

Финансовое здоровье стальной отрасли 2020

Анализ финансовых показателей публичных
компаний-производителей стали

Август, 2020

О ДОКУМЕНТЕ

Мировая отрасль производства стали в 2019 г. пережила непростой период. Данный документ покажет, как компании его пережили, как адаптировались к ожидаемой стагнации спроса на сталь.

GMK Center стремится обратить внимание всех заинтересованных сторон на специфические особенности отрасли: цикличность, избыточные мощности, низкую рентабельность, высокую капиталоемкость, высокую долговую нагрузку.

Данный документ является логическим продолжением работы GMK Center по изучению финансового состояния стальной отрасли, начатой с исследований «Дефолты в металлургической отрасли 2015-2019» и «M&A в металлургической отрасли 2015-2020».

Данный документ - это попытка оценить «финансовое здоровье» отрасли, какие выводы предприятия сделали из предыдущего кризиса, готовы ли к новому экономическому кризису, определить кто лидеры и последователи, ответить на вопрос ждать ли волну банкротств или M&A, насколько отрасль готова к новым вызовам, которые несут глобальные тренды.

Данный документ – это исследование того, в каком состоянии мировая стальная отрасль подошла к экономическому кризису, обусловленному последствиями эпидемии COVID-19. Модель того, как отрасль проходила кризисы 2009 г. и 2015 г. даст понимание того, что можно ожидать от 2020 г.

Также, данный документ содержит прогноз GMK Center финансовых показателей отрасли на 2020 г.

GMK Center и в дальнейшем будет продолжать держать руку на пульсе финансового состояния компаний стальной отрасли, актуализировать соответствующие аналитические продукты.

СОДЕРЖАНИЕ

МЕТОДИКА ИССЛЕДОВАНИЯ	4
КЛЮЧЕВЫЕ ИДЕИ ИССЛЕДОВАНИЯ	5
ДОХОДЫ	8
ЕВИТДА	10
РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ЕВИТДА	13
РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПО ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ	16
САРЕХ	17
САРЕХ / ЕВИТДА, НА ТОННУ СТАЛИ.....	19
ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ	20
ЧИСТЫЙ ДОЛГ/ ЕВИТДА.....	22
ПРОГНОЗЫ НА 2020	25
КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.....	26

МЕТОДИКА ИССЛЕДОВАНИЯ

В документе анализируются финансовые показатели 84 публичных компаний-производителей стали. В качестве источника данных использована финансовая отчетность компаний из открытых источников: Баланс (Balance Sheet), Отчет о финансовых результатах (Income Statement), Отчет о движении денежных средств (Statement of Cash Flows).

В данном документе анализировались годовые показатели финансовой отчетности за период 2005-2019 гг. Результаты компаний, у которых период отчетности не совпадает с календарным годом, приведены к календарному году.

В анализе показателей рентабельности используются определения «лучших» и «худших» компаний, которые определены как средние значения третьего квартиля по показателю рентабельности для «лучших» компаний, и первого квартиля для «худших».

Анализ показателей в разрезе размера компании предполагал деление компаний на «крупные» и «мелкие». Под крупными компаниями понимаются компании третьего квартиля по показателю Продажи, а мелких компаний, соответственно, первого квартиля. При анализе динамики показателей, считаем, что динамика крупных компаний с высокой степенью точности отражает динамику всей отрасли.

Под средними значениями показателей в документе подразумевается среднее взвешенное. Расчет средних значений в разрезе стран проводился на основе деления компаний по странам инкорпорации головных компаний (хед-офисов).

Расчет индикаторов, состоящих из показателей Баланса и Отчета о финансовых результатах или Отчета о движении денежных средств, проводился с учетом усредненных показателей Баланса за год, как среднее на начало и конец года.

Некоторые определения:

ЕБИТДА – прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации. ЕБИТДА более точно из всех финансовых результатов показывает приток средств на предприятие.

Рентабельность по ЕБИТДА – показатель, характеризующий прибыльность работы компании, позволяет сравнивать прибыльность компаний между собой и в динамике. Рассчитывается как отношение ЕБИТДА к сумме чистого дохода.

CAPEX – капитальные инвестиции.

Чистый долг – сумма краткосрочных и долгосрочных финансовых обязательств (за пользование которыми компания уплачивает процент) за вычетом денежных средств. Может быть отрицательным, если сумма денежных средств превышает сумму обязательств.

Чистый долг/ЕБИТДА – показатель, характеризующий долговую нагрузку компании, условно, показывает за сколько лет компания может погасить имеющиеся финансовые обязательства. Нормативное значение – не выше 3,0.

Чистый денежный поток (FCF) – разница между всеми поступлениями денежных средств и всеми расходными платежами, в том числе в результате операционной деятельности, инвестиций, обслуживания, погашения или привлечения долга.

Операционный денежный поток (CFO) – средства, получаемые в результате операционной деятельности компании. Рассчитывается как разница между всеми поступлениями и расходами денежных средств в результате операционной деятельности. CFO в отличие от ЕБИТДА учитывает изменения оборотного капитала.

КЛЮЧЕВЫЕ ИДЕИ ИССЛЕДОВАНИЯ

В течение 2016-2019 гг. «финансовое здоровье» отрасли несколько улучшилось. Компании ограничили инвестиционные программы, рентабельность на восходящей фазе цикла позволила сократить долговую нагрузку. Но 2019 г. отметился ухудшением всех ключевых показателей.

Динамика отрасли в 2019 г.

Доходы	-6%	ЕБИТДА	-26%
Средняя рентабельность по ЕБИТДА		9,4%	
CAPEX	+31%	FCF	-27%
Чистый долг	+1,1%	Средний Чистый долг к ЕБИТДА	3,0

- В 2019 г. доходы компаний стальной отрасли снизились в среднем на 6%. Началась нисходящая фаза экономического цикла. Цены на сталь снизились на 13-18% в зависимости от вида продукции. Снижение доходов в Китае было мягче, чем в других регионах. Это обусловлено тем, что внутренний рынок Китая в 2019 г. показал 8,5% роста потребления стали. В других регионах спрос на сталь упал.
- Доходы стальной отрасли, на примере крупнейших компаний, за последние 5 лет в постоянных ценах снизились на 15,5%, несмотря на прирост потребления стали за этот период. Причина – избыточные мощности в отрасли, которые создают избыток предложения и давление на цены.
- ЕБИТДА в отрасли в 2019 г. снизилась гораздо сильнее, чем доходы – на 26%, так как вместе со снижением цен на готовую продукцию, выросли цены на основное сырье – ЖРС. Несмотря на непростые условия, нельзя сказать, что год был кризисным. Это видно по доле убыточных компаний, которая составила 3,6%, что ниже, чем среднее значение за последние 10 лет – 5,8%.

- За последние 5 лет сумма EBITDA в постоянных ценах на 13% ниже, чем за предыдущие 5 лет. **Долгосрочное снижение EBITDA происходит несмотря на рост потребления стали в мире. Снижение прибыли компаний означает ухудшение инвестиционных возможностей. Это представляет собой серьезный вызов, так как отрасль испытывает повышенную потребность в инвестициях для декарбонизации и диджитализации.**
- Средняя рентабельность по EBITDA в 2019 г. в разрезе основных стран-производителей стали находится в узком диапазоне – 2,9%. Это подчеркивает высокий уровень конкуренции в отрасли.
- Четвертая часть отрасли в течение последних 10 лет работает с отрицательной рентабельностью по чистой прибыли. Теоретически, такая ситуация не может длиться десятилетиями и должна привести к уходу неконкурентоспособных игроков с рынка и снижению избыточных мощностей. Однако, **из-за высокой социальной значимости стальной отрасли во многих странах государственные власти готовы поддерживать убыточных производителей.** Это только усугубляет проблему избыточных мощностей и негативно влияет на «финансовое здоровье» отрасли.
- Российские компании являются лидерами рынка в части эффективности. Средняя рентабельность по EBITDA местных компаний в 2019 г. – 21%. Настолько высокие показатели рентабельности можно пояснить вертикальной интеграцией практически всех местных игроков.
- Уровень рентабельности в отрасли не зависит от размера компании. Данный фактор ограничивает мотивацию для M&A.
- Несмотря на снижение EBITDA, производители стали в 2019 г. нарастили CAPEX на 31%. Рост CAPEX в 2017-2019 гг. является восстановительным, после периода снижения в 2014-2016 гг. Но высокий темп 2019 г., вероятно, обусловлен тем, что реализовывались проекты, решение по которым принималось еще в 2017-2018 гг.
- Максимальные темпы прироста CAPEX демонстрирует Китай. Снижение инвестиций в стальную отрасль в стране было зафиксировано только в 2016 г.
- В 2019 г. показатель CAPEX/EBITDA компаний стальной отрасли вырос практически в 2 раза – до 62,7%, что соответствует среднему значению за последние 10 лет. То есть, \$2 из \$3 EBITDA производители стали инвестируют.
- CAPEX на тонну стали в 2019 г. составил \$58, а средний за последние 5 лет - \$48. Для того, чтобы не отставать от отрасли, компаниям необходимо обеспечивать долгосрочный уровень EBITDA на тонну стали более \$75. В 2019 г. данный показатель у публичных стальных компаний Китая составил \$64.
- Чистый денежный поток производителей стали в 2019 г. упал на 27%. Данный показатель крайне волатилен. Чистый денежный поток крупных компаний держится в положительной зоне уже 6-й год подряд, что говорит о возможности отрасли сокращать долговую нагрузку.
- В 2019 г. 30% компаний получили отрицательный FCF. Это максимальный показатель за последние 4 года.

