

Горно-металлургический комплекс

Постепенное восстановление объемов производства и падение фондового рынка рождают интересные инвестиционные идеи

13 июля 2010 г.

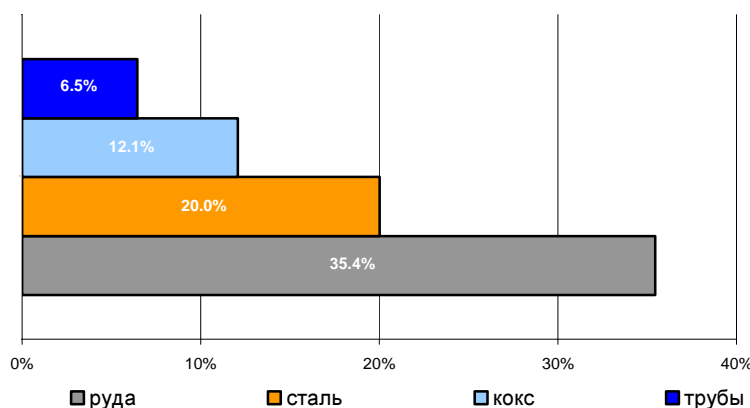
Виталий Горовой, gorovoy@ufc-capital.com

Металлургия

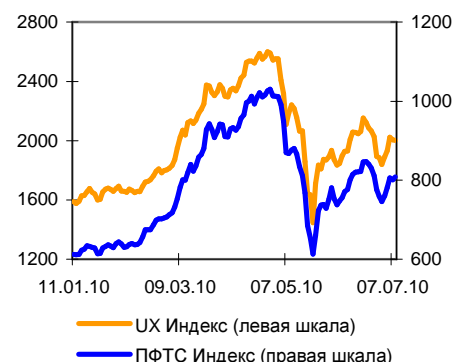
Украинские предприятия горно-металлургического комплекса (ГМК) в январе-июне 2010 г. нарастили производство основных видов металлургической продукции на 7-35% по сравнению с аналогичным периодом 2009 г. Тем не менее, стоит отметить некоторое снижение темпов роста в производстве продукции украинскими металлургами в июне по сравнению с апрелем и маем 2010 г. Основной причиной снижения остаются высокие цены на железорудное сырье и уменьшившийся спрос на готовую металлопродукцию.

- ▶ Мы считаем, что по результатам 2010 г. компании ГМК имеют неплохие шансы достичь запланированных объемов производства. В первую очередь, на руку украинским металлургам сыграет тот факт, что в начале 2010 г. большинство из них, под влиянием кризисных 2008-2009 гг. оглашало достаточно умеренные плановые показатели. Кроме того, ряд сделок M&A, произошедших в последнее время в украинском ГМК способен уже в ближайшее время улучшить результаты крупнейших компаний.
- ▶ В мае 2010 г. украинский фондовый рынок обвалился на 44%. По состоянию на открытие торгов 12 июля 2010 г. значение UX индекса составляло лишь 76% от пиковых уровней апреля 2010 г. Общее падение рынка увеличило количество инвестиционных идей в металлургии.
- ▶ Мы переоценили справедливые стоимости акций 20 компаний ГМК, обращающихся на украинском фондовом рынке. По результатам этой переоценки мы рекомендуем 11 компаний ГМК в качестве инвестиционных идей.

Рост производства некоторых видов металлургической продукции, 6 месяцев 2010 г. к 6 месяцам 2009 г., %



