Нарек АВАКЯН,
начальник отдела инвестидей,
«БКС Брокер»

Металлургический сектор как один из самых недооцененных фаворитов

Российский фондовый рынок уже не первый год обновляет максимумы. Рублевый индекс Московской биржи еще в 2015 году был близок к историческим максимумам, а с начала текущего года вырос почти на 20% и некоторое время был выше 2800 пунктов, долларовый индекс РТС пробил отметку 1400 пунктов, что является максимальным значением с начала 2014 года. Однако в этом году пока еще остались те отрасли, которых ралли, казавшееся всеобщим, еще не затронуло, причем довольно несправедливо. Одной из таких отраслей является металлургия.

Российские металлурги — в числе мировых лидеров. Например, НЛМК по рыночной капитализации уже самая дорогая в мире сталелитейная компания — по стоимости она опережает Arcelor Metal почти на 5%. По рентабельности бизнеса российские металлурги также в числе лидеров. По качеству продукции, конечно, есть и более продвинутые страны — Швеция, Япония, Швейцария и другие, однако в соотношении «цена — качество» российской стали конкуренцию могут составить очень немногие страны.

ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ

Металлургия — один из немногих секторов в России, в котором почти нет госкомпаний. Доминирование частного бизнеса дает свои плоды: финансовая устойчивость сектора и гибкость к внешним шокам позволяют иметь неплохие рейтинги кредитоспособности. Так, НЛМК обладает рейтингом BBB- по шкале Fitch и S&P, что соответствует низшей ступени инвестиционного рейтинга (выше рейтинг не допускается из-за потолка по суверенному рейтингу России). Аналогичная ситуация и с другими компаниями из «большой тройки металлургов» — ММК и «Северсталь». При этом размер денежных средств и их эквивалент у НЛМК достигает 1.2 трлн рублей, у ММК — 710 млрд рублей. У «Северстали» ситуация более неоднозначная — всего 22 млрд, но, учитывая хороший денежный поток и высокую инвестиционную активность, финансовое положение в целом тоже весьма стабильное.

Если смотреть на облигации соответствующих эмитентов, то и здесь ситуация говорит о весьма стабильном положении и позитивной оценке инвесторов. Так, еврооблигации НЛМК торгуются с доходностью 4–4.5% годовых (в зависимости от дюрации) — это почти нулевой спред по отношению к суверенным еврооблигациям России, а пятилетние рублевые облигации «Северстали» дают доходность менее 8% — всего на 50–60 б.п. выше, чем ОФЗ. Это говорит о высокой оценке платежеспособности компаний сектора инвесторами. Об этом же говорят и достаточно высокие международные кредитные рейтинги эмитентов.

ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Если говорить об операционных показателях, то они в первом полугодии были слабыми. Рост производства стали у ММК составил всего 0.6%, у «Северстали» — 1%, а НЛМК и вовсе сократил выпуск на 6%. Тем не менее негативная рыночная конъюнктура была нивелирована гибким менеджментом, благодаря чему результаты деятельности в целом выглядят весьма неплохо, учитывая сокращающийся внешний спрос и низкие мировые цены на сталь. Еще более важно то, что компании сектора стараются выпускать больше продукции с высокой добавленной стоимостью, а значит, снижают факторы потенциально негативной внешней конъюнктуры. Долгосрочно это должно позитивно отразиться на платежеспособности и финансовой надежности эмитентов.

ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

Финансовые результаты деятельности металлургических компаний в целом можно оценить позитивно. Несмотря на текущую негативную конъюнктуру, связанную с падением цен на сталь, в целом финансовые показатели неплохо растут. Так, НЛМК в 2014–2018 годах увеличил продажи на 52% — до $12 млрд, а чистая прибыль и вовсе выросла в 2.25 раза — до $2.24 млрд. У других компаний показатели еще более впечатляющие. Так, у «Северстали» за этот период выручка выросла почти на треть — до $8.6 млрд, а прибыль взлетела в 3.5 раза, превысив $2 млрд. У ММК аналогичные показатели выросли соответственно на 40% — до $8.2 млрд и в 3.3 раза — до $1.3 млрд.

