

Обзор рынка. НЛМК

19 мая 2020 г.

Завершаем рассматривать результаты сектора черной металлургии с компанией «НЛМК». Как и у прочих конкурентов, на результатах компании сказалось падение цен и снижение спроса в секторе. Разберем финансовые и операционные результаты, а также традиционно выявим текущего лидера в секторе с точки зрения инвестиционной привлекательности.

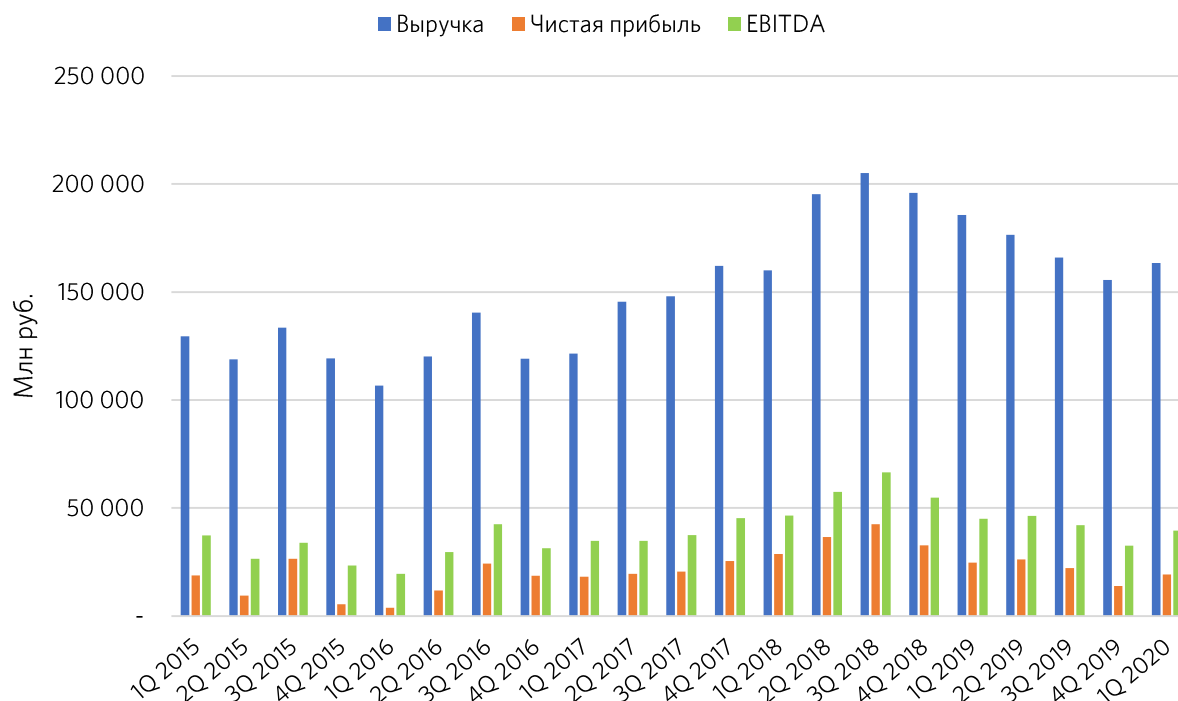


Рисунок 1. Динамика изменения выручки, чистой прибыли и EBITDA

Динамика изменения финансовых результатов в секторе черной металлургии была очевидна сразу с началом введения массовых карантинных мер в Китае. Выручка «НЛМК» в валюте снизилась на 14% по отношению к аналогичному периоду годом ранее. Показатель EBITDA потерял 15% (Рентабельность по EBITDA 24% против 21% в 1 кв. 2019 г.). Чистая прибыль сократилась на 24%. Свободный денежный поток сократился в 2 раза. Уровень чистого долга за квартал не изменился существенным образом.