Динамика основных украинских фондовых индексов



Количество рассмотренных компаний по секторам

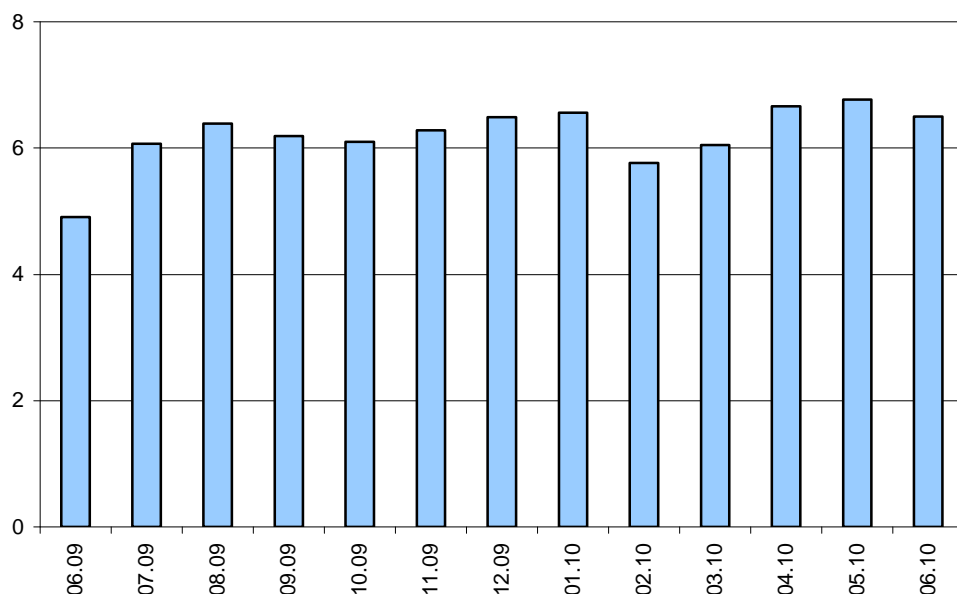
Железная руда	4
Сталь	10
Кокс	3
Трубы	3

Распределение рекомендаций

ПОКУПАТЬ	11
в т.ч. ПОКУПАТЬ (высокий риск)	1
ДЕРЖАТЬ	5
ПРОДАВАТЬ	4

Железная руда

Производство железной руды в Украине, млн. т



Источники: Интерфакс-Украина, Украинские новости, расчеты UFC Capital.

Украинские производители железной руды в июне 2010 г. снизили объемы добычи на 4% по сравнению с маем. В то же время по сравнению с июнем прошлого года рост составил 33%. Для данного рынка по-прежнему наиболее благоприятным фактором является глобальный переход крупнейших производителей с годовых контрактов на квартальные.

В соответствии с прогнозом ГП «Держзовнишинформ», по результатам 2010 г. производство железной руды украинскими компаниями ожидается на уровне 63.2 млн. т (по результатам первого полугодия уже произведено 60% от этого объема), при этом 11.5 млн. т будет экспортировано.

Объемы производства железного концентрата некоторыми компаниями

Тиккер	Название компании	Январь-июнь 2009 г., тыс. т	Январь-июнь 2010 г., тыс. т	Изменение, %
CGOK	Центральный ГОК	2 104	3 022	43.6%
PGOK	Полтавский ГОК	4 689	4 499	17.3%
PGZK	Южный ГОК	2 831	4 399	55.4%
SGOK	Северный ГОК	6 249	7 321	17.2%

Источники: Интерфакс-Украина, Украинские новости, расчеты UFC Capital.

Рекомендации по некоторым компаниям сектора

Центральный ГОК (CGOK)

- Компания является единственным ГОКом в Украине, одновременно использующим открытый и подземный способы добычи руды.
- Практически весь объем произведенных окатышей реализуется меткомбинату «Азовсталь». Железорудный концентрат реализуется в Украине и за рубежом почти в равных долях.
- Проблем с сырьем комбинат не испытывает, так как на его поставки заключены долгосрочные договора (в большинстве случаев – с аффилированными структурами).

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$0.59
Справедливая цена: \$0.95
Потенциал роста: 60%

Полтавский ГОК (PGOK)

- Крупнейший в Украине производитель железорудных окатышей.
- Компания экспортирует около 90% своей продукции.
- Основным акционером Полтавского ГОКа является швейцарская Ferrexpo AG, которой, в свою очередь, владеет британская Ferrexpo Plc., котируемая с июня 2007 г. на основной площадке Лондонской фондовой биржи.

