

металлургия

Защитная доходность

— акции —

C13 Несмотря на относительно невысокие дивиденды этих эмитентов, инвесторы активно скупили акции горнорудных золотодобывающих компаний в качестве защитного ликвидного инструмента с приемлемым риском», — соглашается Алексей Калачев. «Представители цветной металлургии с середины прошлого года демонстрируют динамику лучше рынка, а с начала этого года преимущество данного сектора только усилилось, и основная поддержка исходит со стороны роста цен на ряд металлов, в первую очередь на золото и палладий», — констатирует старший аналитик УК «Регион Инвестиции» Михаил Поддубский.

Что касается черной металлургии, то в этом сегменте акции производителей дешевет, хотя и меньшими темпами, чем падает рынок в целом. С начала 2020 года котировок акций ММК и «Северстали» к концу третьей недели апреля снизились на 7,7% и 7,8% соответственно, бумаги НЛМК потеряли 12,3% — на фоне индекса Мосбиржи, опустившегося на 16,8% за тот же период, и нефтегазового сектора, «похудевшего» в среднем более чем на четверть. «В качестве версии относительно неплохого самочувствия сталелитейной отрасли могут предполагать ослабление давления на рынок со стороны китайских производителей из-за эпидемии COVID-19», — говорит Алексей Калачев.

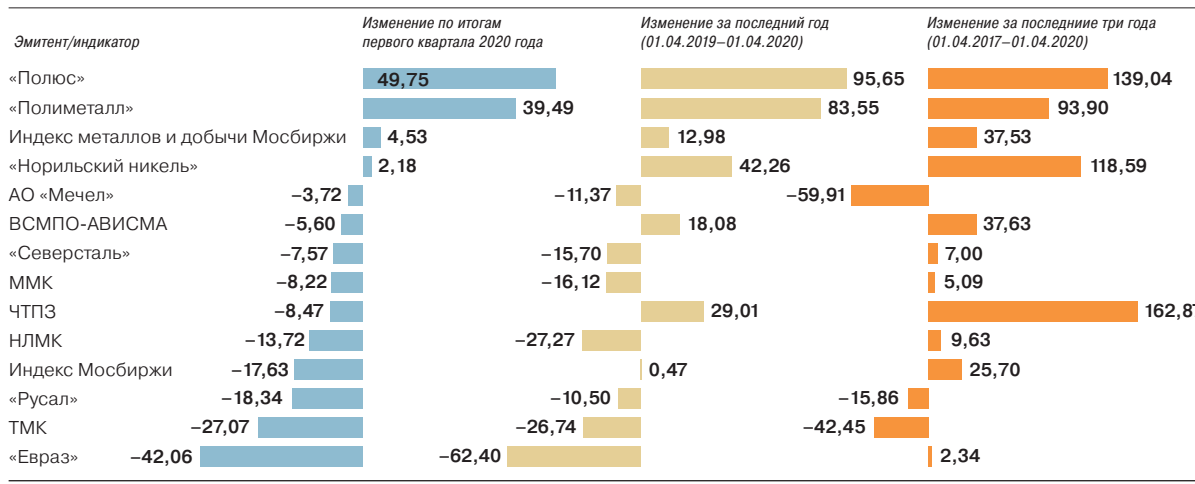
«Российские металлургии сейчас находятся в лучшем состоянии, чем в 2013–2016 годах, имея заметно меньший уровень долговой нагрузки: в среднем по «большой тройке» (НЛМК, ММК, «Северсталь» — «Б») соотношение Net Debt/EBITDA ниже 0,5. Дополнительный фактор в поддержку сектора — умеренное ослабление рубля, увеличивающее маржу экспортеров», — объясняет динамику рынка Михаил Поддубский.

Коррекция после кризиса

Говоря о дальнейших перспективах инвестирования в акции российских компаний металлургического сектора, эксперты в числе фаворитов в первую очередь называют лидеров последнего года — акции золотодобытчиков.