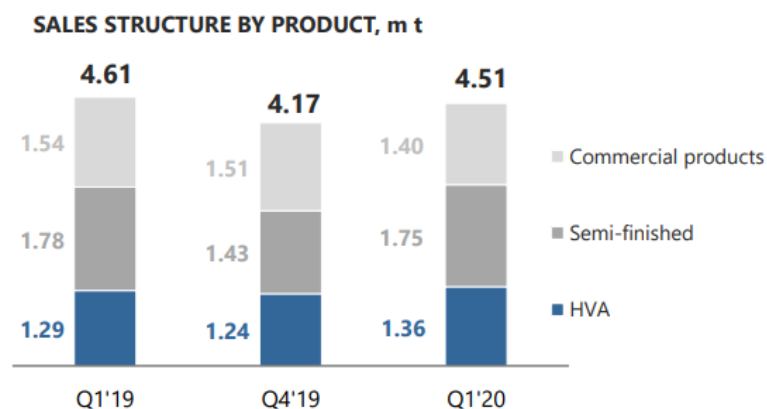


Рисунок 2. Структура продаж по типу продукции в натуральном выражении

Уровень продаж в натуральном выражении остался на сопоставимых значениях, потеряв 2%. Рост за квартал произошел благодаря росту производства стали, а также увеличению продаж плоского проката в связи с низким уровнем запасов в Европе и увеличением спроса в США в начале периода. Положительным фактом стоит отметить рост как в абсолютном, так и относительном выражении продукции с высокой добавленной стоимостью (HVA) в общей структуре продаж.

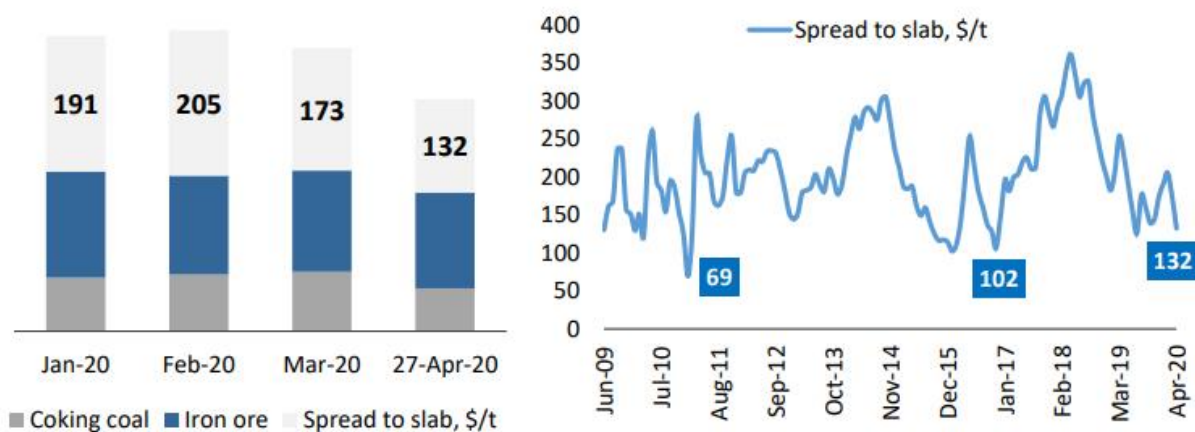
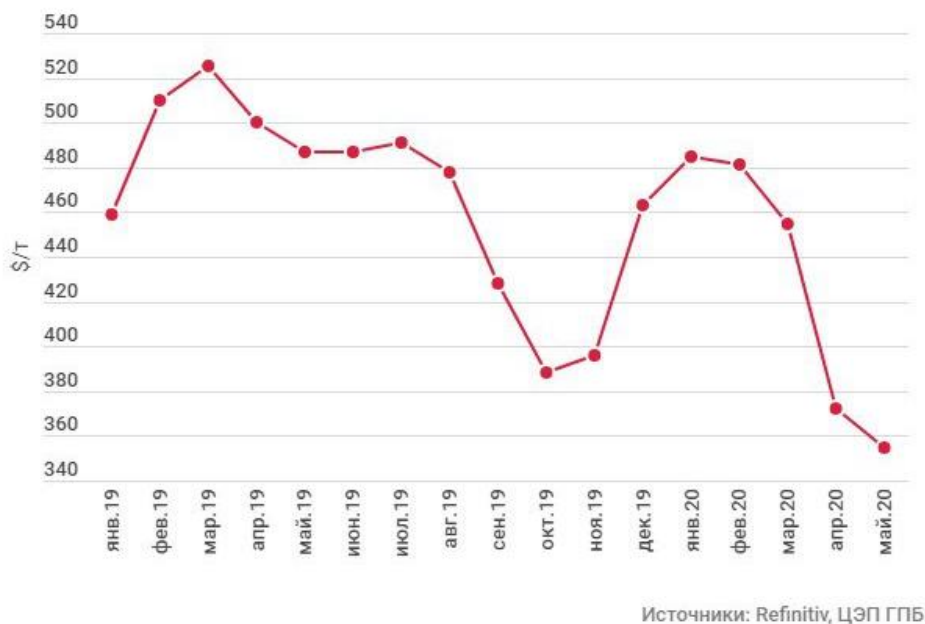