У представителей цветной металлургии ситуация несколько отличается, так как спрос на цветные металлы может отличаться и временами слабо коррелировать с динамикой черной металлургии. Например, у «Норникеля» выручка и чистая прибыль в 2015–2017 годах почти не изменялись, однако в 2018 году продажи выросли больше чем на треть — до 730 млрд рублей, а чистая прибыль подскочила почти в 1.5 раза — до 190 млрд. Здесь проблема в том, что этот сегмент в секторе больше сырьевой, чем обрабатывающий, и производит в основном товары с глобальной ценой, например тот же никель, палладий, золото и так далее — все эти металлы имеют глобальную фьючерсную цену, и ценовая конъюнктура оказывает очень сильное влияние на финансовые результаты. Кроме того, спрос на подобные сырьевые товары чаще всего ограничен и растет очень медленно, в то время как спрос на сталь огромен — она применяется почти во всех отраслях промышленности, а глобальное производство превышает 1 млрд тонн в год. В данном случае компании черной металлургии оказываются в более выигрышном положении, чем цветной.

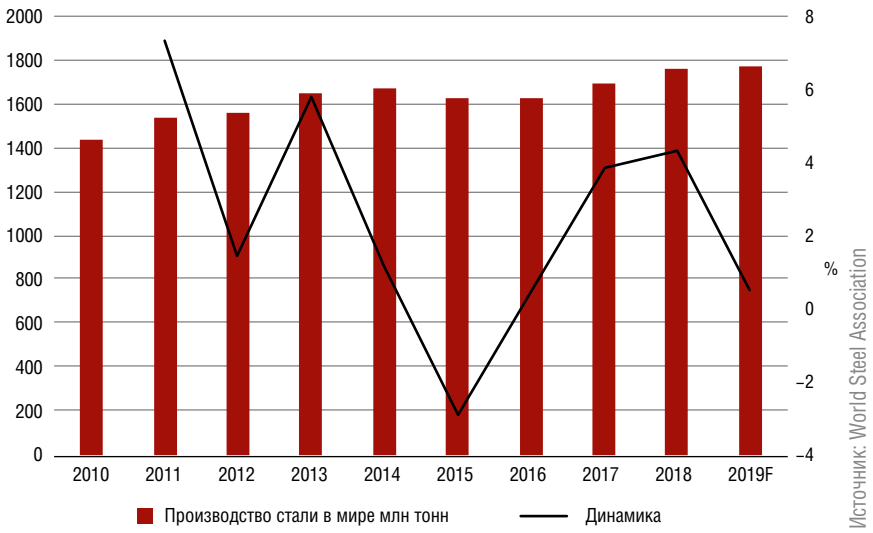
Таблица 1
Российские индексы акций (по состоянию на 1.08.2019)

Наименование индекса	Код индекса	Значение	Валюта	Изм. с начала года,%
Основные индексы акций				
Индекс МосБиржи	IMOEX	2729.42	RUB	15.20%
Индекс РТС	RTSI	1346.40	USD	25.98%
Отраслевые индексы акций				
Нефти и газа	MOEXOG	7702.05	RUB	9.68%
Электроэнергетики	MOEXEU	1881.55	RUB	16.95%
Телекоммуникаций	MOEXTL	1868.83	RUB	11.14%
Металлов и добычи	MOEXMM	6418.51	RUB	1.39%
Банков и финансов	MOEXFN	6540.89	RUB	17.08%
Потребительских товаров и торговли	MOEXCN	6015.12	RUB	9.59%
Химического производства	MOEXCH	15 064.12	RUB	–1.53%
Транспорта	MOEXTN	1549.99	RUB	7.77%

ПЕРСПЕКТИВЫ И ОЖИДАНИЯ

Спрос на сталь и металлы главным образом связан с состоянием экономики, причем в случае с российскими металлургами — с состоянием глобальной экономики, так как большая часть их продукции идет на экспорт. И здесь пока ситуация двоякая. С точки зрения внешнего спроса пока слишком много неопределенности — из-за торговых войн, которые США развязали по всему миру, а также из-за падения темпов роста китайской экономики спрос на сталь в мире значительно упал, что оказало давление на цены, которые в среднем упали на 10–15%. Кроме того, крайне негативное влияние на отрасль оказывает и падение продаж автомобилей