«Нам нравятся золотодобывающие компании, так как золото сохраняет существенный потенциал роста даже при оптимистичном варианте развития событий, связанных с эпидемией», — говорит старший аналитик по металлургическому сектору ИК «Атон» Андрей Лобазов. «Слишком уж много монетарных и фискальных стимулов вылилось на глобаль-

КАК АКЦИИ РОССИЙСКИХ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ РЕАГИРОВАЛИ НА «КОРОНАКРИЗИС»
ИСТОЧНИК: РАСЧЕТ «Ъ» НА ОСНОВАНИИ ДАННЫХ КОТИРОВОК АКЦИЙ НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ И LSE (ДЛЯ «ЕВРАЗ»).



ную экономику, поэтому золото будет продолжать привлекать внимание инвесторов как защитный инструмент от обесценения денег. Нам кажется, что уровни цен в \$2 тыс. за унцию уже не за горами».

Учитывая сохраняющуюся неопределенность и спад ведущих мировых экономик, можно обратить внимание на акции «Полюса» и «Полиметалла», советует Роман Антонов. По его мнению, золото продолжает пользоваться спросом и оставаться привлекательным для инвестции активом.

Алексей Калачев не столь оптимистичен. Он обращает внимание на то, что по ряду мультипликаторов российские золотодобывающие компании уже выглядят оцененными слишком высоко относительно прогнозов будущих результатов и в сравнении с зарубежными конкурентами. Это значит, что с окончанием пандемии COVID-19 и началом восстановления

хозяйственной жизни эти бумаги могут пройти через сильную коррекцию после предшествовавшего роста.

Андрей Лобазов также советует задуматься о «жизни после кризиса». «Рынок пока закладывает в цены очень оптимистичный сценарий: конец основной фазы эпидемии за два три месяца и быстрое восстановление во втором полугодии, снижение EBITDA по году всего на 10–15%. Поэтому нам кажется, что стоит отдавать предпочтение бумагам с интересными долгосрочными перспективами, таким как «Норильский никель».

«Долгосрочный инвестиционный профиль «Норникеля» остается привлекательным и сейчас», — полагает Роман Антонов. При текущих ценах на палладий, никель и медь «Норильский никель» может обеспечить в ближайший год двукратную дивидендную доходность, считает Михаил Поддубский. «Однако цены на палладий на данный момент гораздо выше

кривой себестоимости, которая примерно вдвое ниже текущих цен. Следовательно, на среднесрочном горизонте есть риски значительной коррекции цен на этот металл», — предупреждает он.

Что касается перспектив акций производителей алюминия, здесь мнения экспертов порой диаметрально противоположны. Спрос на алюминий в ближайшие месяцы может просесть на 30% год к году, что при высоком предложении создает предпосылки для перехода рынка в профицит и окажет давление на цены, прогнозирует Роман Антонов. Он также отмечает, что и при нынешних ценах на алюминий около 50% мировых производителей работают в убыток. «Отдельное внимание стоит уделить акциям «Русала», — говорит Михаил Поддубский. «Принадлежащая компании доля в ГКМ «Норникель» сейчас дороже суммы капитализации и чистого долга самого «Русала». Цены

Долги сбываются

Кризиса в экономике ждали с 2018 года, понимая, что цены на все товары и материалы обязательно упадут. В металлургической отрасли снижение цен началось в 2019 году, первым подешевел энергетический уголь, затем уголь для коксования, пошли вниз цены на прокат. Весной 2020 года на фоне кризиса подешевели нефть, металлы, стальной прокат потерял в цене с начала года еще 12%.

В период кризиса одним из наиболее существенных рисков представляется неспособность компаний оплачивать свои обязательства. Среднеотраслевой показатель долга составляет величину 2,3х (за исключением лидеров отечественной отрасли НЛМК и «Северстали», долговая нагрузка которых находится на уровне 1х).

На конец 2019 года общий объем долга российских металлургов составил около 2 трлн руб. (1,8% ВВП России в 2019 году). Суммарную величину показателя EBITDA за прошлый год можно оценить примерно в 910 млрд руб. Для российской экономики этот показатель является достаточно комфортным и предполагает, что большая часть компаний сумеет расплатиться по своим долгам даже в случае ухудшения экономической ситуации. Очевидно, что есть компании, чей показатель долговой нагрузки существенно выше, для которых уже текущая ситуация может представлять определенные трудности, среди них и производители сортового проката, и отдельные трубные предприятия.

