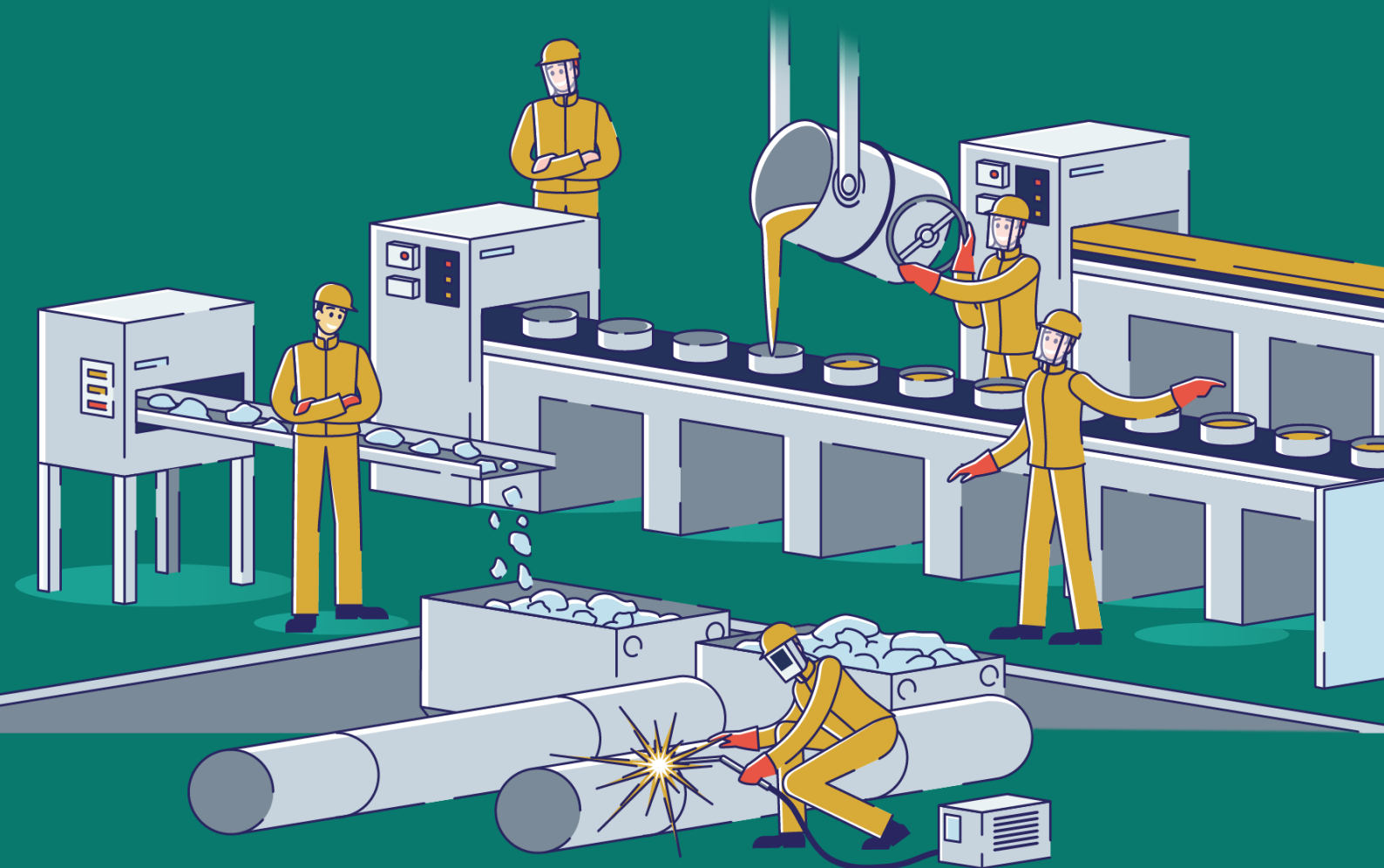


Металлургия

Сталелитейная отрасль в ожидании катализаторов роста

23 ДЕКАБРЯ 2022



Металлургия: сталелитейная отрасль в ожидании катализаторов роста

Для производителей стали 2022 год был довольно трудным, однако им удалось завершить его относительно неплохо: свободный денежный поток (СДП) оказался положительным, что позволило уменьшить долговую нагрузку. Следующий год также не обещает быть легким, но, вероятно, худшие времена уже позади. Оживление экономической активности в Китае и высокие цены на сырье должны будут способствовать восстановлению цен на сталь с текущих уровней. Существенную поддержку отраслевым компаниям должен оказать внутренний рынок за счет по-прежнему значительного спреда между внутренними и экспортными ценами. Аналитики SberCIB Investment Research позитивно оценивают перспективы сектора с учетом ряда факторов, способных стать катализаторами роста котировок: возобновление дивидендных выплат и раскрытие отчетности, восстановление мировых цен на сталь и сохранение относительно высокой премии на внутреннем рынке на фоне крепкого рубля.