Рисунок 1
Производство стали в мире



Источник: World Steel Association

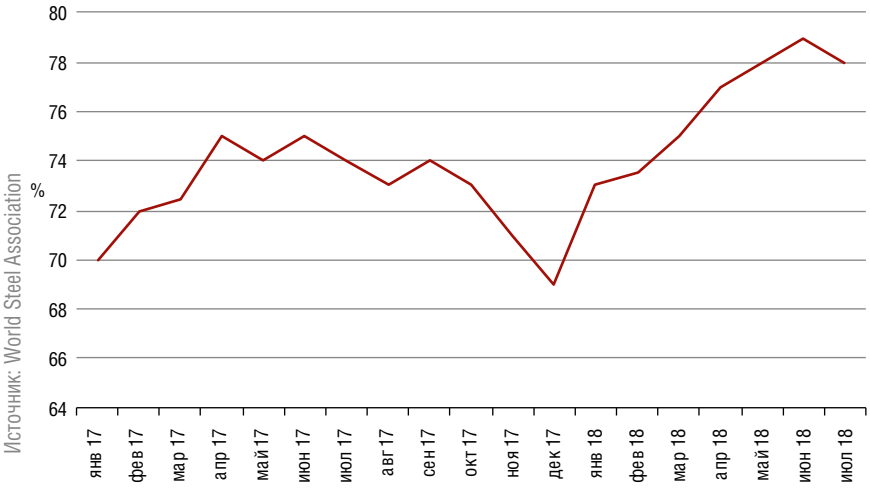


Рисунок 2
Мировой коэффициент загрузки производственных мощностей
(%, 2017–2018 годы)

ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ СЕКТОРА И ГИБКОСТЬ К ВНЕШНИМ ШОКАМ ПОЗВОЛЯЮТ ИМЕТЬ НЕПЛОХИЕ РЕЙТИНГИ КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ

(автомобилестроение является одним из основных потребителей сталелитейной отрасли). В то же время нельзя сказать, что ситуация слишком сложная или негативная, просто глобальная промышленность и экономика перестраиваются под новые реалии, и в связи с этим разрушаются некоторые устоявшиеся связи, из-за чего, собственно, и происходит пока негативная конъюнктура как по части спроса, так и по части цены.

Что же касается внутреннего спроса, то тут ситуация скорее позитивная. Несмотря на некоторое охлаждение авторынка, в целом автомобилестроение чувствует себя неплохо по сравнению с кризисными годами. Так, в 1-м полугодии продажи автомобилей сократились довольно умеренно — на 2.4%, хотя производство российских брендов преимущественно растет. При этом спрос на сталь со стороны строительства (в первую очередь инфраструктурного) ожидается очень высоким на фоне реализации нацпроектов. Таким образом, перспективы с точки зрения внутреннего спроса в ближайшие годы предполагаются весьма неплохие, что должно оказать поддержку бизнесу металлургов.

ПРОГНОЗЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Металлургический сектор как объект для инвестиций выглядит крайне привлекательным по нескольким причинам. Во-первых, сами металлургические компании в России довольно гибкие, диверсифицированные с точки зрения бизнеса и эффективные. Об этом говорит рост продаж и прибыли. Во-вторых, с точки зрения финансовой стабильности здесь также выглядит все хорошо — активы большинства компаний превышают обязательства более чем в 1.5 раза, у некоторых компаний размер денежных средств и их эквивалентов на счетах больше, чем все имеющиеся обязательства. О высокой финансовой надежности металлургических компаний говорят как международные рейтинги от «большой тройки» (Moody's, S&P и Fitch), так и довольно низкие доходности корпоративных облигаций (обычно спред в доходностях с ОФЗ не превышает 100 б.п.). В-третьих, с точки зрения операционных и финансовых результатов я ожидаю, что со стороны внешнего спроса негативная конъюнктура уже близка к завершению, а со стороны внутреннего спроса на подходе уже позитивная конъюнктура.

На мой взгляд, с учетом того, что акции металлургического сектора в большинстве своем проигнорировали ралли российского фондового рынка с начала текущего года, есть серьезные предпосылки для роста курса акций в течение года на 10–20% в зависимости от компании. Есть также высокая вероятность того, что акции многих металлургов сумеют обновить исторический максимум (я ожидаю такой сценарий по НЛМК, ММК, «Северстали», ГМК «Норникель» и Polymetal).

Что касается корпоративных облигаций, то считаю, что нынешние доходности более чем привлекательные. При инфляции в 4–4.5% доходность в 8–9% дает чистую доходность в 4.5–5% — даже по российским меркам это вполне неплохо. Что еще более важно — эти облигации довольно ликвидные благодаря высоким международным рейтингам (у некоторых компаний даже имеется инвестиционный рейтинг — BBB-), поскольку из-за этого многие институциональные инвесторы также имеют в своих портфелях эти бумаги. В данном случае я считаю привлекательным уровень доходности к погашению и ожидаю роста номинальной стоимости облигаций, что также может дать неплохую прибавку к доходу инвестора.

Информация, содержащаяся в данной статье, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном сообщении, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является офертой на заключение сделок с финансовыми инструментами.