВРЕМЯ СТАБИЛЬНЫЕ ПОЗИТИВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В СЕКТОРЕ В ТЕКУЩЕМ ГОДУ ОКАЖУТ ПОДДЕРЖКУ МНОГИМ ВЫПУСКАМ МЕТАЛЛУРГОВ, А ВОЗМОЖНОСТЬ ЗАРАБОТАТЬ ОСТАЕТСЯ КАК НА ВТОРИЧНОМ, ТАК И НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ.

Дмитрий НАЗАРОВ,
главный аналитик
UFS Investment Company

Звон металла

ТЕНДЕНЦИИ В ОТРАСЛИ

Для металлургической отрасли 2011 год стал периодом стабилизации после сильного спада в 2009 году и бурного роста в 2010-м. Слабое восстановление развитых экономик, замедление экономического роста в развивающихся странах, связанного в том числе и с ужесточением монетарной политики, привели к снижению темпов роста потребления, производства и цен на металлопродукцию. По данным World Steel Association, за первые шесть месяцев 2011 года производство стали выросло всего на 7.57% относительно первого полугодия 2010 года. Для сравнения: в 2010 году рост производства стали составил 16.7%, достигнув в абсолютном выражении уровня в 1413.6 млн тонн. Бурный рост развивающихся экономик, в особенности азиатских, стал основным драйвером восстановления сектора в 2010 году.

Другой характерной тенденцией сектора в 2010–2011 гг. стало увеличение доли развивающихся стран в производстве и потреблении металлургической продукции. Мировое лидерство по производству и потреблению стали сохранил Китай. Его доля в потреблении стали в мире составила 44.9%, а в мировом производстве — 44.3%. Строительный бум в Китае по-прежнему делает сталелитейный сектор привлекательным для держателей российских облигаций. Интересно, что, по данным Bloomberg, спрос со стороны Китая привел к росту российских экспортных цен на сталь на 27%, тогда как нефть, основной источник экспортной выручки РФ, подорожала лишь на 19%.

С начала текущего года цена на сталь в среднем выросла на 8.4%, хотя в прошлом году рост цены составил 16.1%. Среднемировая цена на железную руду за первые шесть месяцев 2011 года увеличилась всего на 0.4%, до $176 за тонну, тогда как в прошлом году рост составил 51.3%.

Более быстрый рост цен на сталь по сравнению с сырьем, то есть железной рудой, может позитивно отразиться на рентабельности металлургических компаний в этом году.

За первое полугодие 2011 года рост производства в России замедлился, что соответствует среднемировым тенденциям. Производство стали за этот период выросло на 4.9%, тогда как его рост в 2010 году составил 11.7%, достигнув 67 млн тонн. За 2010 год потребление стали в России выросло почти на 44% — это один из самых высоких темпов роста в мире, и составило 35.7 млн тонн. Россия по-прежнему занимает пятое место в мире по объемам произведенной стали с долей в 4.7%.

Уже ясно, что по итогам 2011 года темпы роста производства и потребления металлургической продукции снизятся. Мы полагаем, что мировое производство стали в 2011 году вырастет не более чем на 6–7%. В связи с этим рост цен на стальную продукцию не превысит 11–12%.

Тем не менее Россия останется в числе мировых лидеров по росту потребления металлопродукции главным образом за счет роста спроса со стороны государства и госкомпаний в преддверии проведения зимних Олимпийских игр, чемпионата мира по футболу и других масштабных спортив-

ных мероприятий. Кроме того, в текущем году продолжат восстанавливаться отрасли строительства и автомобилестроения. Рост потребления стали в России за год может составить 15–20%. В этих условиях извлечь наибольшую выгоду смогут компании, которые имеют наибольшую долю продаж в России. В первую очередь ММК и НЛМК. Мы прогнозируем, что рост цен в России на основные виды металлопродукции в среднем не превысит 20–25% по итогам года.