- **Трудный 2022 год.** Для производителей стали 2022 год был непростым. Компаниям пришлось столкнуться с целым рядом проблем – сменой рынков сбыта, санкциями, укреплением рубля, коррекцией цен на сталь и ростом логистических затрат. Тем не менее они смогли с этим справиться, в том числе благодаря устойчивому внутреннему спросу, и получить положительный свободный денежный поток (по оценкам аналитиков SberCIB Investment Research, его средняя доходность – 15%) и сократить долговую нагрузку (средний коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» около нуля).
- **Следующий год также вряд ли будет легким, но возможно некоторое улучшение ситуации.** Ускорение роста экономики и постепенное улучшение ситуации в секторе недвижимости Китая способны стать катализаторами восстановления экспортных цен на сталь с текущих уровней. Однако сильный рубль и большие логистические затраты продолжают оказывать давление на рентабельность экспортных поставок. В то же время крепкий рубль, скорее всего, будет способствовать сохранению значительного спреда между экспортными и внутренними ценами, что положительно отразится на ориентированных на внутренний рынок производителях стали (ММК и Северсталь). При ослаблении российской валюты в более выигрышной позиции окажется НЛМК.
- **Ряд факторов могут стать катализаторами роста котировок сталелитейных компаний.** Возобновление дивидендных выплат и публикации отчетности должны стать главными катализаторами для акций компаний сектора. С учетом низкой долговой нагрузки сталепроизводители могут выплатить до 100% свободного денежного потока (СДП) за 2022 год, что будет означать доходность около 15%. Другими катализаторами могут стать восстановление экономической активности в Китае на фоне ослабления коронавирусных ограничений и постепенного улучшения ситуации в секторе недвижимости, а также сезонный рост спроса на внутреннем рынке и ослабление рубля.

- **Ключевые риски.** Основными факторами риска для компаний сектора являются наступление глобальной рецессии, слабый внутренний спрос на сталь и сужение спреда между экспортными и внутренними ценами, вмешательство государства в ценообразование на рынке стали, рост налоговой нагрузки, укрепление рубля и ужесточение санкционного режима.

Основные показатели и коэффициенты

	Рекомен- дация	Целевая цена руб.	Потенциал роста*	EV/ЕВITDA		P/E		Див. дох-ть		Рент-ть по ЕВITDA		Чистый долг/ ЕВITDA	
				2022о	2023о	2022о	2023о	2022о	2023о	2022о	2023о	2022о	2023о
ММК	Покупать	40,00	21%	2,6	3,0	5,8	6,1	15%	12%	20%	21%	-0,4	0,0
НЛМК	Покупать	132	19%	3,5	4,2	4,6	6,5	16%	15%	23%	22%	0,3	0,8
Северсталь	Покупать	975	11%	3,9	4,4	7,2	7,0	15%	11%	28%	28%	-0,1	0,4

Источник: SberCIB Investment Research

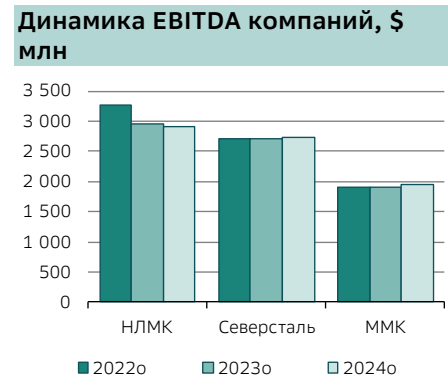
Стабильная EBITDA у MMK и Северстали в 2023 году и умеренное снижение у НЛМК

Аналитики SberCIB Investment Research ожидают, что в 2023 году финансовые показатели сталелитейных компаний будут устойчивыми по сравнению с 2022 годом. Благодаря крепкому рублю, который позитивно отражается на спреде между внутренними и экспортными ценами, EBITDA MMK и Северстали, ориентированных на внутренний рынок, будет стабильной. В то же время у НЛМК она умеренно снизится – в пределах 10% г/г – за счет более слабой динамики цен на сталь на рынках Европы и США.