- Сумма чистого долга компаний стальной отрасли в 2019 г. выросла на 1,1%, вслед за двумя годами подряд снижения. Рост чистого денежного потока в 2017-2018 гг. говорит о возможности компаний сократить долг. **Среднее значение чистого долга к EBITDA в 2019 г. достигло максимально допустимых 3,0.**
- В 2019 г. доля компаний с отношением чистого долга к EBITDA выше 5,0 составила 22%. То есть, **каждая пятая компания не в состоянии погасить свой долг в горизонте 5 лет. Высокая финансовая нагрузка не является проблемой для компаний из стран с развитыми финансовыми рынками, так как долг может быть легко рефинансирован. С компаниями из развивающихся стран ситуация иная.**
- В 2018-2019 гг. китайские компании существенно снизили долговую нагрузку и тем самым усилили свою финансовую устойчивость. До 2016 г. долговая нагрузка стальной отрасли в Китае в разы превышала среднемировые показатели. То, каким образом китайским компаниям удалось достичь снижения долговой нагрузки при наращивании инвестиционной программы, рентабельности, незначительно превышающей среднерыночную, высокой доли компаний с отрицательным денежным потоком, требует дополнительных исследований.
- В целом 2019 г. был для стальной отрасли лучше, чем средний год за последние 10 лет. В 2020 г. последствия эпидемии COVID-19 будут испытанием на прочность для компаний стальной отрасли. GMK Center прогнозирует снижение EBITDA на 26%, CAPEX – на 31%. При этом чистый денежный поток должен остаться положительным, а чистый долг к EBITDA вырастет до 4,3.
- С финансовой точки зрения, стальная отрасль в 2020 г. гораздо лучше готова к кризису, чем в 2014 г. Уже в 2021 г. ожидается улучшение финансовых результатов отрасли вместе с восстановлением потребления стали в мире.

Ключевые цифры

10,4%

Средняя рентабельность по EBITDA компаний стальной отрасли за последние 10 лет составила 10,4%

1,1%

Каждая четвертая компания отрасли работает со средней рентабельностью по EBITDA в 1,1% за последние 10 лет

\$2 из \$3

EBITDA компании отрасли инвестируют в среднем за последние 10 лет

2,9%

Средние значения рентабельности по EBITDA основных стран-производителей стали в 2019 г. находятся в диапазоне 2,9%

\$48

CAPEX на тонну стали за последние 10 лет в среднем составил \$48

6 лет

Шесть лет подряд стальная отрасль получает положительный FCF

30%

Треть производителей стали получила отрицательный денежный поток в 2019 г.

22%

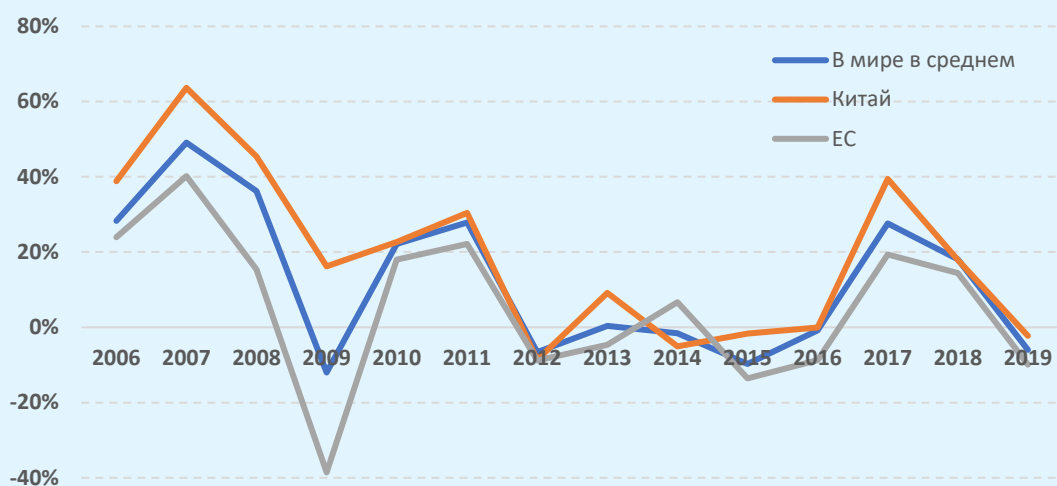
Каждая четвертая - пятая компания отрасли имеет показатель чистого долга к EBITDA выше 5,0

ДОХОДЫ

Прошедший 2019 г. был крайне непросто для мировой стальной отрасли. Потребление стали в мире выросло на 3,4%. Однако, глобальный рост произошел за счет Китая (+8,5%), в то время как во всех прочих регионах мира спрос упал (-1,5%). Как результат слабого спроса, цены на прокат и трубы снизились на 13-18%. Поэтому, несмотря на рост потребления стали в мире, падение цен привело к снижению доходов отрасли в среднем на 6%.

В 2019 г. доходы компаний стальной отрасли снизились в среднем на 6%. Началась нисходящая фаза цикла

Средние темпы прироста доходов компаний стальной отрасли

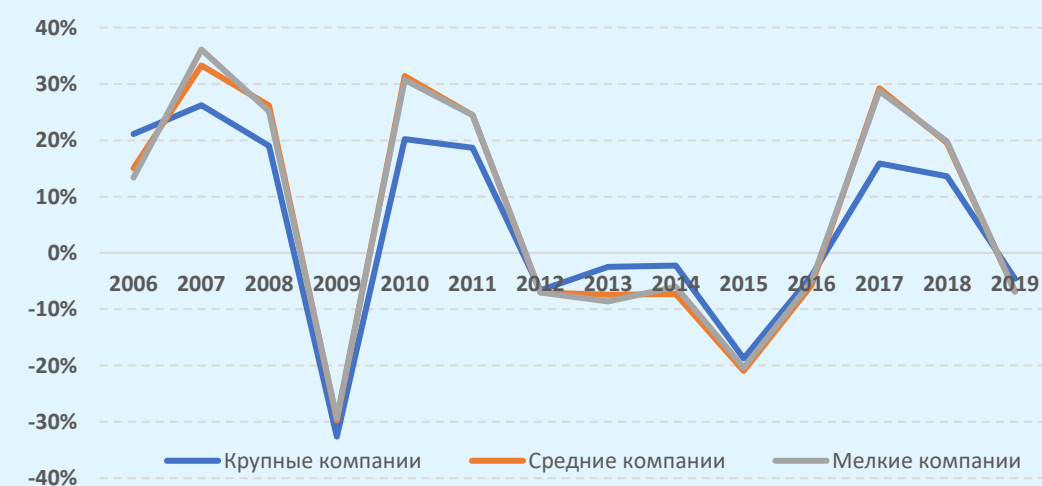


Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Снижение доходов в Китае было мягче, чем в других регионах, так как внутренний рынок Китая в 2019 г. показал 8,5% роста потребления стали

В Китае снижение доходов было меньше, чем в других регионах – 2,2%, в то время как в ЕС и США – около 10%.

Средние темпы прироста доходов отрасли в зависимости от размера компаний



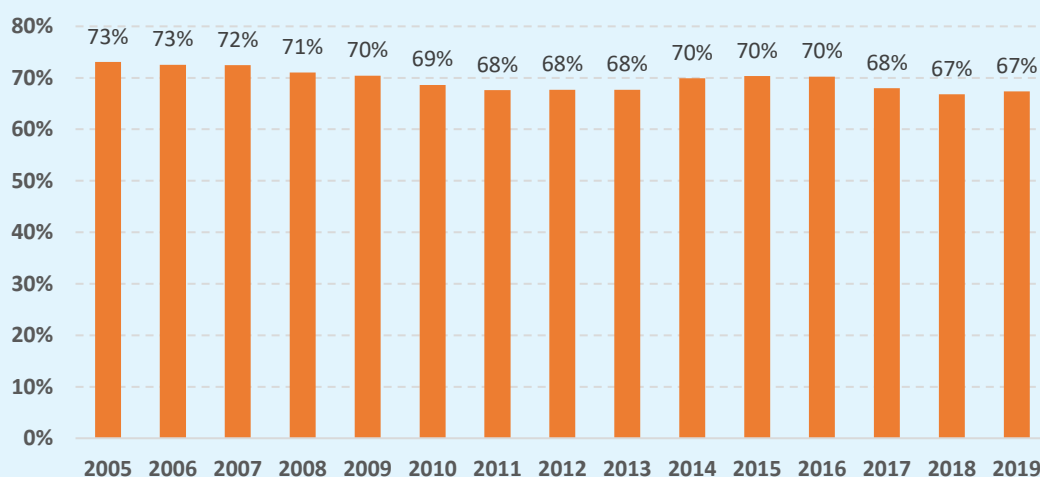
Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Крупные компании показывают лучшую динамику доходов. В 2019 г. доходы крупных компаний упали на 4,5%, мелких и средних – на 7%

Существенного различия между динамикой доходов в зависимости от размера компаний не наблюдается. Однако крупные компании показывают меньшую волатильность результатов.

Крупные компании занимают доминирующую долю в доходах отрасли. В 2019 г. – около 67%. При этом доля крупных компаний ежегодно незначительно снижается. Максимум за последние 15 лет - 73% в 2005 г.

Доля крупных компаний в общей сумме доходов отрасли

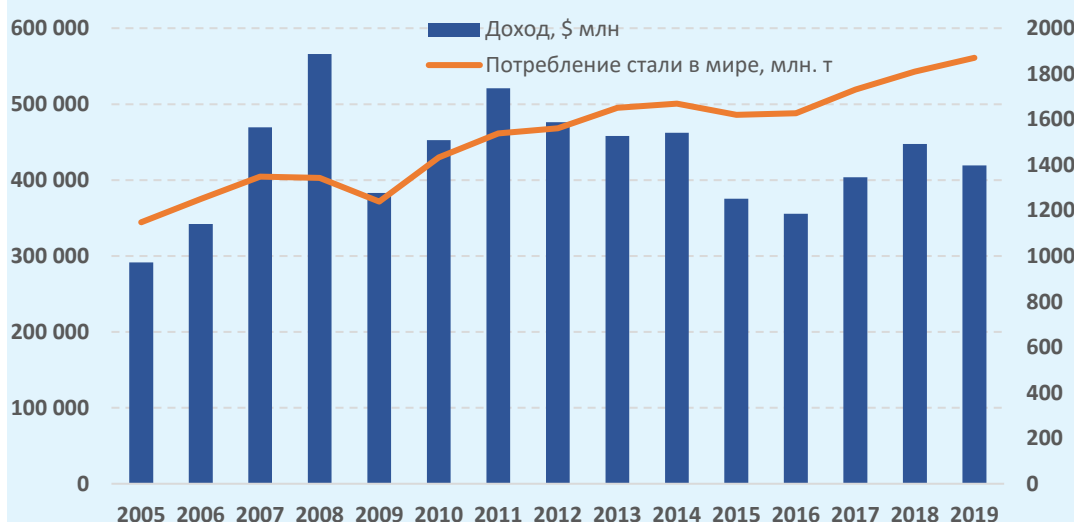


Доля крупных компаний в продажах отрасли снизилась с 73% в 2005 г. до 67% в 2019 г.

Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

В последние годы стальная отрасль стала зарабатывать меньше. Суммарные доходы крупных компаний в постоянных ценах за 5 лет с 2015 г. по 2019 г. упали на 15,5%, по сравнению с предыдущей пятилеткой 2010-2014 гг. И это несмотря на рост потребления стали в мире за этот период.

Суммарные доходы крупных компаний в ценах 2005 г., \$ млн



Доходы стальной отрасли за последние 5 лет снизились на 15,5%.

Причина – избыточные мощности

Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

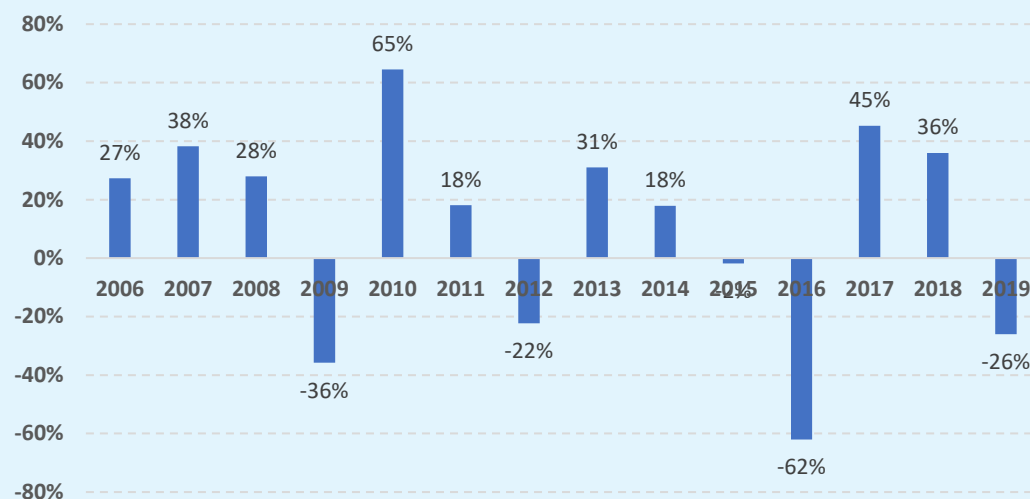
Динамика доходов крупных компаний характерна для всей отрасли, исходя из высокой и стабильной доли крупных компаний в структуре доходов. Причиной падения доходов компаний отрасли, предположительно, является ситуация с избыточными мощностями, что создает избыточное предложение и давление на цены.

ЕБИТДА

ЕБИТДА в отрасли в 2019 г. снизилась гораздо сильнее, чем доходы – на 26%. Вместе со снижением цен, выросли цены на основное сырье – ЖРС. За последние 15 лет было 5 периодов падения показателя ЕБИТДА. То есть, в среднем на каждые 2 года роста приходится год падения. При этом, темпы падения, как правило, составляют 20-30%.

ЕБИТДА в отрасли в 2019 г. упала на 26%

Средние темпы прироста ЕБИТДА компаний стальной отрасли

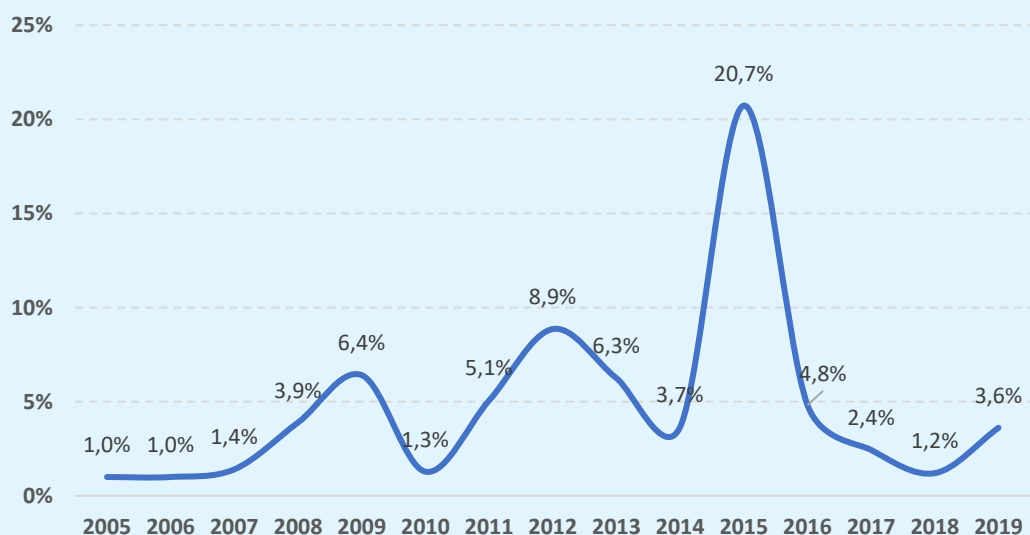


На два года роста приходится год падения

Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Несмотря на непростые условия на рынке в прошлом 2019 г., нельзя сказать, что год был кризисным. Это видно по доле убыточных компаний. Убыток по ЕБИТДА в 2019 г. получили 3,6% компаний. Для сравнения в кризисном 2009 г. – 6,4%, 2015 г. – 20,7%.

Доля компаний с отрицательным показателем ЕБИТДА



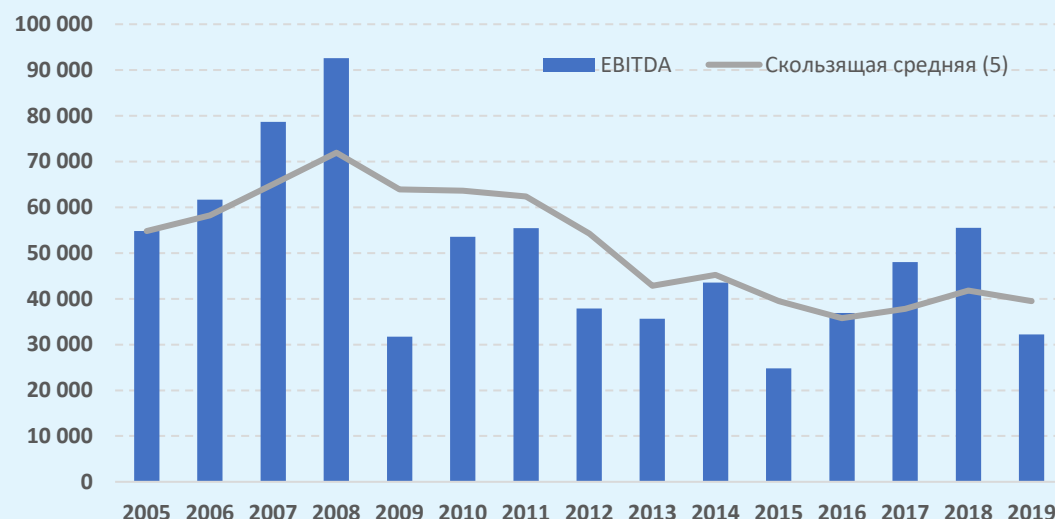
В 2015 г. каждая пятая компания получила убыток по ЕБИТДА. В 2019 г. – только одна на двадцать семь

Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Среднее значение доли убыточных компаний за последние 10 лет – 5,8%. То есть, значение 2019 г. было ниже среднего. Но текущий 2020 г. с его последствиями эпидемии COVID-19 принесет убытки значительно большему числу компаний.

Показатель EBITDA крупных компаний в ценах 2005 г. имеет долгосрочную тенденцию к снижению, что видно по нисходящему наклону скользящей средней. Например, за последние 5 лет (2015-2019 гг.) среднегодовой показатель EBITDA крупных компаний на 13% ниже, чем в предыдущие 5 лет (2009-2014 гг.).

Суммарная EBITDA крупных компаний в ценах 2005 г., \$ млн



Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

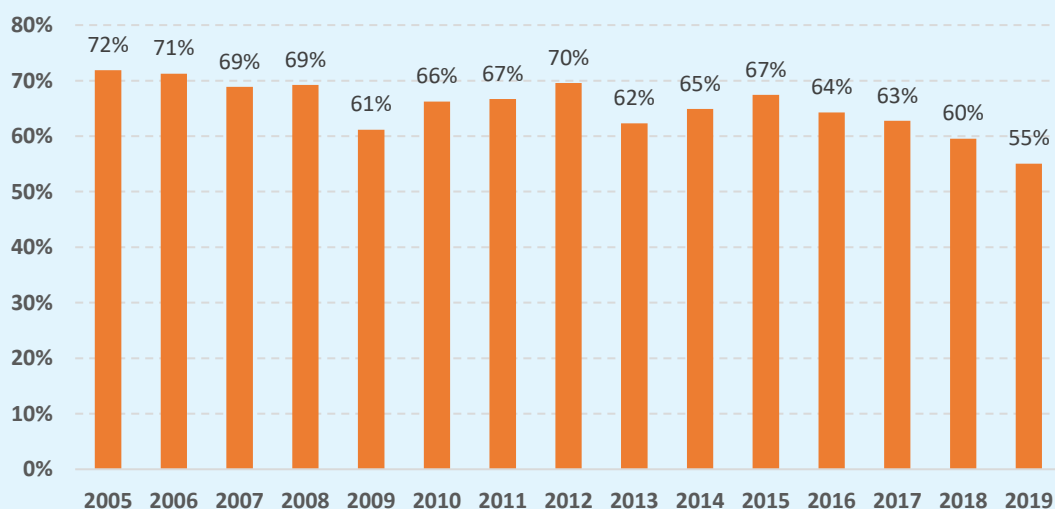
В 2015-2019 гг. среднегодовой показатель EBITDA в постоянных ценах на 13% ниже, чем за предыдущие 5 лет

Долгосрочное снижение общей суммы EBITDA происходит несмотря на рост физических объемов мирового рынка (потребления стали в мире).

Снижение прибыли компаний означает и снижение инвестиционных возможностей. Это представляет собой серьезный вызов, так как отрасль испытывает повышенную потребность в инвестициях для декарбонизации и диджитализации.

Снижение прибыли компаний означает и снижение инвестиционных возможностей

Доля крупных компаний в суммарном показателе EBITDA отрасли



Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

С 2016 г. наблюдается ускорение снижения доли крупных компаний в EBITDA. Крупным компаниям зарабатывать стало тяжелее.

Доля крупных компаний в EBITDA ниже, чем в продажах отрасли. И тенденция по дальнейшему сокращению обострилась с 2016 г. То есть, крупным компаниям стало тяжелее зарабатывать.