Будут ли готовы кредиторы идти на уступки компаниям сектора? Представляется, что да. Поскольку на российский банки приходится около 60% всех долговых обязательств российских металлургов,

банкротство в металлургической отрасли может значимо повлиять на прибыльность банковского сектора. Финансовые организации вряд ли будут заинтересованы в таком исходе для компаний — это грозит им прямыми убытками.

Конечно, для банковского сектора существует гипотетическая возможность покрыть свои убытки за счет получения контроля над залоговым имуществом металлургов-должников. Но управление горно-металлургическими предприятиями требует определенных навыков и компетенций, которых даже у крупных банков нет.

Потому реструктуризация задолженности попавших в трудную ситуацию металлургических компаний и их кредиторов будет наиболее рациональным решением возможных проблем с обслуживанием долга.

Впрочем, этот кризис не первый для российских металлургов и их кредиторов, поэтому опыт преодоления его последствий имеется. На руку российским сталеварам сыграет и слабость национальной валюты.

Кризис, даже столь масштабный, который разворачивается на наших глазах, через полтора-два года будет преодолен, а значит, конъюнктура рынков опять станет благоприятствовать российским металлургам, некоторые из них смогут даже упорить свои позиции за счет захвата рынков, освобождаемых европейскими металлургическими компаниями, часть из которых остановит предприятия во время карантина.

Максим Худалов, старший директор АКРА

на алюминий находятся на минимумах за последние четыре года, и здесь, в отличие от палладия, наблюдается противоположная стадия цикла. Поэтому на временном горизонте в несколько лет акции «Русала» смотрятся вполне привлекательно.

В сегменте черной металлургии ситуация также неоднозначна. В первом квартале 2020 года крупнейшие российские производители показали некоторое улучшение операционных результатов относительно четвертого квартала 2019-го, но во втором квартале региональные ограничения, связанные с пандемией коронавируса, и общее замедление мировой экономики не позволяют в полной мере рассчитывать на эффект сезонного восстановления спроса, говорит Роман Антонов: «Тем не менее мы выделяем две компании, которые будут привлекательны в фазе восстановительного роста во втором полугодии. Это ММК — за счет ориентации на российский рынок, где внутренний спрос на сталь будет лучше, чем в Европе и США, и «Северсталь», которую отличает высокая рентабельность и дивидендная доходность, лидерство по затратам и близость к полной вертикальной интеграции».

Внутренний спрос на сталь может быть поддержан в ближайшие годы за счет реализации инфраструктурных нацпроект, считает Алексей Калачев: «Расширение пропускной способности железных дорог, строительство новых железнодорожных магистралей, мостовых переходов и портовых сооружений — все это напрямую связано, с одной стороны, со спросом на стальную продукцию, а с другой — расширяет транспортные возможности в направлении экспортных рынков, что явно не будет лишним в следующем цикле роста».

Сектор черной металлургии очень зависим от состояния экономического цикла. Несмотря на нынешнюю относительно дешевизну акций по основным мультипликаторам и сравнительно высокую, двукратную дивидендную доходность бумаг, следует учитывать, что компании направляют весь свой денежный поток, а в отдельные моменты даже более 100% FCF, на дивиденды. А в случае дальнейшего снижения цен на сырье денежный поток может значительно сократиться», — отмечает Михаил Поддубский.

«Мы проводили анализ дивидендных выплат при разных сценариях борьбы с вирусом», — рассказывает Андрей Лобазов. «При благоприятном варианте средняя доходность по металлургическому сектору составляет 6%. В лидерах, как обычно, «Норникель», 10%, и производители стали, 8%».

Петр Рушайло

Рыночные качели

— индикатор —

В России во всех основных сегментах производства стали и металлургической продукции имеется избыток производственных мощностей. На мировом металлургическом рынке таких мощностей 15–20%. И в кризис эти производства, по большей части устаревшие, но дающие работу большому числу людей, начнут закрывать первыми. Впрочем, сейчас, когда пересматривается система международной торговли, возникает вопрос: а нужно ли это делать?