КОМПАНИИ: ВОССТАНОВЛЕНИЕ СОСТОЯЛОСЬ, УСТОЙЧИВЫЙ РОСТ ВПЕРЕДИ

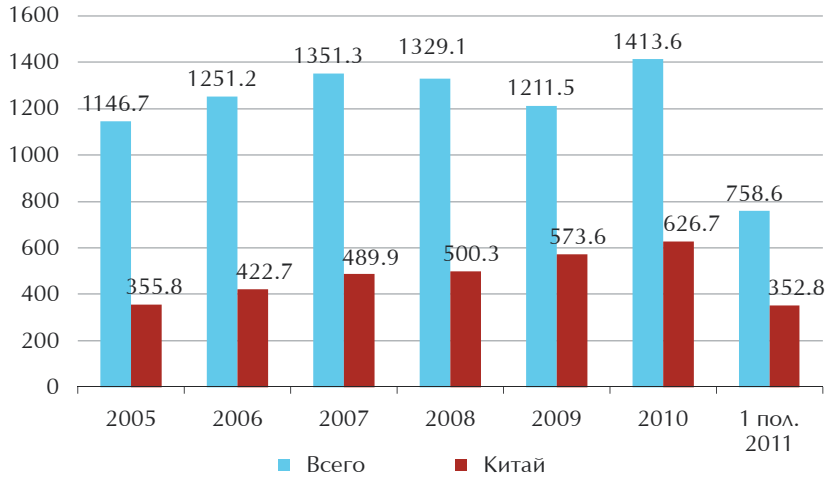
Все крупнейшие российские металлургические компании смогли извлечь выгоду из крайне благоприятной рыночной коньюнктуры в 2010 году. Растущий спрос и цены на продукцию металлургов позволили многим представителям отрасли увеличить операционные и финансовые результаты. Восстановление в секторе было настолько бурным, что у большинства компаний динамика выручки напоминала латинскую V. Правда, ни одной компании так и не удалось в 2010 году достичь показателей выручки и EBITDA, которые они получили в 2008-м.

У всех эмитентов рост выручки превысил рост затрат, что позволило значительно увеличить операционную прибыль. Рост показателя EBITDA в 2010 году составил от 40.9% у ММК до 198% у «Металлоинвеста». Как и в предыдущие годы, наиболее рентабельным сегментом деятельности компаний был горнодобывающий сектор. По этой причине его вклад в EBITDA компаний, как правило, оказывался больше, чем сталелитейный.

Рост денежных потоков от операционной деятельности позволил металлургическим компаниям значительно улучшить их финансовую устойчивость и кредитное качество. Не все эмитенты осуществили это за счет снижения абсолютной величины долга. Так, у «Мечела», НЛМК и ММК совокупный долг вырос. Наиболее финансово устойчивым по итогам 2010 года оказался НЛМК, чей коэффициент чистый долг/EBITDA составил 0.8. Хуже остальных компаний выглядел «Мечел», который продолжал осуществлять масштабную инвестиционную программу и был вынужден занимать. В результате коэффициент чистый долг/EBITDA оказался на уровне 3.46.

В 2011 году благоприятные условия деятельности продолжили позитивно влиять на денежные потоки и финансовое состояние компаний. В то же время темпы роста выручки и EBITDA замедлились относительно 2010 года. Так, если в 2010 году выручка «Северстали» выросла на 41.5%, то за первый квартал текущего года рост составил 35.9%. У «Евраза» рост выручки в 2010 году находился на уровне 37.1%, а в первом квартале 2011 года произошло замедление до 31%. Такая тенденция связана как с сокращением темпов роста цены на сталь в текущем году, так и с более скромными темпами роста производства. Хотя операционные показатели большинства компаний в 2011 году продолжили расти. Например, объем производства ОАО «Северсталь» увеличился на 5% по сравнению с тем же периодом прошлого года (7.1 млн тонн) и превысил 7.52 млн тонн. За первое полугодие 2011 года ММК произвел 5.884 млн тонн стали, что на 3% больше, чем год назад. Выпуск чугуна во втором квартале вырос на 5%, до 4.78 млн тонн, а товарной металлопродукции — на 3%, до 5.234 млн тонн. Подобный рост в районе 3–5% характерен и для других компаний.

Наибольший прирост выручки в первом квартале 2011 года относительно предыдущего периода показал «Металлоинвест». Его выручка увеличилась на 64.5%, до $2488.2 млрд. Этот же эмитент оказал-