После трех лет подъема EBITDA на тонну стали крупных компаний в 2019 г. снизилось на 28,7% до \$92. Данный показатель соответствует среднему значению за последние 10 лет.

Средняя EBITDA на тонну стали в 2019 г. - \$92



Среднее значение EBITDA на тонну стали не дает полной картины состояния отрасли. Ситуация значительно отличается в зависимости от региона. Средние значения EBITDA на тонну стали в мире несколько искажены результатами российских компаний, у которых в 2019 г. данный показатель составлял \$174. Вероятно, настолько высокие показатели обусловлены вертикальной интеграцией местных производителей. Для сравнения аналогичный показатель крупнейших стальных компаний Китая - \$64.

Средняя EBITDA на тонну стали в Китае в 2019 г. - \$64

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ EBITDA

Рентабельность по EBITDA в среднем в мире в 2019 г. снизилась до 9,4%. Средний уровень за последние 10 лет составляет 10,4%. Минимальные уровни рентабельности за последние 10 лет наблюдались в 2012 г. – 7,7% и 2015 г. – 6,9%.

Рентабельность по EBITDA в 2019 г. снизилась до 9,4%

Средние показатели рентабельности по EBITDA

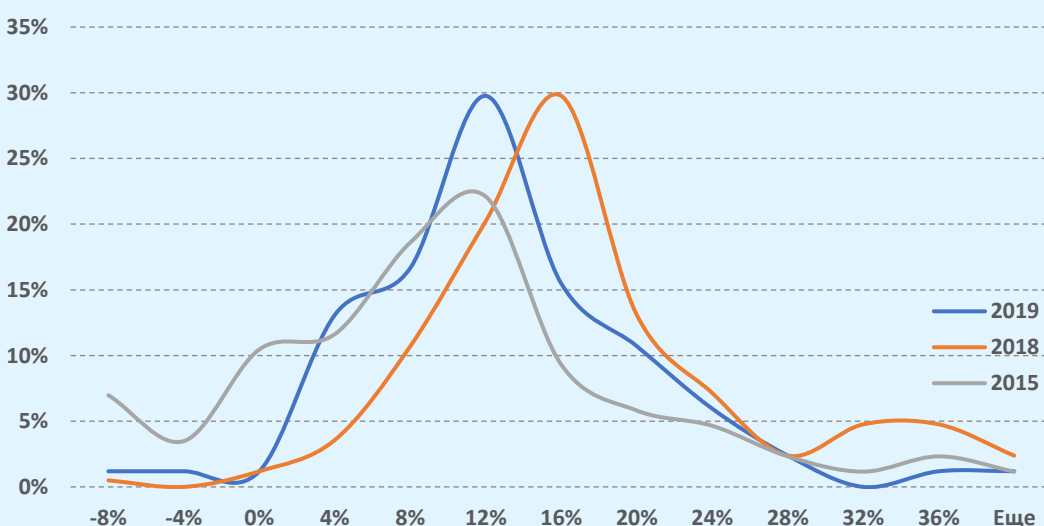


Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Четвертая часть отрасли работает со средней рентабельностью по EBITDA на уровне 1,1%, то есть на грани убытков

Компании первого квартиля (25% компаний, имеющих наименьшие показатели) работают со средней рентабельностью в 2010-2019 гг. на уровне 1,1%. Это говорит о том, что значительная часть производителей неконкурентоспособна, однако продолжает находиться в рынке и усугубляют проблему избыточных мощностей.

Кривые распределения рентабельности по EBITDA



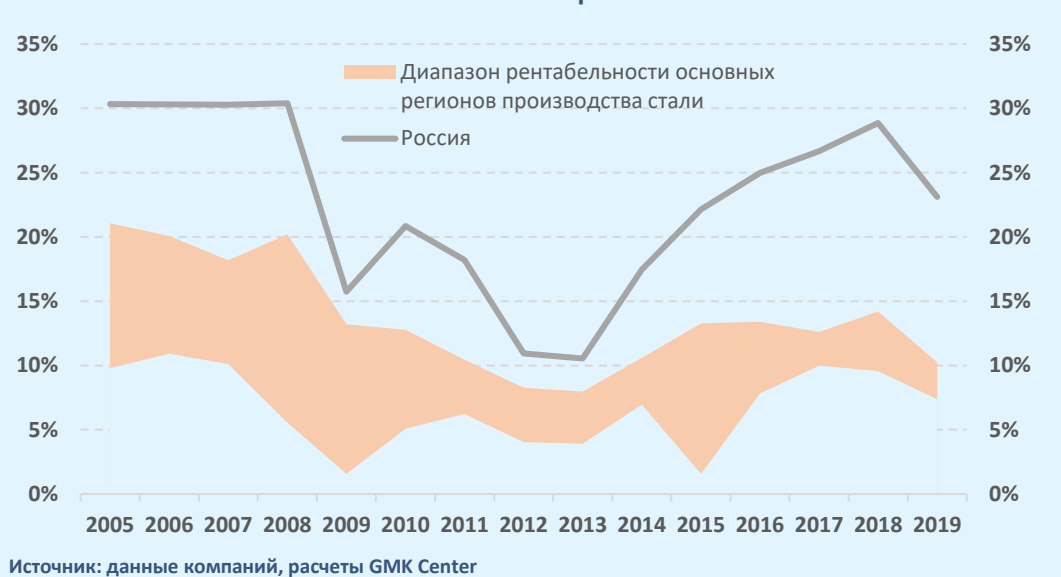
Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

В 2019 г. 62% производителей работали с рентабельностью по EBITDA 8-16%

Большая часть производителей (62%) в 2019 г. работала с рентабельностью 8-16%. В целом, кривая распределения по сравнению с 2018 г. сдвинулась влево, что отражает снижение показателей прибыльности. Однако, ситуацию 2019 г. нельзя назвать кризисной, положение кривой далеко от уровней 2015 г.

Средние показатели рентабельности в разрезе стран находятся в очень узком диапазоне. Для 2019 г. этот диапазон составляет 2,9% - от 7,4% (ЕС) до 10,2% (Китай) Тенденция к сужению диапазона проявилась начиная с 2010 г. Это подчеркивает высокий уровень конкуренции в отрасли.

Рентабельность по EBITDA в зависимости от региона

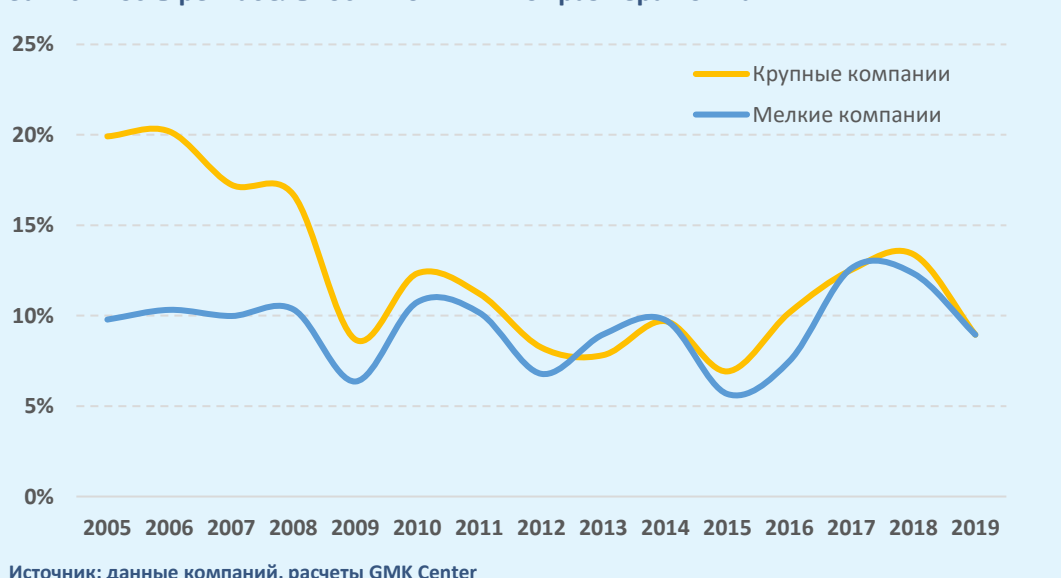


Средняя рентабельность по EBITDA в 2019 г. в основных странах производителей стали находится в узком диапазоне – 2,9%. Это подчеркивает высокий уровень конкуренции в отрасли

На этом фоне выделяются показатели рентабельности российских компаний. Следует признать, что российские компании являются лидерами рынка в части эффективности. Настолько высокие показатели рентабельности, также, можно пояснить вертикальной интеграцией практически всех местных игроков.

Российские компании являются лидерами по прибыльности

Зависимость рентабельности по EBITDA от размера компании

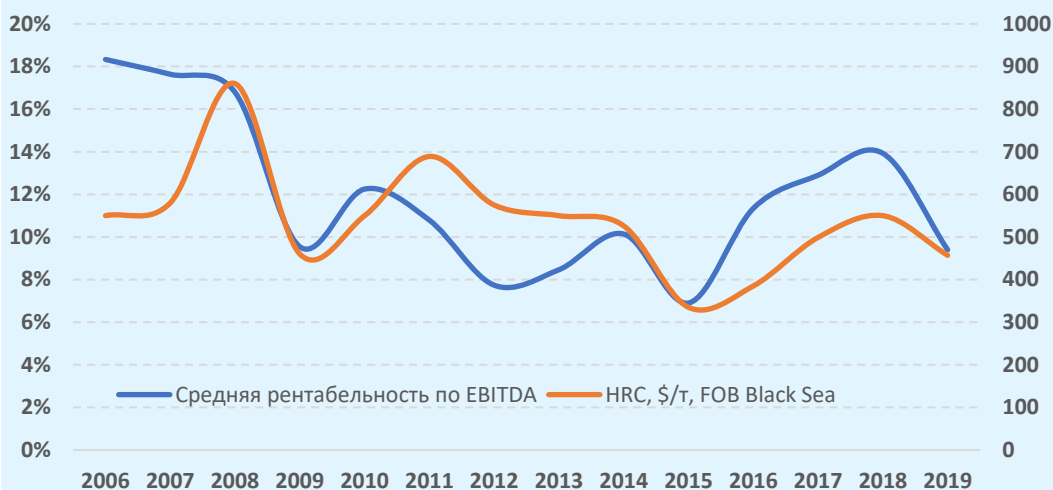


Уровень рентабельности не зависит от размера компании. Данный фактор ограничивает мотивацию для M&A

Уровень рентабельности не зависит от размера компании. Определенные различия существовали до кризиса 2008 г. В 2019 г. уровень рентабельности малых и крупных компаний совпадает. Данный фактор может ограничивать мотивацию для M&A сделок в отрасли.