Новые и старые

Российский рынок труб переживает структурный кризис, вызванный избытком производственных мощностей и низким спросом со стороны основных потребителей. Такая тенденция характерна как для сегмента труб большого диаметра (ТБД), необходимых для строительства магистральных трубопроводов, так и для сегмента нефтесервизных труб и труб для добычи нефти (ОСТГ). Основным потребителем ТБД в стране является «Газпром», который завершает реализацию своих мегапроектов: за четыре года, начиная с 2015-го, газовый монополист сократил закупку труб в два раза (в 2018 году закуплено 1,15 млн т). Еще одним потребителем ТБД является «Транснефть», но ей трубы нужны лишь для ремонтных и промышленно-эксплуатационных нужд, и в 2018 году потребление не превышало 250 тыс. т. По данным Фонда развития трубной промышленности (ФРТП), производственные мощности российских производителей ТБД составляют 5,92 млн т. На фоне неблагоприятной рыночной конъюнктуры последних лет эти мощности избыточны на 52%.

На рынке труб нефтесервизного сортамента складывается аналогичная ситуация. В 2019 году потребление труб ОСТГ в России составило

650 тыс. т, а производственные мощности рассчитаны на выпуск вдвое большего объема.

Но такая проблема есть не только у трубников. Избыточны и мощности по производству стали, причем как в мире, так и в России. Сталеплавильные мощности в мире рассчитаны на производство 2,3 млрд т стали, а ежегодный выпуск стали составляет около 1,7 млрд т.

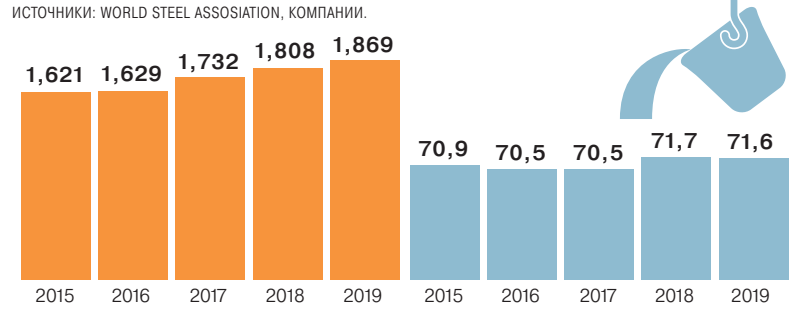
Переизбыток мощностей существует, потому что до сих пор, особенно в Европе и США, работают старые заводы, построенные еще до Второй мировой войны, объясняет старший директор АКРА Максим Худалов. Строились и новые, но старые не закрывали для сохранения социального благополучия в регионах их присутствия, продолжает господин Худалов: «Людей куда-то будет трудоустроить, если закрыть часть металлургических заводов». Избыточные мощности есть и в Китае, где до 2000-х годов было построено много сталеплавильных заводов, причем по старым и неэкологичным технологиям. Россия в этом смысле не исключение: при мощностях, рассчитанных на выпуск 90 млн т, производство последние годы составляет чуть более 70 млн т.

В России можно говорить об избытке производственных мощностей практически во всех основных сегментах производства стали.

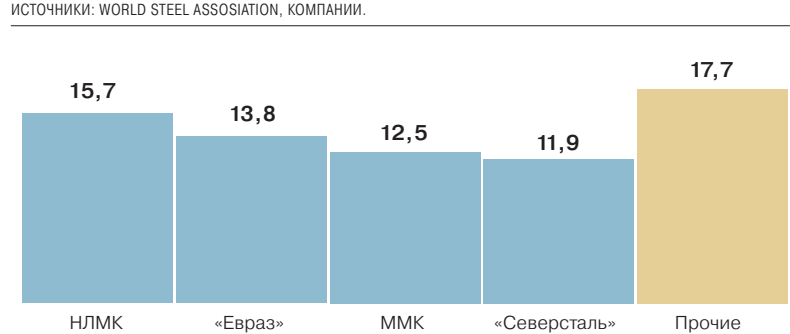
Потребление арматуры составляет более 7–8 млн т, при этом мощностей в стране есть на выпуск 10 млн т. Арматура потребляется только на внутреннем рынке, и спрос на нее напрямую зависит от объема строительства. А он сокращается: в 2019 году вместе 120 млн кв. м было введено лишь 80 млн кв. м. И из них только половина — высотное строительство, для которого необходима арматура.