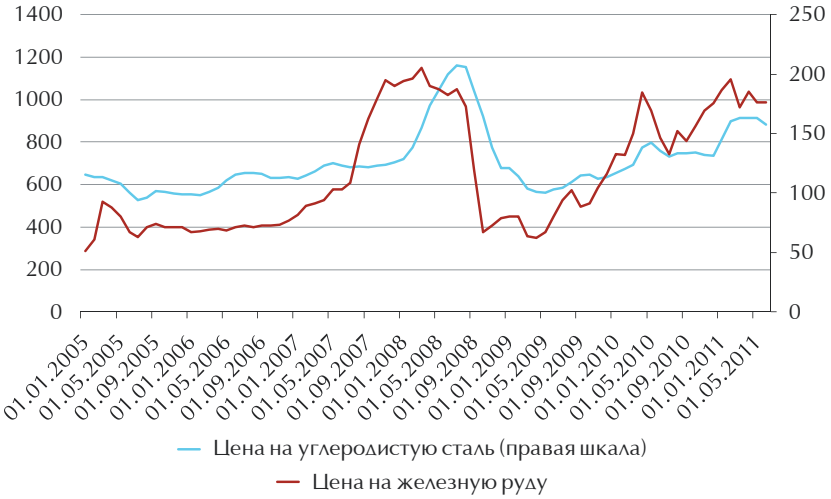
Источник: WSA

Рисунок 1

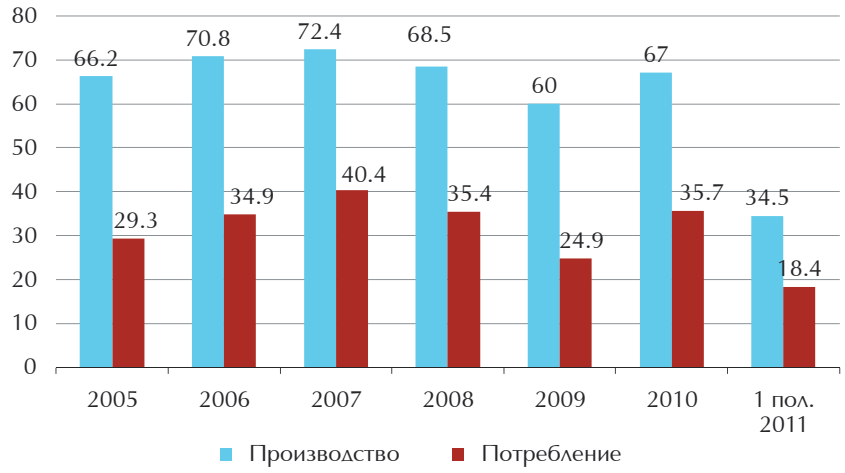
Мировое производство стали, млн тонн

Рисунок 2

Динамика цены на железную руду и углеродистую сталь, $/тонну



Источники: Bloomberg, MEPS



Источник: WSA

Рисунок 3

Производство и потребление стали в России, млн метрических тонн

ся лидером по росту показателя EBITDA, который увеличился на 153.5% и достиг уровня $933 млн. Наименьшие показатели роста продемонстрировало ОАО «Кокс», выручка которого увеличилась на 18.7%, а показатель EBITDA вырос на 11.5%. Это связано с медленным ростом цен на чугун, доля продаж которого в выручке компании является наибольшей.

В 2011 году продолжила расти и операционная рентабельность. Наиболее прибыльным в металлургическом секторе оказался «Металлоинвест». Его рентабельность по EBITDA достигла 37.8%. Аналогичный показатель у «Северстали» достиг 25%, у «Евраза» —19%, а у «Мечела» — 19.3%.

В текущем году компании продолжили активно рефинансировать старые долговые обязательства, а некоторые — наращивать долг. В частности, лишь у «Северстали» в первом квартале 2011 года общий долг снизился на 9%. Для большинства же компаний его величина либо почти не изменилась («Евраз»), либо выросла («Мечел», НЛМК, ММК и «Кокс»). Это привело к тому, что у отдельных эмитентов кредитные метрики ухудшились относительно начала года. Например, коэффициент чистый долг/EBITDA у ММК вырос с 1.88 на начало года до 2.32 — к концу первого квартала 2011 года, а у ОАО «Кокс» за аналогичный период этот коэффициент увеличился с 2.02 до 3.08. Лишь у «Северстали» и у «Металлоинвеста» в 2011 году продолжает наблюдаться улучшение коэффициентов покрытия долга: чистый долг/EBITDA компаний снизился до 1.02 к концу первого квартала текущего года. Наименьшая финансовая устойчивость по итогам первого квартала 2011 года остается у «Мечела»: доля долга в активах составляет около 47%, а коэффициент чистый долг/EBITDA находится на уровне 3.5. Совокупный долг «Мечела» с начала года вырос на 16% и с учетом масштабной инвестиционной программы, вероятно, продолжит расти.

Рост денежных потоков и стабилизация финансового состояния компаний в 2010-м и первой половине 2011 года нашли отражение в действиях рейтинговых агентств. В частности, в текущем году были повышены рейтинги «Северстали», НЛМК и ММК. Агентство Moody's повысило рейтинг «Северстали» до Ba2, агентство S&P — до BB. Пока отстает Fitch, который оценивает рейтинг компании на уровне BB-. Впрочем, мы полагаем, что до конца года он также будет повышен. По всем рейтингам сохранен стабильный прогноз.