ДЕРЖАТЬ

Текущая цена: \$5.13
Справедливая цена: \$6.56
Потенциал роста: 28%

Южный ГОК (PGZK)

- Производственные мощности компании устарели как морально, так и физически. На протяжении последних лет руководство комбината неоднократно заявляло о планируемой модернизации, однако реальных шагов этом направлении, по сути, не было.
- Компания находится в сфере влияния Evraz и Smart-груп.
- В соответствии с информацией руководства компании, по состоянию на конец первого квартала 2010 г., ГОК работал на 40% от проектной мощности.

ПРОДАВАТЬ

Текущая цена: \$0.80
Справедливая цена: \$0.33
Потенциал роста: -58%

Северный ГОК (SGOK)

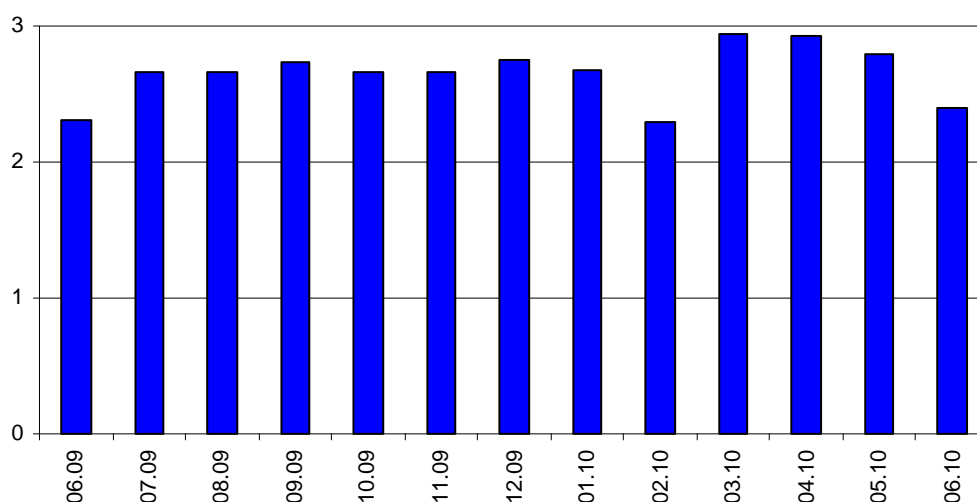
- Комбинат производит около 45% железорудных окатышей и около 20% железорудного концентрата от общего объема производимой в Украине продукции.
- Более 90% произведенного концентрата комбинат экспортирует.
- Комбинат является одним из крупнейших ГОКов Европы. Фактическая мощность его карьеров по добыче руды достигает 30 млн. т в год.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$1.16
Справедливая цена: \$1.54
Потенциал роста: 32%

Сталь

Производство стали в Украине, млн. т



Источники: Интерфакс-Украина, Украинские новости, расчеты UFC Capital.

Украинские сталелитейные компании в июне 2010 г. снизили объемы производства на 14% по сравнению с маем. По сравнению с июнем прошлого года рост составил 4%.

ГП «Держзвонишинформ» прогнозирует, что по результатам 2010 г. металлургические предприятия Украины нарастят выплавку стали на 12.5% по сравнению с 2009 г. – до 33.6 млн. т (по результатам первого полугодия 2010 г. произведено 48% этого объема), проката – на 17.7% до 31.5 млн. т, чугуна – на 12.7% до 28.9 млн. т.