Прибыльность компаний, безусловно, зависит от цен на готовую продукцию и сырье. В 2019 г. цены на прокат снизились на 13-18%, в зависимости от вида продукции. Средняя рентабельность при этом снизилась с 13,9% до 9,4%. Аналогичный прошлому году уровень цен наблюдался в 2017 г., но при этом рентабельность по EBITDA была гораздо выше из-за более низких цен на сырье.

Зависимость рентабельности по EBITDA от цен на прокат

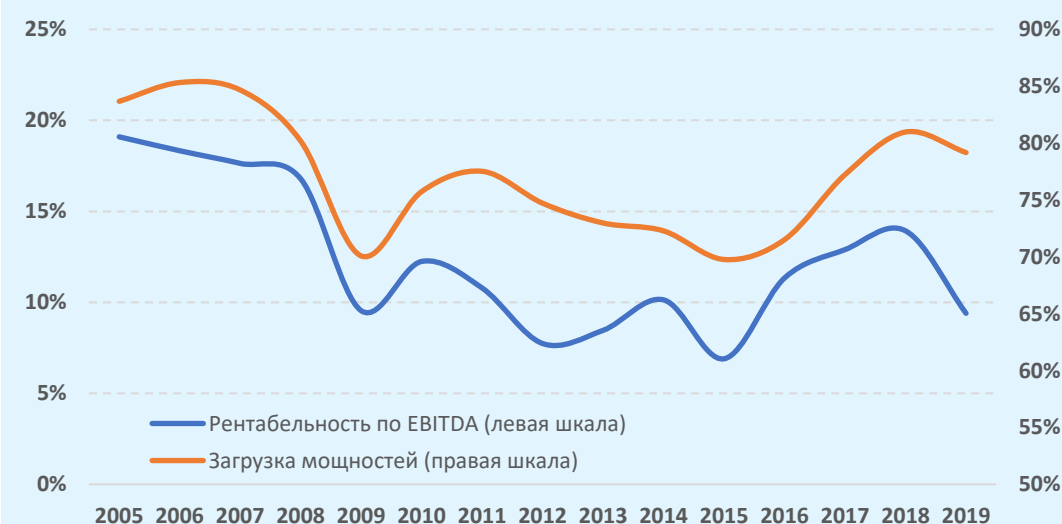


Источник: данные компаний, данные СМИ, расчеты GMK Center

В 2020 г. ожидается снижение цен на готовую продукцию на 7%, что повлечет за собой снижение рентабельности

В 2020 г. ожидается снижение цен на готовую продукцию на 7%, что повлечет за собой снижение рентабельности.

Зависимость рентабельности по EBITDA от средней загрузки мощностей



Источник: данные компаний, OECD, расчеты GMK Center

В 2020 г. ожидается снижение загрузки мощностей по производству стали до 74%, что повлечет за собой снижение средней рентабельности

Зависимость прибыльности и загрузки мощностей прослеживается довольно хорошо, так как снижение загрузки является следствием слабого спроса и низких цен. Загрузка мощностей по производству стали в 2019 г. снизилась с 81% до 79%. В 2020 г. ожидается снижение загрузки до 74%, что повлечет за собой снижение рентабельности.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПО ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ

Средняя рентабельность по чистой прибыли в стальной отрасли в 2019 г. снизилась до 1,7% с 6,2% в 2018 г. Средний показатель за последние 10 лет – 1,9%, что несопоставимо ниже значений до кризиса 2008 г.

Средние показатели рентабельности по чистой прибыли

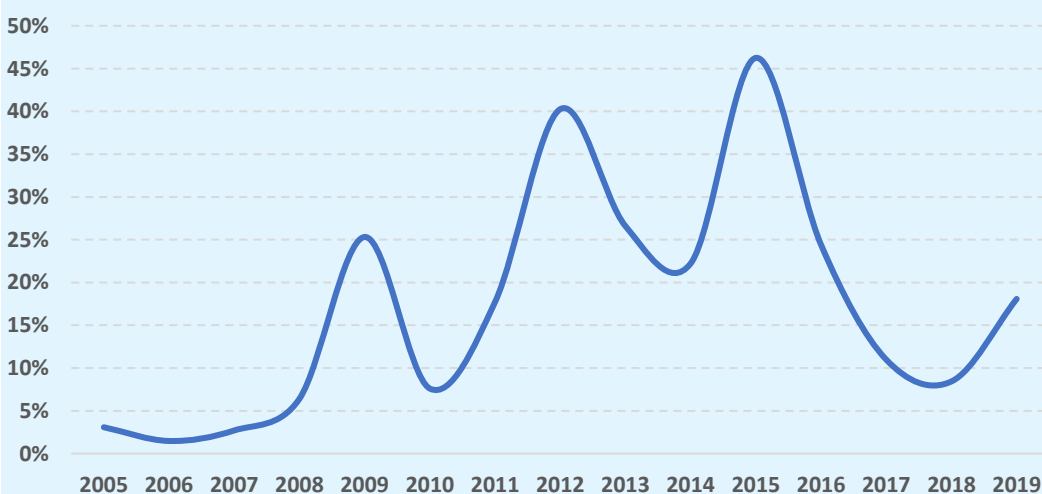


Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Средняя рентабельность стальных компаний по чистой прибыли в 2019 г. – 1,7%

Компании первого квартиля (25% компаний, имеющих наименьшие показатели рентабельности) работают с отрицательной рентабельностью по чистой прибыли в 2010-2019 гг. на уровне -5,0%. То есть, ряд компаний стабильно, в течение 10 лет, работает в убыток.

Доля убыточных компаний по чистой прибыли



Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

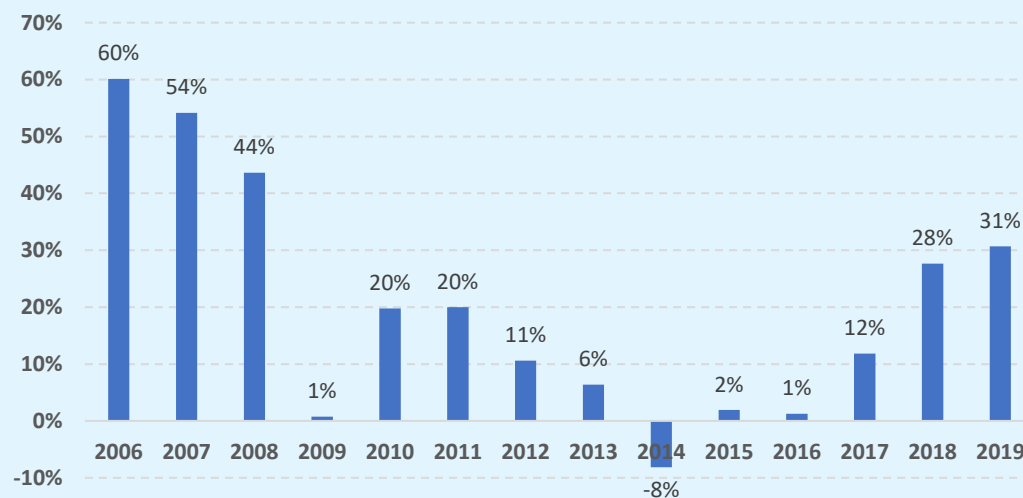
Каждая четвертая-пятая компания стабильно работает в убыток. Теоретически, данная ситуация должна привести к выводу из рынка слабых игроков. Однако, этого не происходит. Государства стремятся поддержать проблемные компании ввиду высокой социальной значимости стальной отрасли

В 2019 г. доля компаний, имеющих чистый убыток, составила 18,1%. При этом, средний показатель за последние 10 лет составляет 22,1%. То есть, практически каждая четвертая или пятая компания стабильно работает в убыток. Это вызов для отрасли, так как постоянно данная проблема существовать не может.

CAPEX

Несмотря на снижение EBITDA, производители стали в 2019 г. нарастили CAPEX на 31%. Рост CAPEX в 2017-2019 гг. является восстановительным, после периода снижения инвестиций в 2014-2016 гг. Высокий темп 2019 г. обусловлен тем, что реализовывались проекты, решение по которым принималось еще в 2017-2018 гг.

Средние темпы прироста капитальных инвестиций компаний стальной отрасли

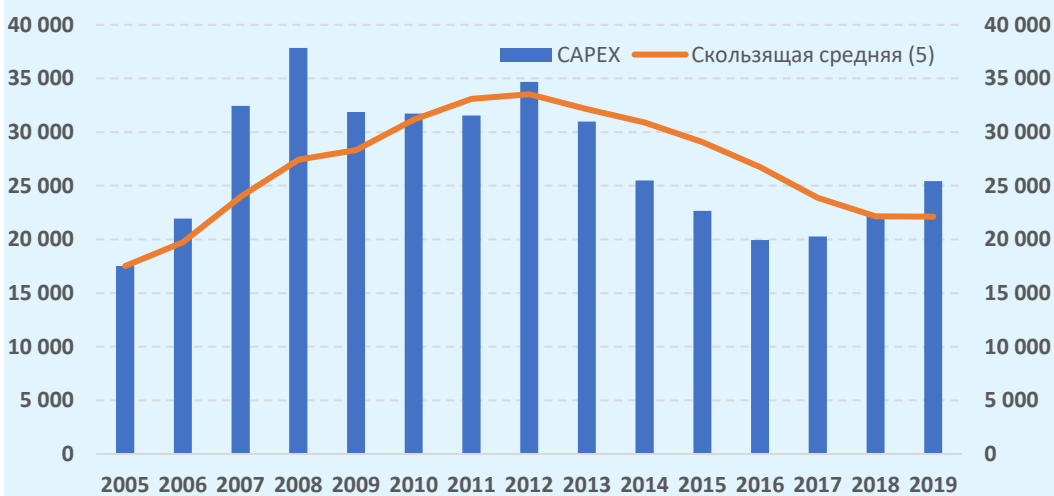


Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Производители стали в 2019 г. нарастили капитальные инвестиции на 31%

Крупные компании ежегодно снижали инвестиции, начиная с 2012 г. Сдерживающими факторами выступили снижение прибыльности, ожидания стагнации рынка, высокая долговая нагрузка. Некоторый рост наметился только в 2017-2018 гг., на восходящей фазе рынка.