Рейтинг НЛМК благодаря улучшению кредитных метрик компании повышен до уровня BBB- от S&P и Fitch и соответствующего Baa3 от Moody's со стабильным прогнозом.

В мае 2011 года агентство Fitch повысило рейтинг ММК до BB+. В ближайший квартал мы ожидаем аналогичного повышения от Moody's, рейтинг которого пока на две ступени ниже, чем от Fitch, но не пересматривался с середины 2010 года.

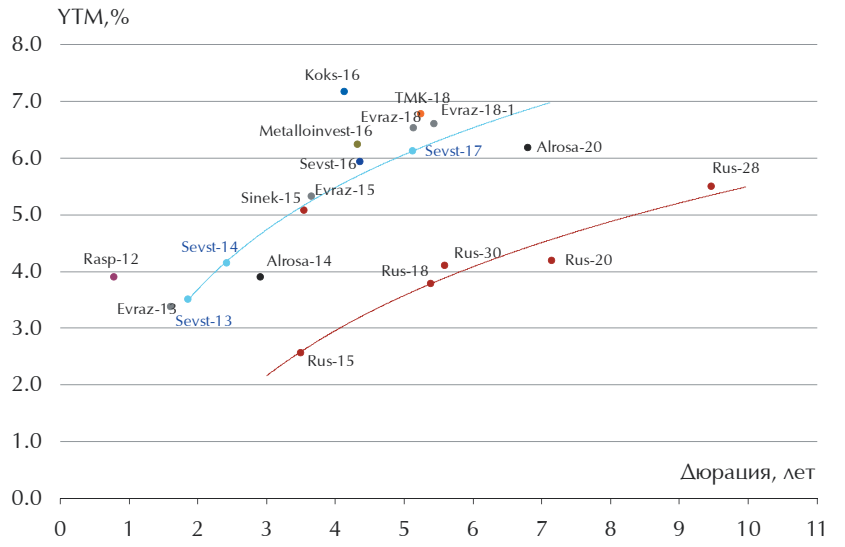
До конца года также вероятно повышение рейтингов «Евраза», в особенности от Moody's, рейтинг от которого (B2) ниже рейтинга от Fitch на две ступени.

Мы не ожидаем в этом году изменения рейтингов «Мечела» и «Кокса», долговая нагрузка которых растет, а также «Металлоинвеста», осуществившего крупный еврооблигационный заем.

Операционные денежные потоки компаний продолжат расти. В то же время реализация масштабных инвестиционных программ, вероятно, приведет к росту долговой нагрузки некоторых эмитентов, в особенности «Мечела», ММК и НЛМК. Однако существенного ухудшения или улучшения финансовой устойчивости не произойдет. Стабильность станет основной характеристикой сектора в 2011 году.

Рисунок 4

Рынок еврооблигаций металлургического сектора на начало августа 2011 года



ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ В МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОМ СЕКТОРЕ

Еврооблигации

В настоящее время мы выделяем на рынке евробондов несколько наиболее интересных выпусков. Во-первых, евробонд «Металлоинвест-16», который торгуется с премией к кривой доходности «Северстали» на уровне 50 б.п. Несмотря на более скромные масштабы бизнеса «Металлоинвеста» по сравнению с «Северсталью», по кредитным метрикам он близок к «Северстали». Мы полагаем, что указанный спред не должен превышать 10–15 б.п., учитывая то, что недавний выпуск евробондов — дебютное появление «Металлоинвеста» на международном публичном рынке. Данный факт предполагает потенциал роста цены от текущих уровней около 1 п.п.

По-прежнему с премией к собственной кривой доходности торгуется и недавно размещенный выпуск «Северсталь-16». Премия составляет порядка 20 б.п., и по нашим прогнозам исчезнет в ближайшее время. Рост цены может составить 1–1.3%. В целом выпуски «Северстали» могут показать небольшой рост до конца года. Сейчас спред между кривой доходности «Северстали» и суверенной кривой России составляет около 230 б.п., хотя в мае находился на уровне 170 б.п. Мы полагаем, что справедливое значение должно составлять около 200 б.п. Поэтому снижение в 30 б.п. вполне вероятно.

Небольшой потенциал остается и в выпуске «Кокс-16», который с момента размещения в мае этого года уже вырос на 2.1%. Евробонд торгуется с доходностью 7.3%. Сейчас это наибольшая доходность в металлургическом секторе на рынке евробондов, и мы не исключаем снижения до 6.9–7%, что соответствует росту цены на уровне 0.8–1.0 п.п.