Прокатные мощности также недогружены. На 30 млн т мощностей по производству плоского проката приходится 25 млн т производственного этого сортамента, обеспеченного спросом. Прокатные станы заклады-

СКОЛЬКО В МИРЕ ПРОИЗВОДИТСЯ СТАЛИ (МЛРД Т) **СКОЛЬКО В РОССИИ ПРОИЗВОДИТСЯ СТАЛИ (МЛН Т)**



КРУПНЕЙШИЕ ПРОИЗВОДИТЕЛИ СТАЛИ В РОССИИ В 2019 ГОДУ (МЛН Т)



вались в расчете на рынок труб большого диаметра, но он сократился.

Слабый получает преимущество

И на такой перенасыщенный мощностями рынок обрушилась новая напасть — пандемия коронавируса, приведшая к замедлению мировой экономики и приостановке крупнейших производств. При нынешней экономической конъюнктуре, по оценкам господина Худалова, на мировом рынке стали имеется 15–20% избыточных мощностей. И другого выхода, кроме их сокращения, у отрасли может просто не быть, полагает глава люксембургского офиса консалтинговой группы KRK Group Никита Рябинин: «Распространение коронавируса привело к замедлению мировой экономики, что приводит к снижению спроса на металлы. В таких условиях проблема переизбытка мощностей становится еще более актуальной».

Напряживается сравнение сегодняшнего положения дел в экономике с финансовым кризисом 2008 года. В 1990-е годы в Европе было 220 млн т сталеплавильных мощностей, сейчас их осталось примерно 160 млн т. В США сокращение тогда составило порядка 20 млн т (со 110 млн т до 90 млн т). Это при том, что в Европе и США традиционно поддерживают внутренних производителей стали.

Каждый кризис уводит с рынка часть устаревших заводов. В этот раз в мире может быть закрыто до 15–20% нерентабельных избыточных мощностей. В России эта участь может постигнуть «Красный Октябрь», Гурьевский завод, Балаково (даже для «Северстали» это предприятие стало обузой, что уж говорить о новых владельцах: они едва ли смогут сохранить предприятие в условиях высоких цен на лом и низкого спроса на арматуру), прогнозирует господин Худалов.

Иммунитет к кризису

— сообщество —

C13 «Наши длинные контракты продолжают исполняться в полном объеме, мы не видим проблем с ними», — отметил он. По его словам, компания ведет стабильные отгрузки рельсов и продукции для горнодобывающих предприятий и способна загрузить свое чугунное и сталеплавильное производство и перенаправить высвобождающиеся объемы с российского рынка на экспорт. При этом Evraz не планирует урезать инвестиционный бюджет, предполагающую увеличение капитальных вложений в 2020–2023 годах до \$1 млрд в год с \$850 млн, инвестированных в 2019 году. Основными инвестиционными проектами остаются модернизация рельсобалочного стана на Evraz НТМК, строительство производства плоского проката на ЗСМК и новая линия производства стометровых рельсов на американском заводе в Пуэбло.

Однако в компании говорят о серьезном влиянии карантинных мер на ломосбор. В результате чего затрудняется доставка лома на заготовительные площадки, что в перспективе может привести к дефициту. Как известно, работа предприятий ломозаготовительной отрасли блокируется в связи с указом президента от 25 марта об объявлении нерабочих дней. Надзорные органы предписывают остановить работу производителей под угрозой применения крупных штрафных санкций и уголовной ответственности. Ассоциация «Руслом.ком», объединяющая ломозаготовителей, считает, что на них должны распространяться подпункты «а», «г» и «д» пункта 2 указа о нерабочей неделе и ломозаготовительным предприятиям следует продолжать непрерывную работу.