Капитальные инвестиции крупных компаний в ценах 2005 г., \$ млн



Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Крупные компании начиная с 2013 г. снизили инвестиции вслед за снижением прибыльности

Доля крупных компаний в суммарном CAPEX отрасли выросла. То есть другие участники рынка снизили инвестиции более значительно

В 2019 г. CAPEX крупных компаний вырос на 16%. За последние 5 лет доля CAPEX крупных компаний в общей сумме CAPEX отрасли выросла до 70%, по сравнению с 62% за предыдущие 5 лет.

Средние темпы роста капитальных инвестиций в разрезе стран



Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Максимальные темпы прироста CAPEX демонстрирует Китай. Снижение инвестиций в стране было зафиксировано только в 2016 г. Компании наращивают CAPEX несмотря на стремление сокращения мощностей.

Компании из ЕС и США в течение 2010-2017 гг. вели консервативную инвестиционную политику. Значительный рост вложений зафиксирован только в 2018 г., так как компании данных регионов получили преимущества за счет мер протекционизма.

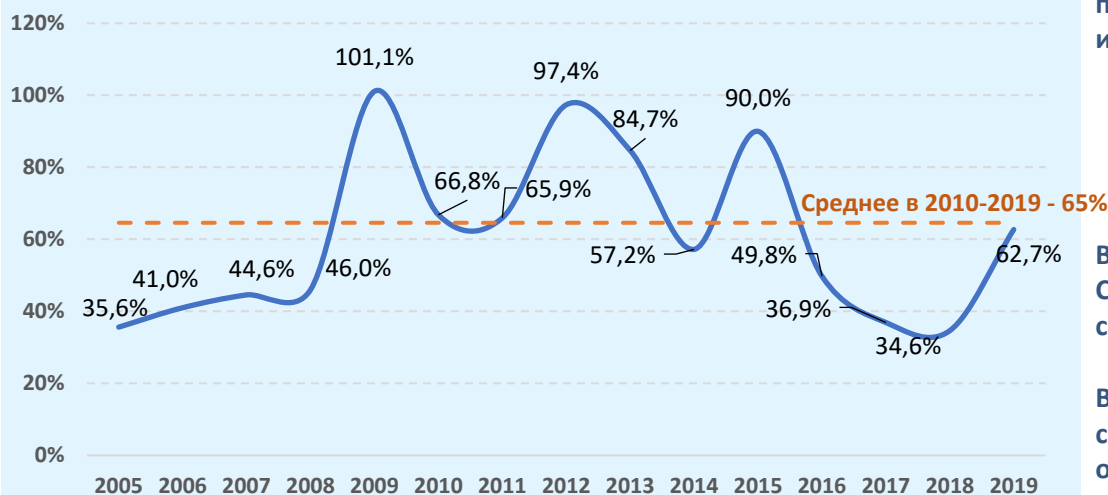
Российские компании начали снижать инвестиции с 2012 г., что было следствием отказа от политики наращивания объемов в сторону повышения качества. При этом российские компании среди лидеров по приросту инвестиций в 2019 г. Вероятно, компании реализовывали проекты, которые откладывали в течение ряда лет.

В 2019 г. компании практически всех стран существенно нарастили капитальные инвестиции, за исключением ЕС

CAPEX / EBITDA, НА ТОННУ СТАЛИ

В 2019 г. показатель CAPEX/EBITDA компаний стальной отрасли вырос практически в 2 раза – до 62,7%. Двукратный рост показателя обусловлен как ростом сумм капитальных инвестиций в отрасли, так и снижением EBITDA.

Среднее значение CAPEX/EBITDA компаний стальной отрасли



Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

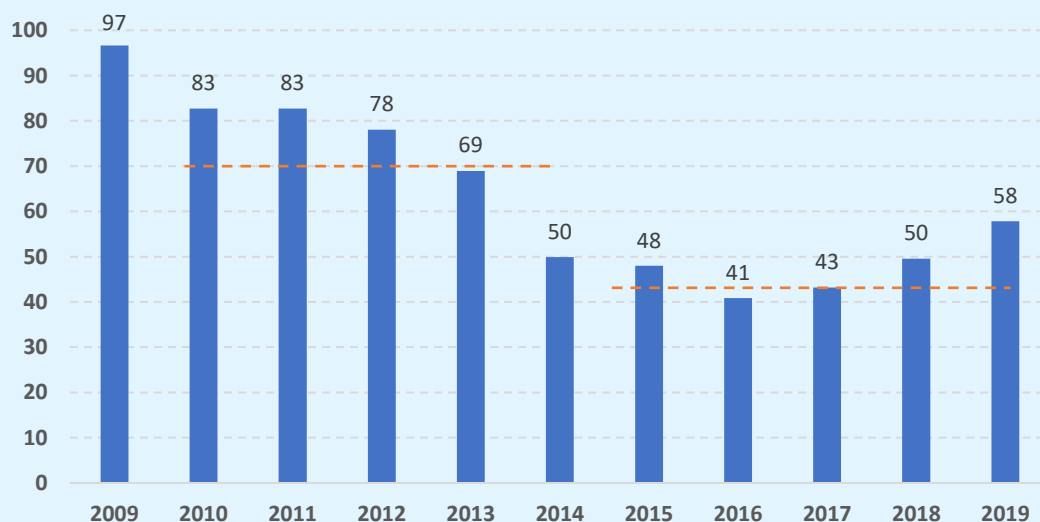
\$2 из \$3 EBITDA производители стали инвестируют

В 2019 г. CAPEX/EBITDA составил 62,7%

В среднем CAPEX составляет 77% от операционного денежного потока

В кризисные периоды сумма CAPEX превышает суммы EBITDA. Это говорит о том, что часть инвестиций финансируется за счет заемных средств.

Среднее значение CAPEX на тонну стали крупных компаний, \$*



* - без выделения CAPEX стального сегмента, может содержать CAPEX других сегментов
Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

CAPEX на тонну стали в 2019 г. составил \$58

Для того, чтобы не отставать от отрасли, компаниям необходимо обеспечивать долгосрочный уровень EBITDA на тонну стали более \$75

Инвестиционная политика производителей стали резко изменилась начиная с 2013-2014 г., что видно из сравнения средних показателей до 2014 г. и после.

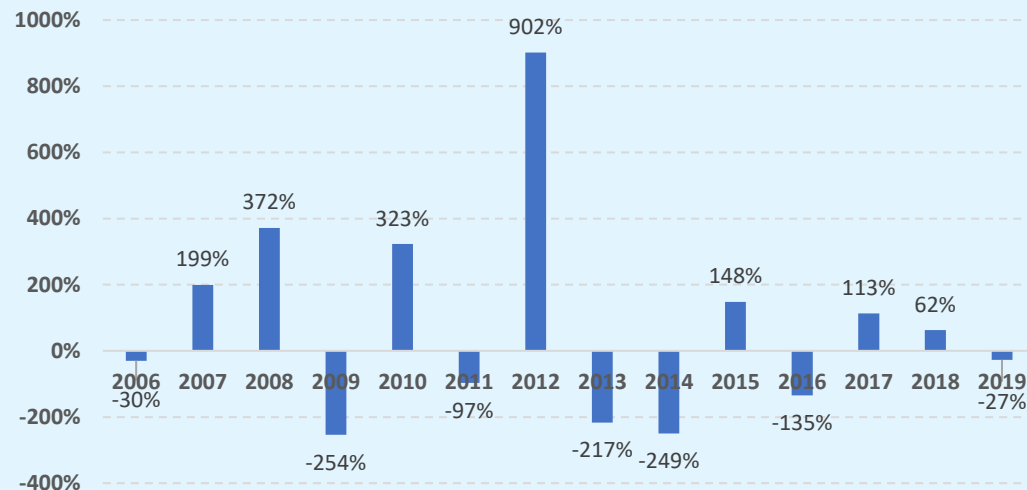
CAPEX на тонну стали в 2019 г. вырос на 16,7% до \$58. Средний уровень показателя за последние 5 лет составляет \$48. То есть для того, чтобы не отставать от отрасли, необходимо обеспечивать долгосрочный уровень EBITDA на тонну стали более \$75.

ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ

Чистый денежный поток (FCF) производителей стали в 2019 г. упал на 27%. Данный показатель крайне волатилен.

Средние темпы прироста чистого денежного потока компаний стальной отрасли

FCF производителей стали в 2019 г. упал на 27%

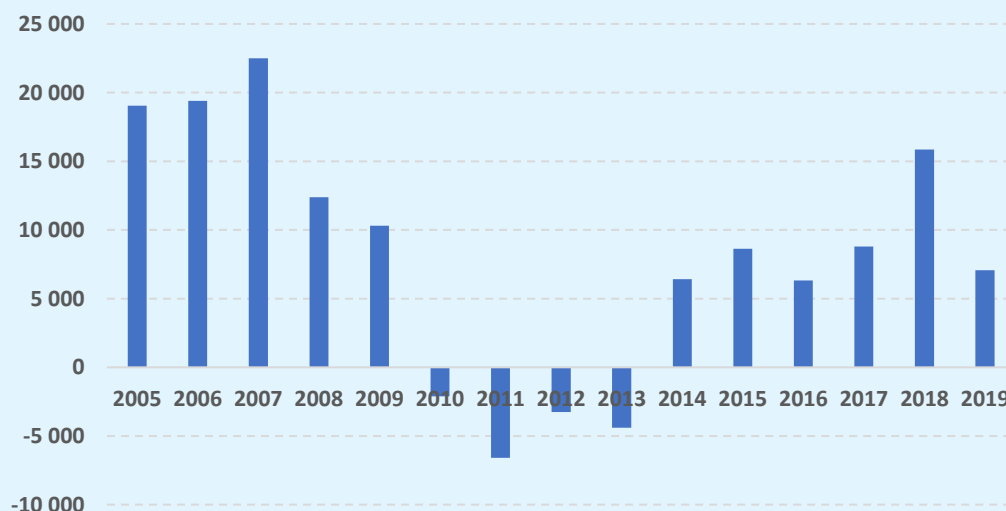


Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Чистый денежный поток крупных компаний в 2019 г. снизился на 45%, но остался положительным. Данный показатель держится в положительной зоне уже 6-й год подряд благодаря тому, что компании сократили капитальные инвестиции. Это говорит о возможности компаний сокращать долговую нагрузку.