Рисунок 3. Динамика изменения маржи сляба

Динамика маржи сляба продолжает сужаться. С начала года ее падение составило около 30%. Ближайшими ориентирами являются предыдущие многолетние минимумы – 102 и 69 USD на тонну. Ситуация на сегодня не располагает к однозначному развороту тренда.



Источники: Refinitiv, ЦЭП ГПБ

Рисунок 4. Динамика изменения цены горячекатаного проката (FOB черное море)

Цена горячекатаного проката в краткосрочном периоде также демонстрирует стремительное падение. Снижение в домашнем регионе с начала года составляет около 25% без признаков разворота.

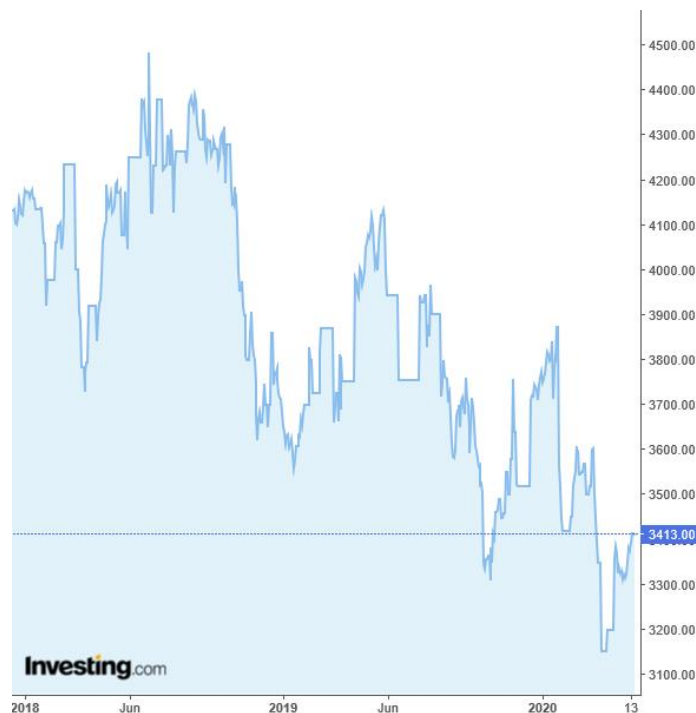


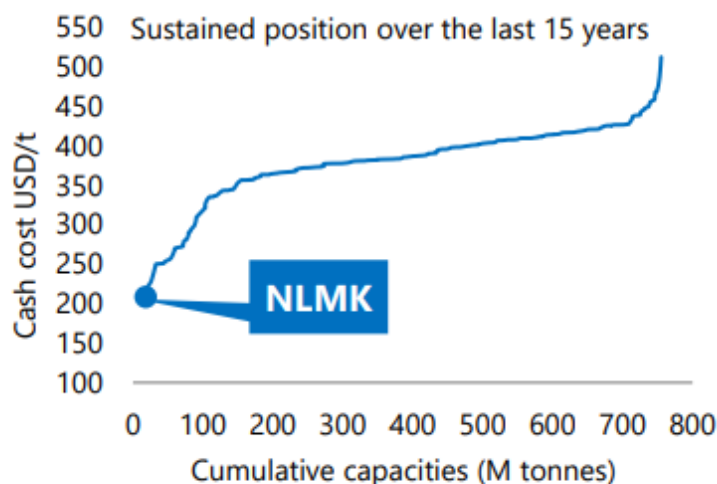
Рисунок 5. Динамика изменения цен на горячекатаный прокат в Китае

Схожая динамика наблюдается в Китае, где цена рулона с начала года снизилась на 15%.