Объемы производства стали некоторыми компаниями

Тиккер	Название компании	Январь-июнь 2009 г., тыс. т	Январь-июнь 2010 г., тыс. т	Изменение, %
AZST	Азовсталь	1 879	2 870	52.7%
ALMK	Алчевский металлургический комбинат	1 769	1 626	-8.1%
DMKD	Днепропетровский металлургический комбинат им. Дзержинского	1 760	1 444	-18.0%
DMZP	Днепропетровский металлургический завод им. Петровского	484	488	0.8%
DNSS	Днепрспецсталь	105	181	72.6%
DOMZ	Донецкий металлургический завод	262	295	12.6%
ENMZ	Енакиевский металлургический завод	1 157	1 265	9.3%
KSTL	ArcelorMittal Кривой Рог	2 294	3 070	33.8%
MMKI	ММК им. Ильича	1 898	2 686	41.5%
ZPST	Запорожсталь	1 598	1 645	2.9%

Источники: Интерфакс-Украина, Украинские новости, расчеты UFC Capital.

Рекомендации по некоторым компаниям сектора

Азовсталь (AZST)

- На комбинате организован полный замкнутый металлургический цикл.
- Завод выпускает около 15% стальной продукции Украины и является монополистом в производстве железнодорожных рельсов широкой колеи и рельсовых накладок.
- В декабре 2008 г. завод полностью отказался от использования газа в доменном производстве. В качестве топлива «Азовсталь» в настоящее время использует кокс.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$0.35
Справедливая цена: \$0.58
Потенциал роста: 67%

Алчевский металлургический комбинат (ALMK)

- Известные бенефициары компании не владеют добывающими предприятиями, поэтому комбинат вынужден подписывать долгосрочные контракты на поставку сырья с поставщиками из конкурирующих групп.
- Завод является монополистом в Украине по производству толстого нержавеющей листа и стального двухслойного листа.
- До лета 2011 г. компания намерена ввести в эксплуатацию газотурбинную станцию, установку вдувания пылеугольного топлива и доменную печь №2.

ДЕРЖАТЬ

Текущая цена: \$0.022
Справедливая цена: \$0.028
Потенциал роста: 26%

Днепропетровский металлургический комбинат им. Дзержинского (DMKD)

- Компания занимает монопольное положение на рынках широкополосной универсальной стали и профилей.
- Комбинат является единственным в Украине поставщиком катаной осевой заготовки для железнодорожного транспорта, шпунтовых свай и контактных рельсов для метрополитена.
- Около половины продукции компании реализуется в Украине, остальная ее часть экспортируется.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$0.06
Справедливая цена: \$0.08
Потенциал роста: 36%

Днепропетровский металлургический завод им. Петровского (DMZP)

- Завод является важным поставщиком предприятиям СНГ проката для автомобильной промышленности, трамвайных рельсов, периодических профилей для лемехов, профилей для вагоностроения, бронефутеровки.
- Производимые заводом рельсы не имеют аналогов в мировом масштабе.
- Компания не аффилирована с добывающими предприятиями, поэтому вынуждена подписывать контракты на поставку сырья с компаниями конкурирующих групп.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$0.06
Справедливая цена: \$0.10
Потенциал роста: 76%

Днепрспецсталь (DNSS)

- У компании еще в конце весны 2010 г. возникли проблемы с вывозом отходов. Ранее используемый для этих целей участок был захвачен рейдерами. До решения вопроса с вывозом промышленных отходов компания терпит убытки.
- Завод является одним из лидеров специальной металлургии стран СНГ.
- Основная продукция – сортовой прокат и поковка из специальных марок стали.

ПРОДАВАТЬ

Текущая цена: \$193
Справедливая цена: \$111
Потенциал роста: -43%

Донецкий металлургический завод (DOMZ)

- Компания специализируется на выпуске горячекатаного листа, изготовленного из углеродных, легированных конструкционных марок стали.
- В июне 2010 г. завод остановил домны и временно прекратил производство чугуна. В компании объясняют данный шаг отсутствием спроса на производимый заводом чугун. Отметим, что завод экспортирует более половины выпускаемой продукции и сильно зависит от мировой конъюнктуры. Рыночная стоимость акции завода (\$0.011) по нашему мнению является крайне низкой, поэтому в случае восстановления спроса, акции имеют неплохой потенциал роста.
- Акции завода являются низколиквидными, однако, в случае повышения ликвидности украинского фондового рынка, по нашему мнению они имеют неплохие шансы стать одними из лидеров роста.