Чистый денежный поток крупных компаний в ценах 2005 г., \$ млн

В 2019 г. FCF крупных компаний 6-й год подряд сохраняется положительным

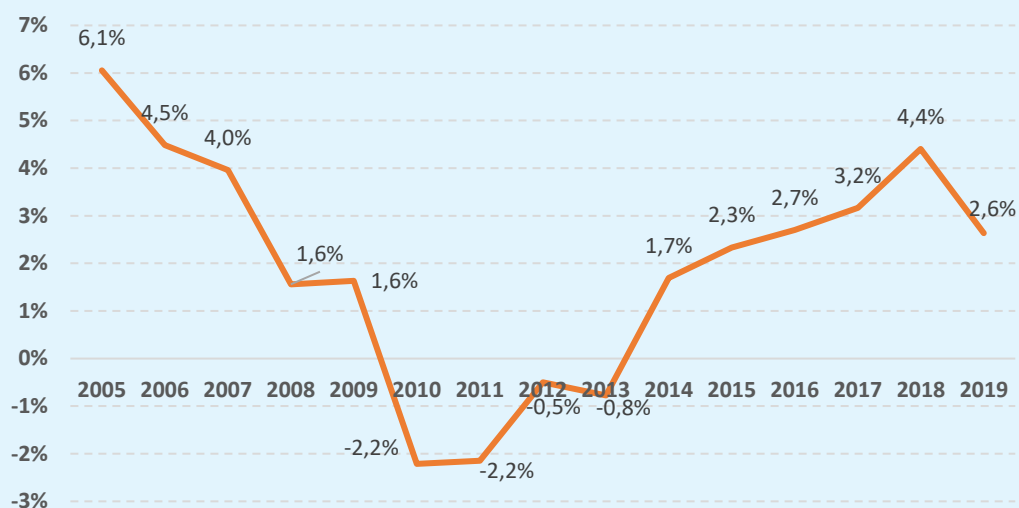


Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

В течение 2010-2013 гг., денежный поток крупных компаний был отрицательным. Это период высоких инвестиций, который сменился слабыми финансовыми результатами в 2012-2013 гг. После 2014 г. политика компаний изменилась.

О том, что отрасль прошлый год прошла с положительным FCF свидетельствует средний показатель рентабельности по FCF. В 2019 г. данный показатель составил 2,6%, что выше среднего показателя за последние 10 лет (1,1%).

Средняя рентабельность по чистому денежному потоку

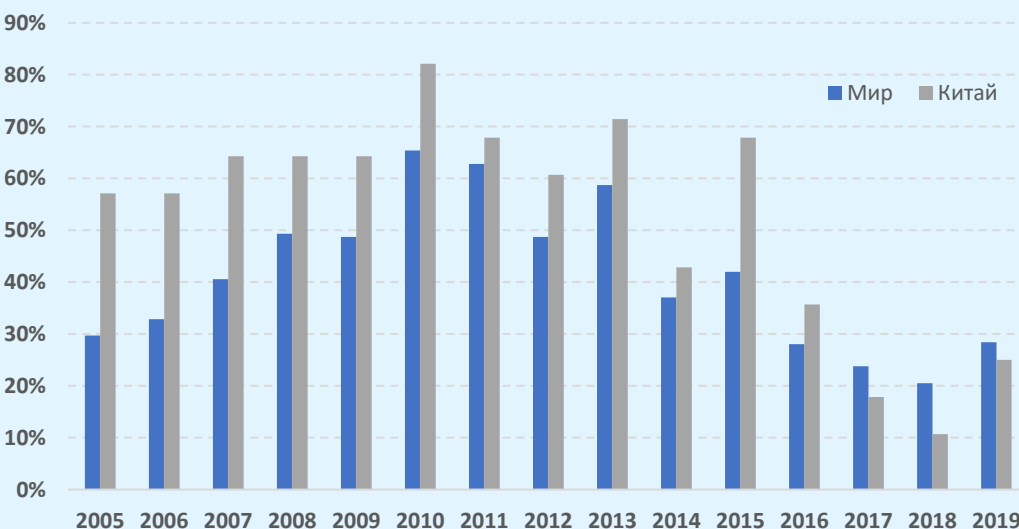


Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Акционерам остается в среднем \$1,1 от \$100 продаж компаний стальной отрасли

Но, все же, практически 30% компаний в 2019 г. получили отрицательный FCF. Это максимальный показатель за последние 4 года, началась нисходящая фаза экономического цикла.

Доля компаний с отрицательным чистым денежным потоком



Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

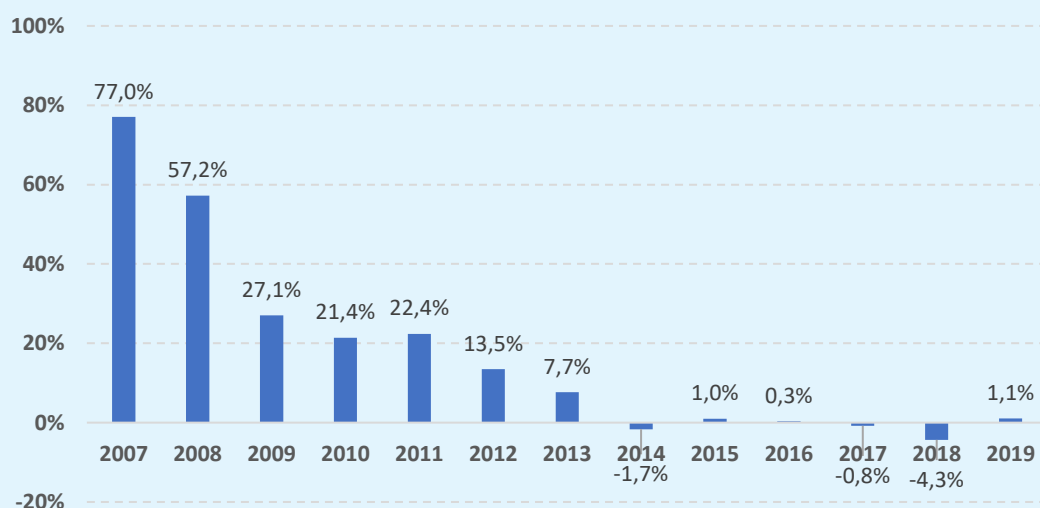
В 2019 г. 30% компаний получили отрицательный FCF. Это максимальный показатель за последние 4 года, что является проявлением ухудшения финансовых результатов компаний отрасли

Обращает на себя внимание различная динамика доли компаний с отрицательным FCF в мире и в Китае. С 2005 г. по 2015 г. 60% китайских компаний имели дефицит денежных средств, который покрывался за счет долга. Ситуация резко изменилась начиная с 2016 г., хотя темпов роста CAPEX Китай не снижал, а прибыльность местных компаний несущественно выше среднерыночной. Начиная с 2017 г. доля компаний с убытком по FCF в Китае стала ниже, чем в мире в среднем.

ЧИСТЫЙ ДОЛГ/ EBITDA

Сумма чистого долга компаний стальной отрасли в 2019 г. выросла на 1,1%, вслед за двумя годами подряд снижения. Рост чистого денежного потока в 2017-2018 гг. позволил компаниям сократить долг. В 2019 г. наблюдалась обратная тенденция.

Средние темпы прироста чистого долга компаний стальной отрасли



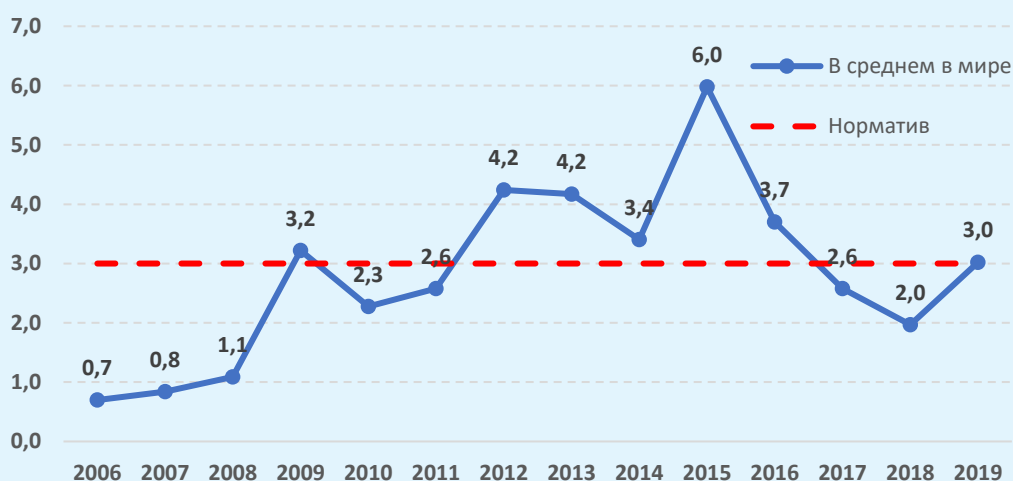
Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Финансовое здоровье отрасли в 2017-2018 гг. заметно улучшилось. Компании ограничили инвестиционные программы и работали над снижением суммы долга

Сумма чистого долга компаний стальной отрасли в 2019 г. выросла на 1,1%

Производители стали активно наращивали долг до 2014 г., на фоне растущей инвестиционной программы. Ухудшение конъюнктуры в отрасли в 2012-2013 гг. привело к тому, что среднее значение чистого долга к EBITDA превысило 4,2, а кризис 2015 г. поставил отрасль на грань банкротства.

Среднее значение чистого долга к EBITDA компаний стальной отрасли



Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Среднее значение чистого долга к EBITDA в 2019 г. достигло максимально допустимых 3,0

Финансовое здоровье отрасли в 2017-2019 гг. заметно улучшилось. Компании ограничили инвестиционные программы и работали над снижением суммы долга. Среднее значение чистого долга к EBITDA в 2019 г. достигло 3,0, что соответствует границе норматива.

В 2012-2015 гг. 65% компаний работали с показателем чистого долга к EBITDA хуже норматива. В следующие несколько лет, на восходящей фазе экономического цикла, данный показатель снизился до 40% в среднем.