Рисунок 6. Динамика изменения цены горячекатаного проката в США

Цены в США потеряли 20% с начала года. Весь рынок стали в мире страдает от введения карантинных мер. В то же время, в ближайшее время ожидается частичное восстановление с началом снятия данных ограничений.



Source: World Steel Dynamics, Apr'20 data

Рисунок 7. Позиция по себестоимости в мире

В то же время «НЛМК» остается в лидерах по миру с точки зрения себестоимости производства. Стратегически данный факт способен оказать дополнительную поддержку компании по мере восстановления спроса. Низкая себестоимость позволит продержаться в затруднительный период и воспользоваться возможностью приоритетных долей рынка менее эффективных конкурентов.

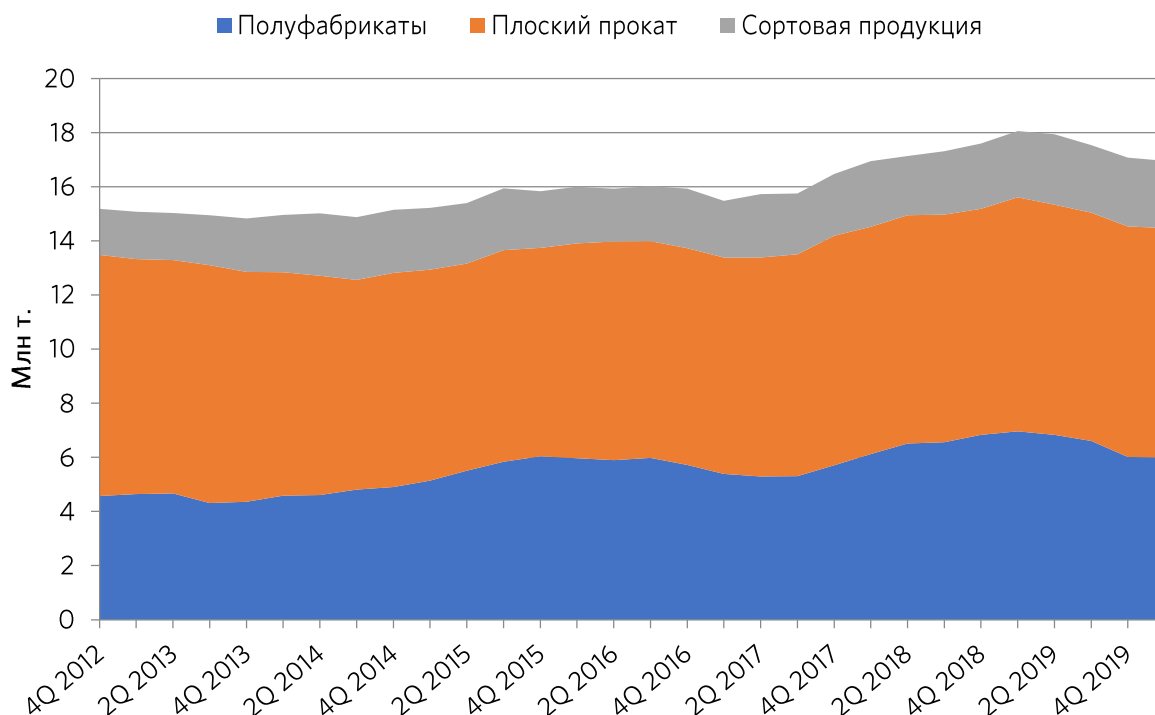


Рисунок 8. Динамика изменения продаж стальной продукции за последние 12 месяцев

Производство полуфабрикатов к первому кварталу 2019 года снизилось на 1%. Сегмент плоского проката продемонстрировал аналогичную динамику. Объем производства сортовой продукции потерял 9%.