ПОКУПАТЬ

(высокий риск)
Текущая цена: \$0.011
Справедливая цена: \$0.045
Потенциал роста: 330%

Енакиевский металлургический завод (ENMZ)

- Компания в производстве стали не использует устаревший мартеновский способ. Данное преимущество особенно актуально в условиях постоянного роста цен на природный газ.
- Около 90% произведенной продукции завод экспортирует.
- К 2015 г. компания планирует использовать пылеугольное топливо на всех чугуноплавильных печах.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$22.7
Справедливая цена: \$38.7
Потенциал роста: 71%

ArcelorMittal Кривой Рог (KSTL)

- Завод специализируется на производстве арматурной стали и катанки из обычных и низколегированных марок стали, а также производит агломерат, концентрат, кокс, чугун, сталь, сортовой и фасонный прокат.
- Компания проиграла ряд исков в украинских судах по обвинению в невыполнении условий договоров, в соответствии с которыми ее обязали выплатить более \$50 млн. представителям украинской группы «Приват».
- По нашему мнению позиции завода на украинском рынке достаточно сильны, однако его акции значительно переоценены рынком.

ПРОДАВАТЬ

Текущая цена: \$1.31
Справедливая цена: \$0.36
Потенциал роста: -73%

ММК им. Ильича (ММКИ)

- Проблему с отсутствием гарантированных поставок сырья руководство завода решило подписанием долгосрочного (на 25 лет) контракта с группой «Метинвест».
- На собрании акционеров комбината, состоявшемся 1 июля 2010 г., было принято решение в 3.7 раза увеличить уставный капитал компании и допустить в число акционеров группу «Метинвест», которая таким образом сможет сконцентрировать 75% акций комбината.
- Комбинат производит около 12% выпускаемого в Украине проката, около 15% от общего объема произведенной стали и около 14% производимого в Украине чугуна.

ДЕРЖАТЬ

Текущая цена: \$0.41
Справедливая цена: \$0.43
Потенциал роста: 4%

Запорожсталь (ZPST)

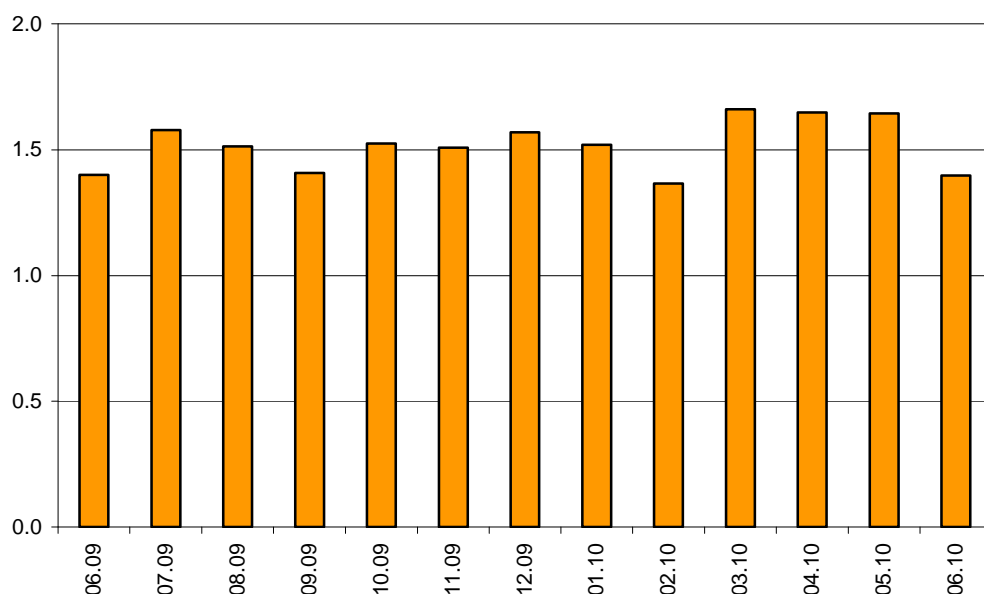
- Комбинат сильно зависит от поставок железорудного сырья, поскольку не имеет собственных источников сырья.
- Объявленный компанией в 2008 г. переход с мартеновского на конвертерное производство стали до 2012 г. откладывается. Руководство завода достигло договоренности с Запорожским областным советом продлить эксплуатацию мартеновских печей до 2017 г.
- Продажа около 50% акций компании весной 2010 г. была оспорена в лондонском суде. Ожидается, что делопроизводство будет длиться около года.