До конца текущего года бума размещений на рынке евробондов ждать не стоит. За семь месяцев 2011 года уже было выпущено евробондов на сумму $2950 млрд, а за тот же период прошлого года — $412.5 млн. Можно ожидать нового выпуска евробондов от ММК на $200–300 млн.

Рублевые облигации

Компании металлургического сектора широко представлены на рублевом долговом рынке. Многие из них имеют длительную историю заимствований. С учетом высокого спроса на бумаги данных эмитентов, наличия их облигаций в Ломбардном списке Банка России они в наибольшей степени отражают реалии текущего рынка. Поэтому в настоящий момент практически все выпуски оценены справедливо с учетом их кредитных метрик и присвоенных им рейтингов. Однако стоит отметить, что бумаги «Евраза» на дальнем конце кривой торгуются с премией в 20 б.п. к кривой «Мечела». При этом рейтинг «Евраза» от агентства Fitch — BB-, а аналогичный рейтинг «Мечела» от Moody's, -B1, находится на одну степень ниже. Кроме того, на наш взгляд, текущий спред между кривыми бумаг «Евраза» и «Северстали» в 80–90 б.п. также слишком завышен. С учетом разницы в кредитных рейтингах от S&P и схожих рейтингах от Fitch мы считаем, что справедливая премия выпусков «Евраза» к бумагам «Северстали» с поправкой на дюрацию должна составлять не более 20–30 б.п. Следовательно, выпуски «Евраза»: «Сибметинвест», 01, 02; «ЕвразХолдинг Финанс», 02, 04 — имеют в среднесрочной перспективе потенциал снижения доходности в пределах 50–60 б.п., или 1–1.5 фигуры по стоимости.

Кроме того, на текущий момент некоторые выпуски металлургов торгуются с премией к собственным кривым, в связи с чем можно говорить о краткосрочном инвестиционном потенциале бумаг. Так, выпуски НЛМК, БО-06, «Северсталь», БО-02, ММК, БО-04 имеют потенциал снижения доходности в районе 20 б.п.

На начало августа зарегистрированы следующие программы рублевых облигаций рассматриваемых нами эмитентов: два выпуска биржевых облигаций «Северстали» на 15 млрд руб., восемь выпусков биржевых облигаций ММК на общую сумму 40 млрд руб., 12 серий биржевых облигаций «Мечела» на 35 млрд руб., а также четыре биржевых займа НЛМК на общую сумму в 25 млрд руб. Поэтому в случае сохранения благоприятной ситуации на долговом рынке осенью-зимой текущего года мы ожидаем существенного предложения нового долга на первичном рублевом рынке со стороны компаний металлургического сектора.

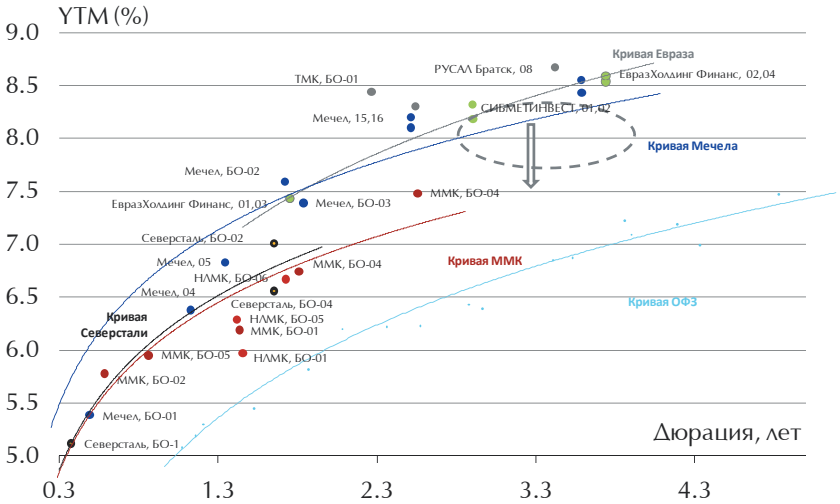


Рисунок 5

Рынок рублевых облигаций металлургического сектора на начало августа 2011 года

ОПЕРАЦИОННЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ КОМПАНИЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОГО СЕКТОРА ПРОДОЛЖАТ РАСТИ. В ТО ЖЕ ВРЕМЯ РЕАЛИЗАЦИЯ МАСШТАБНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОГРАММ, ВЕРОЯТНО, ПРИВЕДЕТ К РОСТУ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ НЕКОТОРЫХ ЭМИТЕНТОВ, В ОСОБЕННОСТИ «МЕЧЕЛА», ММК И НЛМК