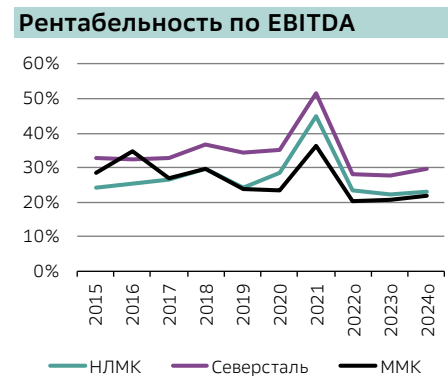
В 2024 году Северсталь и MMK, по мнению аналитиков SberCIB Investment Research, имеют шансы на небольшой рост EBITDA – в пределах 5% г/г. В то же время EBITDA НЛМК может продолжить постепенно снижаться, поскольку с 4К24 компания столкнется с рядом трудностей – необходимостью перенаправления поставок слябов из России и поиска новых поставщиков для своих заводов в ЕС. Кроме того, возможно, что НЛМК будет вынужден продавать ЖРС третьим лицам (скорее всего, поставлять на экспорт) взамен внутригрупповых поставок, что будет сдерживать восстановление финансовых показателей. В результате возрастут затраты НЛМК на логистику из-за поставок слябов в Азию, а также на закупку более дорогих слябов для заводов в ЕС.

В ближайшие годы российским сталелитейным компаниям, скорее всего, придется работать с более низкой рентабельностью, чем в 2018–2021 годах, на фоне нормализации цен на сталь и увеличения затрат при относительно крепком рубле. Рентабельность компаний по EBITDA в 2023 году будет относительно стабильной относительно 2022 года и останется на уровне 20% и выше, что довольно неплохо в сравнении с международными аналогами. Северсталь по-прежнему будет самой рентабельной российской сталелитейной компанией (28–30%), а рентабельность НЛМК и MMK по EBITDA составит примерно 21–23%.

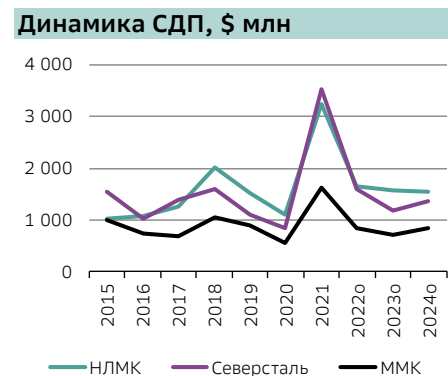
В 2022 году крупные сталелитейные компании завершают свой инвестиционный цикл. Учитывая высокую неопределенность и смену рынков сбыта, они, скорее всего, не будут начинать новые крупные проекты до 2025 года (ранее предполагалось, что следующий инвестиционный цикл будет связан с декарбонизацией производства на фоне введения углеродного регулирования в ЕС), а сфокусируются на поддержании текущих операций. Снижение капзатрат должно оказать поддержку СДП. В результате, по оценкам аналитиков SberCIB Investment Research, в 2023 и 2024 годах он будет относительно устойчивым – на уровне 2018 и 2019 годов. Тем не менее, учитывая возможную трансформацию бизнес-процессов из-за вступления в силу санкций в 2024 году, не исключено появление новых проектов (или M&A сделок) у НЛМК для увеличения выпуска готовой продукции.



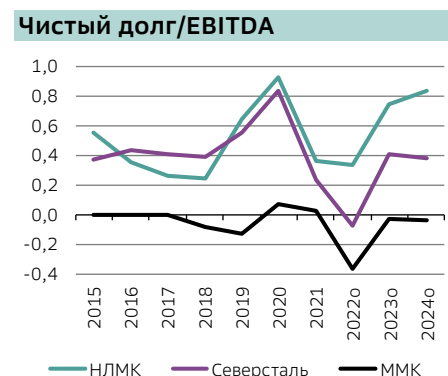
Источник: SberCIB Investment Research



Источник: SberCIB Investment Research



Источник: компании, SberCIB Investment Research



Источник: компании, SberCIB Investment Research

Долговая нагрузка будет достаточно стабильной. Она немного вырастет после снижения в 2022 году на фоне отсутствия дивидендных выплат, но останется ниже 1,0 по коэффициенту «чистый долг/ЕБИТДА» для всех компаний отрасли, что позволит сохранить практику выплаты 100% СДП в качестве дивидендов.