ПРОДАВАТЬ

Текущая цена: \$0.82
Справедливая цена: \$0.28
Потенциал роста: -66%

Кокс

Производство кокса в Украине, млн. т



Источники: Интерфакс-Украина, Украинские новости, расчеты UFC Capital.

Украинские производители кокса в июне 2010 г. снизили объемы производства на 15% по сравнению с маем. В июне 2009 г. было произведено такое же количество кокса, как в июне 2010 г. (2.4 млн. т). В ГП «Держзовнишинформ» ожидают, что по результатам 2010 г. производство достигнет 18.9 млн. т (по результатам первого полугодия 2010 г. произведено 49% этого объема). При этом на экспорт будет отправлено 1.1 млн. т.

Объемы производства кокса некоторыми компаниями

Тиккер	Название компании	Январь-июнь 2009 г., тыс. т	Январь-июнь 2010 г., тыс. т	Изменение, %
AVDK	Авдеевский коксохимический завод	1 252	1 589	26.9%
ALKZ	Алчевский коксохимический завод	1 660	1 637	-1.4%
YASK	Ясиновский коксохимический завод	710	778	9.6%

Источники: Интерфакс-Украина, Украинские новости, расчеты UFC Capital.

Рекомендации по некоторым компаниям сектора

Авдеевский коксохимический завод (AVDK)

- Завод производит около 20% украинского кокса.
- В результате ожидаемого вхождения группы «Метинвест» в уставный капитал ММК им. Ильича, Авдеевский коксохим может полностью переориентироваться на внутренний рынок сбыта.
- На балансе компании находится контрольный пакет «Краснодонугля», являющегося основным поставщиком сырья заводу.

ДЕРЖАТЬ

Текущая цена: \$1.63

Справедливая цена: \$1.65

Потенциал роста: 1%

Алчевский коксохимический завод (ALKZ)

- Завод специализируется на производстве каменноугольного доменного кокса, смолы, угольной шихты, бензола и сульфата аммония.
- Практически всю произведенную продукцию в последнее время завод реализовал на внутреннем рынке.
- Существующий на внутреннем рынке дефицит кокса будет одним из основных факторов, способствующих росту доходов компании в текущем году по сравнению с предыдущим.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$0.06

Справедливая цена: \$0.14

Потенциал роста: 158%

Ясиновский коксохимический завод (YASK)

- Компания производит каменноугольный, доменный, низкозернистый и литейный кокс, коксовый орешек и коксовую мелочь, а также большую гамму коксохимических продуктов.
- Завод не имеет проблем с поставками коксующегося угля, поскольку основной его поставщик – шахта «Красноармейская-Западная №1» – является аффилированной структурой.
- В результате ожидаемого приобретения группой «Метинвест» 75% ММК им. Ильича, завод может переориентироваться на экспортные продажи.