Доля компаний с показателем чистый долг к EBITDA выше норматива



Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

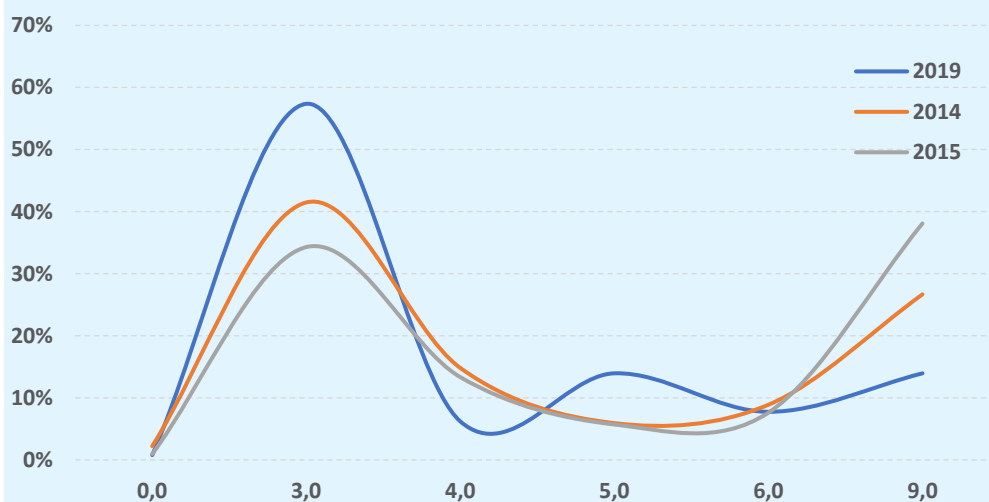
В 2012-2015 гг. две из трех компаний отрасли имели финансовую нагрузку выше норматива

В 2019 г. каждая пятая компания имеет показатель чистый долг к EBITDA выше 5,0

В 2020 г. ситуация ухудшится

В 2019 г. доля компаний с отношением чистого долга к EBITDA выше 5,0 составила 22%. То есть, каждая пятая компания не в состоянии погасить свой долг в горизонте 5 лет.

Распределение показателя чистый долг к EBITDA



Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Высокая финансовая нагрузка не является проблемой для компаний из стран с развитыми финансовыми рынками, так как долг может быть легко рефинансирован. С компаниями из развивающихся стран ситуация иная.

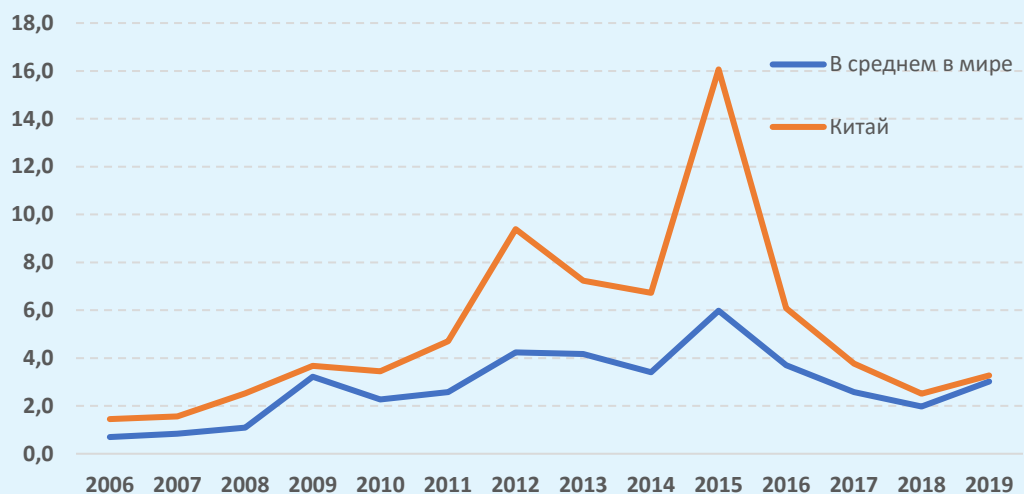
Хвост кривой распределения, традиционно, растянут в сторону повышения долговой нагрузки. Это говорит о том, что в отрасли, в течение многих лет работает ряд компаний с высокой долговой нагрузкой. Для компаний из стран с развитыми финансовыми рынками это не представляет проблемы, так как долг может быть рефинансирован. Для компаний из развивающихся стран ситуация иная.

По форме кривой распределения можно говорить о том, что отрасль лучше готова к кризису, чем в 2014 г.

По форме кривой распределения можно говорить о том, что отрасль лучше готова к кризису, чем в 2014 г.

До 2018-2019 гг. китайские компании имели долговую нагрузку в разы выше среднерыночной. Это можно пояснить активным развитием отрасли в Китае за счет кредитных ресурсов. Местные компании работали в течение ряда лет с отрицательным денежным потоком и имели высокую долю обязательств в активах.

Среднее значение чистого долга к EBITDA в мире и в Китае



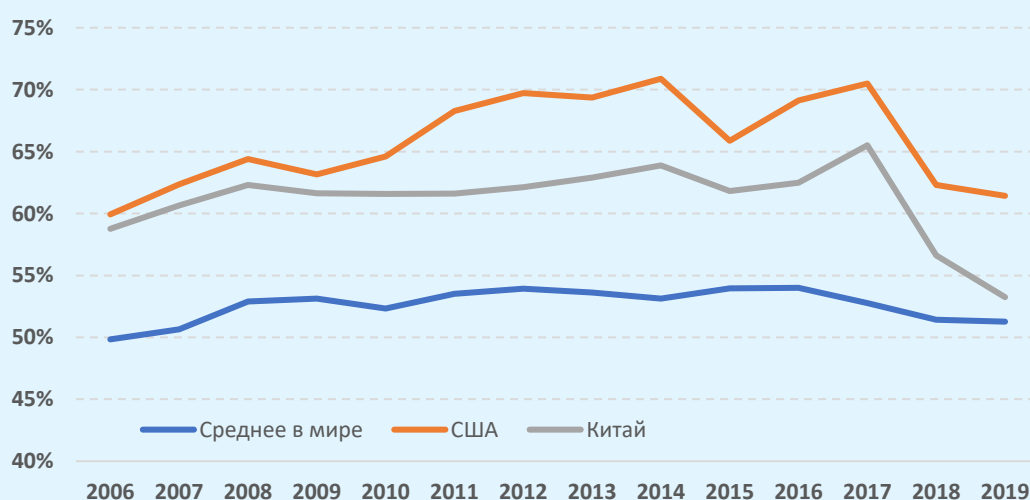
Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Китайские компании резко сократили долговую нагрузку в 2017-2019 гг.

В 2016 г. чистый долг к EBITDA у компаний из Китая составлял 6,1, в мире в среднем – 3,7. В 2019 г. показатели в мире в среднем и в Китае сравнялись

В 2018-2020 гг. ситуация резко поменялась. Китайские компании сократили сумму долга, в результате чего уровень чистого долга к EBITDA сравнялся со среднерыночным.

Среднее значение общего долга к активам компаний стальной отрасли



Источник: данные компаний, расчеты GMK Center

Компании из США и Китая традиционно имели долю долга в активах выше, чем рынок в среднем. В 2017-2019 гг. ситуация изменилась, что улучшило «финансовое здоровье» отраслей этих стран

То, каким образом китайским компаниям удалось достичь снижения долговой нагрузки при наращивании инвестиционной программы, рентабельности, незначительно превышающей среднерыночную, высокой доли компаний с отрицательным денежным потоком, требует дополнительных исследований.

ПРОГНОЗЫ НА 2020

В 2020 г. цены на прокат могут снизиться на 7%. Потребление стали в мире упадет на 6,4%, согласно прогнозу World Steel Association (Short Range Outlook за июнь 2020 г.), что приведет к снижению загрузки мощностей по производству стали до 74%. Как результат, продажи компаний отрасли могут сократиться на 13%. Динамика будет значительно отличаться в зависимости от региона. Так, например, Китай гораздо быстрее, чем прочие страны восстановился от последствий COVID-19 и нарастит потребление стали в этом году.

Средняя рентабельность по EBITDA снизится до 8,3%, согласно регрессионной модели зависимости от факторов спреда цен (на готовую продукцию и сырьевой корзины) и средней загрузки мощностей. EBITDA в отрасли в среднем снизится на 11%.

Ожидаем, что компании в 2020 г. сократят CAPEX на 30%. С одной стороны, это подтверждается тем, как компании действовали во время предыдущих кризисов, с другой – заявлениями менеджмента некоторых компаний.

Благодаря сокращению CAPEX сумма чистого долга не должна существенно измениться. При этом соотношение чистого долга к EBITDA в среднем повысится до 4,3. Чистый денежный поток снизится на 46%, однако будет положительным.

Компании отрасли должны выйти из кризиса 2020 г. без серьезных потерь и банкротств, так как в этом году отрасль гораздо лучше готова к кризису, чем в 2014 г.

Как правило EBITDA снижается не более двух лет подряд. Поэтому, в 2021 г. можно ожидать рост финансовых результатов, вместе с ожидаемым World Steel Association ростом потребления стали.

Ожидаемая динамика финансовых показателей компаний стальной отрасли в 2020 г.

Доходы	-13%	EBITDA	-11%
Средняя рентабельность по EBITDA		8,3%	
CAPEX	-30%	FCF	-46%
Чистый долг	+/-	Средний Чистый долг к EBITDA	4,3

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ООО «ГМК Центр»

ЕГРПОУ 42306047

01024 Украина г. Киев ул. Шелковичная 42-44

+38 044 333 76 18

Директор

Станислав Зинченко

+38 044 333 76 18

s.zinchenko@gmk.center

Главный аналитик

Андрей Тарасенко

+38 044 333 76 18

a.tarasenko@gmk.center

**Аналитик,
кандидат
экономических
наук**

Андрей Глущенко

+38 044 333 76 18

a.glushchenko@gmk.center

Данный отчет может быть использован только в информационных целях.

Приведенные в отчете аналитические исследования, выводы являются достоверными только с учетом указанных предположений и ограничительных условий. Выводы и рекомендации являются личными, беспристрастными и профессиональными суждениями сотрудников ООО «ГМК Центр».

Сотрудники ООО «ГМК Центр» не имеют личной или финансовой заинтересованности в предмете исследования.

Исследования базируются на информации из общедоступных источников, в том числе средств массовой информации и сети Интернет. ООО «ГМК Центр» считает эту информацию достоверной и не проводит независимую проверку ее точности и полноты. ООО «ГМК Центр» не несет ответственности за достоверность использованной информации.

Выводы приведены в отчете актуальны лишь на дату отчета. Изменение рыночных, макроэкономических, политических условиях может привести к значительным изменениям результатов исследования.

Отчет предназначен для использования исключительно в качестве целого документа. Раздел или изменение любого раздела или страницы запрещены и делают отчет недействительным.