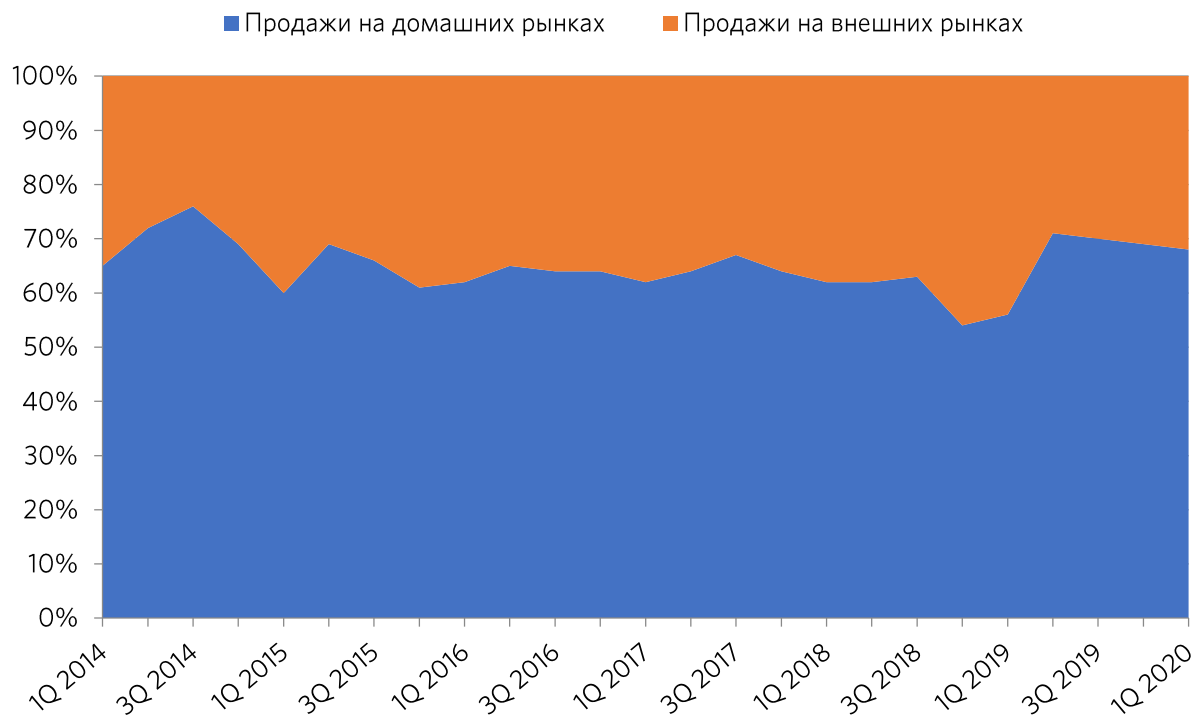


Рисунок 9. Изменение структуры продаж по направлениям

География продаж остается сбалансированной в сторону домашних рынков. Доля данного направления за первый квартал 2020 года составила 68%.