ПОКУПАТЬ

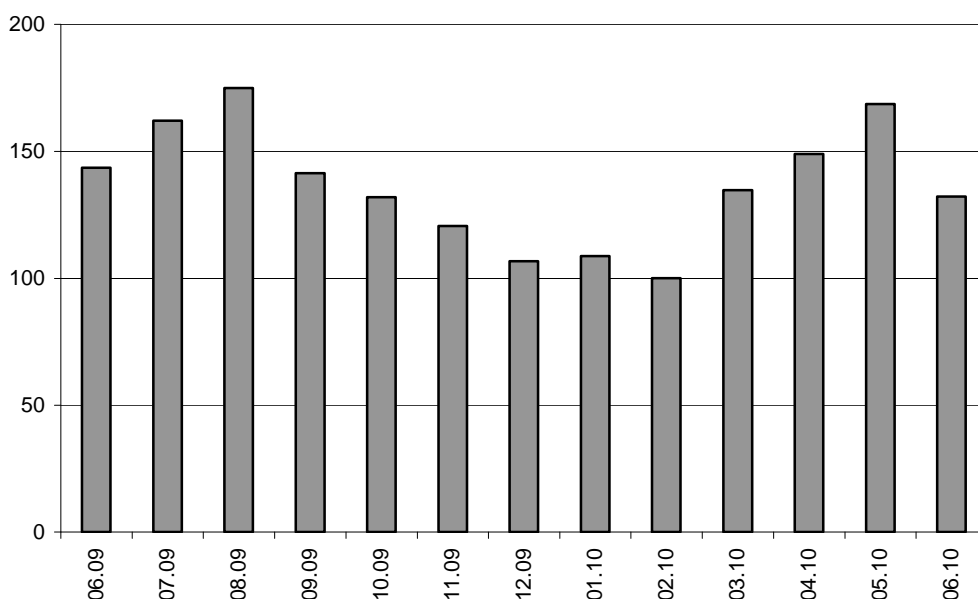
Текущая цена: \$0.43

Справедливая цена: \$1.05

Потенциал роста: 142%

Трубы

Производство труб в Украине, тыс. т



Источники: Интерфакс-Украина, Украинские новости, расчеты UFC Capital.

Украинские производители труб в июне 2010 г. снизили объемы производства на 22% по сравнению с маем. По сравнению с июнем 2009 г. снижение составило 8%. Хорошей возможностью увеличения сбыта украинских трубок выглядит оглашенное «Газпромом» (РФ) увеличение объема закупок труб на 700 тыс. т.

Объемы производства труб некоторыми компаниями

Тиккер	Название компании	Январь-июнь 2009 г., тыс. т	Январь-июнь 2010 г., тыс. т	Изменение, %
HRTR	Харцызский трубный завод	303	104	-65.5%
NITR	Интерпайп Нижнеднепровский трубопрокатный завод	96	164	70.2%
NVTR	Интерпайп Новомосковский трубный завод	53	82	56.6%

Источники: Интерфакс-Украина, Украинские новости, расчеты UFC Capital.

Рекомендации по некоторым компаниям сектора

Харцызский трубный завод (HRTR)

- Завод производит более 500 типоразмеров стальных электросварных прямошовных труб большого диаметра для магистральных газопроводов и нефтепроводов.
- Производственные мощности завода составляют около 1.6 млн. т труб в год, в том числе 665 тыс. т труб с антикоррозионным покрытием.
- Российский «Газпром» объявил об ожидаемом увеличении заказов труб большого диаметра на 700 тыс. т до конца 2010 г. Мы ожидаем, что, по крайней мере, часть этого заказа будет получена Харцызским трубным заводом.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$0.16
Справедливая цена: \$0.33
Потенциал роста: 112%

Интерпайп Нижнеднепровский трубопрокатный завод (NITR)

- Основная продукция завода – стальные бесшовные и сварные трубы с диаметром 152-530 мм.
- Около 50% продукции предприятия реализуется в странах СНГ (прежде всего, в РФ), около 30% продается на внутреннем рынке.
- Проблемой, с которой завод сталкивается при импорте своей продукции, является введение рядом стран антидемпинговых пошлин. По нашему мнению, акции завода значительно переоценены рынком.