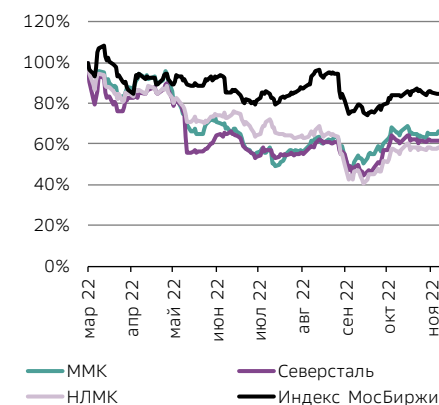
Оценка стоимости: в ожидании катализаторов

В 2022 году акции производителей стали отставали от индекса МосБиржи: с момента возобновления торгов в марте акции сталелитейных компаний просели примерно на 35–45%, тогда как индекс МосБиржи потерял всего 15%. Помимо падения финансовых показателей, причинами такой динамики, вероятно, стали приостановка публикации финансовой отчетности и дивидендных выплат.

В 2023 году росту акций сталепроизводителей могут способствовать следующие факторы:

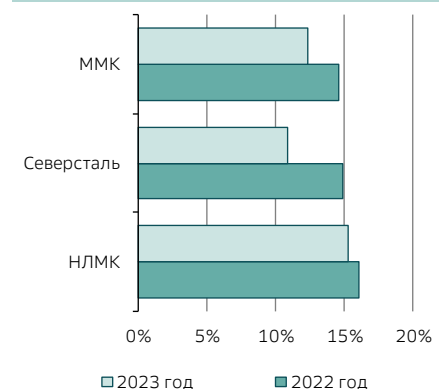
- Дивиденды.** По оценкам аналитиков SberCIB Investment Research, в 2022 году российские сталепроизводители могли сгенерировать положительный СДП, несмотря на все трудности. НЛМК первым среди сталелитейных компаний объявил о промежуточных дивидендах за этот год. Размер их небольшой – порядка \$250 млн с доходностью 2,4%, но более важным является сам факт выплаты. Кроме того, не исключено, что компания решится на более существенную сумму в качестве финальных дивидендов за год. Аналитики SberCIB Investment Research считают, что другие компании сектора также возобновят дивидендные выплаты, как только появится ясность в отношении дальнейшего развития ситуации в мировой экономике – возможно, во второй половине весны или в начале лета. С учетом низкой долговой нагрузки коэффициент выплат может составить 100% СДП. По оценкам аналитиков, доходность СДП за 2022 год у всех компаний сектора будет сопоставимой и в среднем составит 15%, а в 2023 году немного снизится – примерно до 13%.
- Возобновление публикации финансовой отчетности.** В настоящее время компании раскрывают только операционные показатели, следующая публикация которых запланирована на конец января – начало февраля. Публикация финансовых результатов за 2022 год (обычно во второй половине февраля – в начале марта) могла бы стать значимым фактором роста котировок, подтвердив тезис об устойчивом финансовом состоянии и относительно неплохом СДП.
- Смягчение карантинных ограничений и улучшение макроэкономической статистики в Китае.** Аналитики SberCIB Investment Research полагают, что ослабление коронавирусных ограничений в Китае в 1П23 продолжится, что должно стимулировать экономическую активность и положительно отразиться на ценах на сырьевые товары. К концу 2П22 должен также проявиться положительный эффект от мер поддержки сектора недвижимости. Потенциальное снижение ставок мировыми ЦБ в 2П23 должно дать еще один импульс ценам на сырьевые товары.
- Ослабление рубля.** Базовый сценарий аналитиков SberCIB Investment Research предполагает довольно крепкий рубль на протяжении всего

Динамика акций на Московской бирже



Источник: МосБиржа, SberCIB Investment Research

Доходность СДП за 2022 и 2023 годы



Источник: SberCIB Investment Research

прогнозного периода (61 за доллар в 2023 году с последующим ослаблением на 2% ежегодно). Такой курс рубля негативно влияет на рентабельность компаний (при нем большая часть экспортных поставок становится невыгодной при текущих ценах на сталь). Ослабление рубля до 70 за доллар и выше вновь сделает экспортные поставки рентабельными, что, в свою очередь, позитивно скажется на объемах экспорта. По оценкам аналитиков SberCIB Investment Research, повышение курса доллара на 5 рублей увеличивает EBITDA сталелитейных компаний на 5–8%, создавая дополнительный потенциал роста котировок. При крепком рубле лучше выглядят игроки, ориентированные на внутренний рынок (ММК и Северсталь), тогда как от ослабления рубля наибольшую выгоду приобретает НЛМК, ориентированный на экспорт.

- **Сезонный рост внутреннего спроса.** С весны 2023 года внутренний спрос на сталь в России начнет расти, что также должно оказать дополнительную поддержку ценам.