По мнению Бориса Красноженова из Альфа-банка, ключевым преимуществом российских стальных компаний, которое обеспечивает им защиту от волатильности рынков, является вертикальная интеграция. Положение российских сталелитейщиков устойчиво, и прямой государственной поддержки они не ждут. «Главное — это поддержка наших отраслей-потребителей, часть которых из-за пандемии оказалась в непростом положении. При этом конкретные меры зависят от ситуации в отрасли и проблем в каждый конкретный момент», — считают в «Северстали». И это общее мнение в отрасли: первым делом государству нужно позаботиться о металлпотребляющих отраслях — автопроме, строительной, трубной промышленности и др.

Евгений Зайнуллин

«Но российские компании не сокращают мощности, так как иногда рынок преподносит конъюнктурные сюрпризы. Такие как, например, \$380 за горячекатаный рулон на условиях FOB Китай весной текущего года. Для всех сталелитейных компаний в мире такая цена — катастрофа. Но не для российских. наших производителей спасает и поддерживает слабый курс рубля. Около 30% российской стали экспортируется, это оказывает поддержку крупным компаниям. Именно игроки со слабой национальной валютной получают преимущество в периоды конъюнктурных качелей», — рассуждает Максим Худалов.

Антикризисная мера

В цветной металлургии ситуация совершенно другая. Часть промышленных металлов в дефиците. Например, медь и цинк. Основным производителем меди в мире является Чили. Добыча в стране ведется на старых рудниках с низким содержанием меди в руде. Что касается цинка, то рынок может прийти к балансу, если из-за кризиса сократится производство оцинкованного проката. Профицит мощностей наблюдается, пожалуй, только в алюминийевой отрасли. В Китае можно говорить о 4–5 млн т лишней мощностей, в США мощности (3 млн т) загружены лишь наполовину. На 100% загружены мощности по производству алюминия разве что у UC Rusal. Мировое потребление этого металла составляет 70 млн т. Хотя отрасль, разумеется, тоже пострадает от пандемии коронавируса.

Металлургия является одним из ключевых индикаторов экономического роста или, что более актуально сейчас, спада, поскольку спрос на ее продукцию зависит от загрузки производственных мощностей во всех сферах экономики, за исключением, пожалуй, сферы услуг, говорит управляющий партнер экспертной группы Veta Илья Жарский.

Например, медь где только не используется: от катушек электродвигате-

телей до трубок для хладагента в системах кондиционирования. С третьей декады января стоимость тонны меди упала с \$6,2 тыс. до \$5,2 тыс. Но даже при таких ценах продавать ее трудно, поскольку Китай прекратил закупки из-за простоя значительной части производственных мощностей, продолжает господин Жарский: «Периентрироваться на европейский рынок сейчас невозможно, потому что и там из-за пандемии производство сокращается».

Второй по значимости в цветной металлургии металл — алюминий. По тем же причинам он теряет в цене. «Спрос на него тает вместе с замедляющейся экономикой, усугубляя проблему избытка производственных мощностей, ориентированных на постоянный динамичный рост мировой экономики и спроса», — говорит Илья Жарский. Несмотря на то, что падение экономики и ущерб для отрасли, пока судить рано, поскольку нижняя точка вызванного пандемией кризиса в мировой экономике, более всего ударившего по промышленным центрам в Европе и Азии, еще не пройдена. Нельзя исключать того, что до 30% производимых цветных металлов просто окажется невостребованными, что может привести к станаднии отрасли.

Из-за коронавируса всего за пару недель схлопнулась мировая торговля, замечает Максим Худалов. При таком раскладе покупателям скоро могут понадобиться дополнительные мощности внутри своих стран, например по производству стали, чтобы обеспечивать себя металлом в условиях, когда его покупка на внешнем рынке может стать затруднительной или невозможной. Получается, что избыточные мощности являются для российских производителей в некотором роде антикризисной мерой: они позволяют реагировать на рыночные качели даже в условиях тотального кризиса.

Мария Иванова