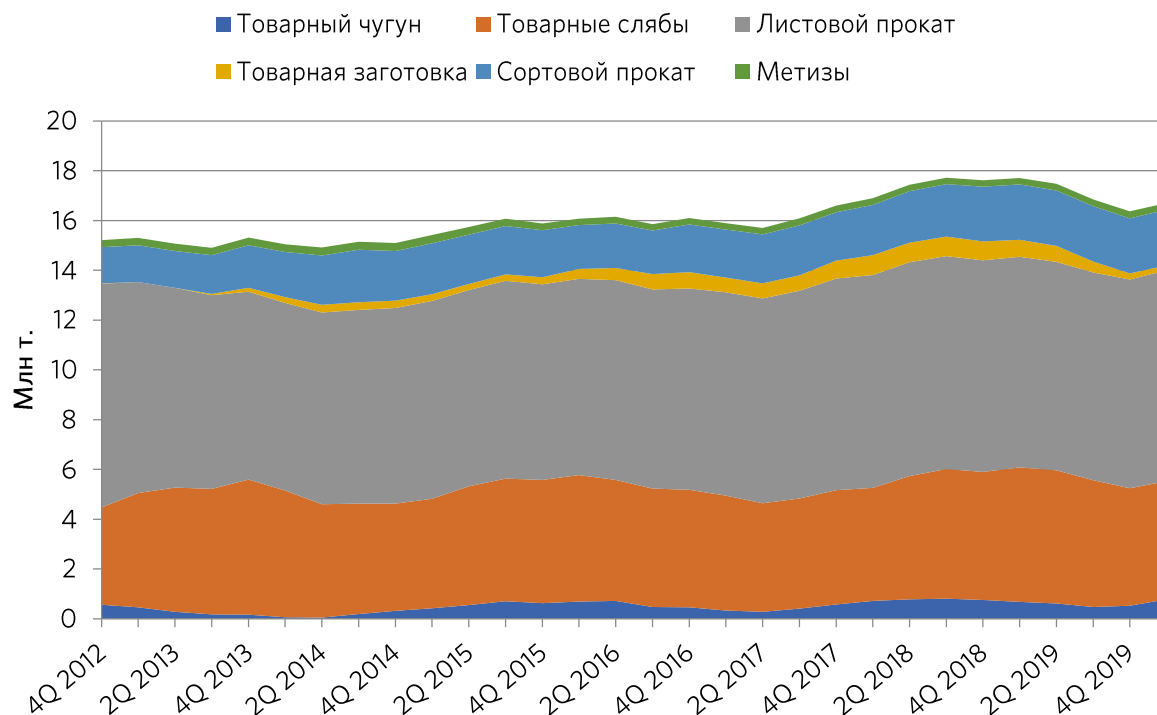


Рисунок 10. Динамика изменения производства металлопродукции за последние 12 месяцев

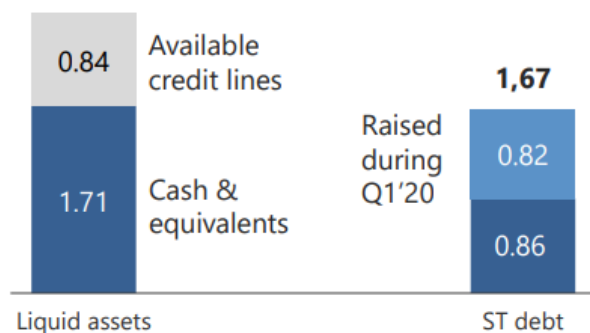
Производство стали к аналогичному периоду годом ранее и предыдущим кварталом увеличилось на 1% и 10% соответственно. Данная динамика главным образом обусловлена с окончанием ряда ремонтных работ на объектах компании.



Рисунок 11. Динамика изменения свободного денежного потока за последние 12 месяцев и коэффициента «Чистый долг/EBITDA»

Со снижением свободного денежного потока под ударом неизбежно оказались дивиденды. За первый квартал компания выплатит 3,21 рубля на акцию против 7,34 за период годом ранее. Помимо этого, ранее объявленный размер в 5,16 рублей на акцию за 4 квартал 2019 года недавно был пересмотрен в сторону понижения до 3,12 (выплаты за 4 кв. 2018 составили 5,8 рублей на акцию). Менеджментом было отмечено, что подобное решение было продиктовано стремительно ухудшающимися рыночными условиями. Принятые меры нацелены на сохранение приемлемого уровня ликвидности группы. Также было отмечено, что в случае реализации благоприятного сценария будущие выплаты могут компенсировать данное сокращение. Таким образом, уровень дивидендной доходности за последние 12 месяцев на сегодня составляет около 10%.

LIQUIDITY AND SHORT-TERM DEBT*, \$ bn



DEBT MATURITY*, \$ bn

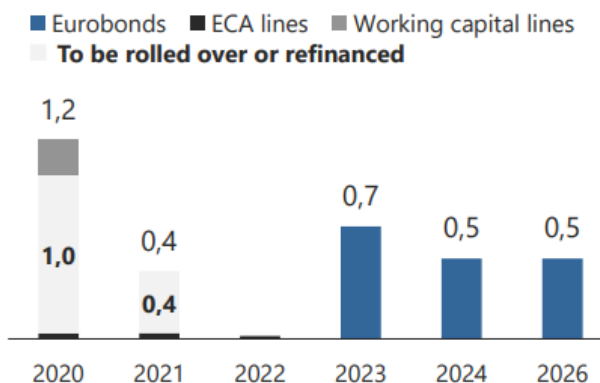


Рисунок 12. Временная структура долга

В 2020 году компании предстоит осуществить выплаты в размере 1,2 млрд USD по долговому финансированию, однако в презентации довольно ясно отмечено, что «НЛМК»

наверняка прибегнет к механизму реструктуризации. Предполагаем, что значительная часть из отмеченного 1 млрд USD будет распределена на 2021 и 2022 года.