ПРОДАВАТЬ

Текущая цена: \$1.32
Справедливая цена: \$0.34
Потенциал роста: -74%

Интерпайп Новомосковский трубный завод (NVTR)

- Производственные мощности завода превышают 430 тыс. т. стальных электросварных труб.
- В конце 2008 г. материнская структура Interpipe Limited подписала договор с заводом о предоставлении кредита на €200 млн. Кредит предоставлен без залога до 2018 г.
- Компания активно диверсифицирует поставщиков сырья. В настоящее время большая часть сырья закупается у российских, украинских и восточно-европейских компаний.

ДЕРЖАТЬ

Текущая цена: \$0.37
Справедливая цена: \$0.43
Потенциал роста: 16%

Потенциал роста акций некоторых компаний горно-металлургического комплекса

Тиккер	Название компании	Рекомендация	Текущая цена, \$	Справедливая цена, \$	Потенциал роста
<i>Железная руда</i>					
CGOK	Центральный ГОК	ПОКУПАТЬ	0.59	0.95	60%
PGOK	Полтавский ГОК	ДЕРЖАТЬ	5.13	6.56	28%
PGZK	Южный ГОК	ПРОДАВАТЬ	0.80	0.33	-58%
SGOK	Северный ГОК	ПОКУПАТЬ	1.16	1.54	32%
<i>Сталь</i>					
AZST	Азовсталь	ПОКУПАТЬ	0.35	0.58	67%
ALMK	Алчевский металлургический комбинат	ДЕРЖАТЬ	0.022	0.028	26%
DMKD	Днепропетровский металлургический комбинат им. Дзержинского	ПОКУПАТЬ	0.06	0.08	36%
DMZP	Днепропетровский металлургический завод им. Петровского	ПОКУПАТЬ	0.06	0.10	76%
DNSS	Днепропетровская сталь	ПРОДАВАТЬ	193	111	-43%
DOMZ	Донецкий металлургический завод	ПОКУПАТЬ (высокий риск)	0.011	0.045	330%
ENMZ	Енакиевский металлургический завод	ПОКУПАТЬ	22.7	38.7	71%
KSTL	ArcelorMittal Кривой Рог	ПРОДАВАТЬ	1.31	0.36	-73%
MMKI	ММК им. Ильича	ДЕРЖАТЬ	0.41	0.43	4%
ZPST	Запорожсталь	ПРОДАВАТЬ	0.82	0.28	-66%
<i>Кокс</i>					
AVDK	Авдеевский коксохимический завод	ДЕРЖАТЬ	1.63	1.65	1%
ALKZ	Алчевский коксохимический завод	ПОКУПАТЬ	0.06	0.14	158%
YASK	Ясиновский коксохимический завод	ПОКУПАТЬ	0.43	1.05	142%
<i>Трубы</i>					
HRTR	Харьковский трубный завод	ПОКУПАТЬ	0.16	0.33	112%
NITR	Интерпайп Нижнеднепровский трубный завод	ПРОДАВАТЬ	1.32	0.34	-74%
NVTR	Интерпайп Новомосковский трубный завод	ДЕРЖАТЬ	0.37	0.43	16%

Источники: Интерфакс-Украина, Украинские новости, расчеты UFC Capital.

ООО «Украинский фондовый центр»
01034, Украина, г. Киев, ул. Владимирская 47, офис 1
тел.: +380 (44) 391-37-78 факс: +380 (44) 391-37-79
<http://www.ufc-capital.com>

Михаил Дорфман
Управляющий партнер
dorfman@ufc-capital.com

Владимир Ланда
Начальник аналитического отдела
landa@ufc-capital.com

Виталий Горовой
Директор по стратегическому развитию
gorovoy@ufc-capital.com

Артём Кость
Начальник отдела анализа долговых рынков
kost@ufc-capital.com

Дмитрий Олейник
Младший аналитик
oliynyk@ufc-capital.com

Александр Лышень
Переводчик
lyshen@ufc-capital.com

© 2010 ООО «Украинский фондовый центр». Все права защищены.

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала.

Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из надежных источников.

Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.