FINANCIAL RESULTS AND BALANCE SHEET CURRENCY STRUCTURE

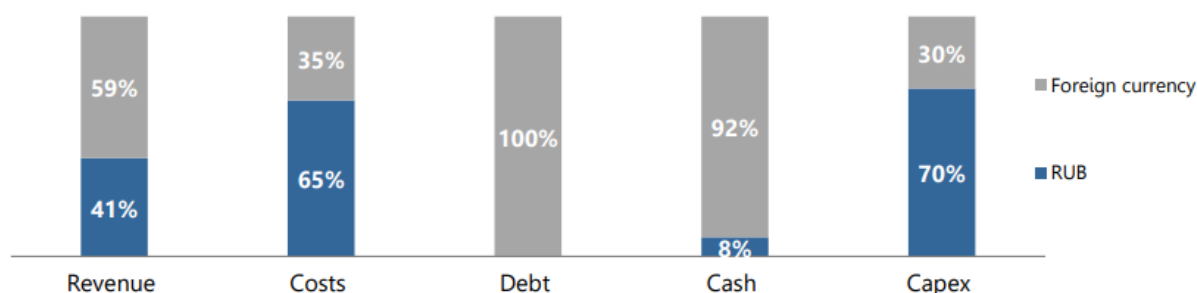


Рисунок 13. Валютная структура ключевых финансовых показателей

Валютная структура ключевых финансовых показателей схожа с другими представителями сектора в России. Преимущественно валютная выручка с рублевыми издержками являются преимуществом, при этом негативным фактом является долговая нагрузка с полным отсутствием рублевых займов.

	НЛМК	Северсталь	ММК
EV/EBITDA	5,38	4,65	3,78
Чистый долг/EBITDA	0,72	0,66	0,17
P/E	8,78	7,77	8,45

Рисунок 14. Таблица сравнительных коэффициентов

НЛМК является худшей идеей в секторе согласно сравнительному анализу на сегодня. В то же время уровень дивидендной доходности за последние 12 месяцев способен оказать поддержку котировкам. В цене на сегодня уже в значительной степени заложены проблемы сектора. Однако ценовая динамика продукции компании не демонстрирует признаков разворота и в случае сохранения проблем в секторе мы увидим дальнейшее сокращение дивидендных выплат. Помимо этого, также не представляется возможным отметить существенного снижения динамики заболеваемости коронавирусом в мире. Большинство экспертов в данном направлении заявляют о неизбежности второй волны заболеваемости.

Оптимальным решением на сегодня, на наш взгляд, по-прежнему является покупка бумаг компании «Северсталь» как сбалансированного представителя сектора по совокупности неоднократно отмечаемых нами показателей. В то же время сохраняется актуальность разделения доли подобных позиций с защитными активами по причине сохранения существенного риска дальнейшего снижения рынка.

Disclaimer

Приведенная информация не содержит инвестиционных советов, предоставляется исключительно в информационных целях и не является консультацией, офертой, требованием, просьбой или рекомендацией продать, купить или предоставить (напрямую или косвенно) какие-либо бумаги или производные инструменты. Вся информация получена из открытых источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за достоверность данных, приведенных в данном отчете. Будет также считаться, что любой инвестор, получивший данную информацию, составил собственное мнение относительно перспектив инвестирования в те или иные инструменты, упомянутые выше, и действовал на основании этого мнения. ООО «Пермская фондовая компания» снимает с себя любую ответственность за прямой или косвенный ущерб, потери или издержки, которые могли возникнуть вследствие использования информации, приведенной в данном обзоре.

Клиентский отдел

Полина Юрьевна Яковлева

Начальник клиентского отдела
(342) 210-59-89
yakovlevap@pfc.ru

Роман Рашидович Муталлиев

Портфельный управляющий
mutalliev@pfc.ru