

ИнвестиДейя #2: Stelco

Аналитика – global markets

12 октября 2018



Дело мастера боится. Так, Mr. Kastenbaum?

Контакты:

**Сергей
Пирогов**

Portfolio
manager

[s.pirogov@
invest-heroes.ru](mailto:s.pirogov@invest-heroes.ru)

Research
team

[research@
invest-heroes.ru](mailto:research@invest-heroes.ru)

Telegram
InvestHeroes

[@InvestHeroes](https://t.me/InvestHeroes)

В 2017 году PE фонд Bedrock выкупил акции сталелитейных заводов Stelco в Канаде, находившихся в процедуре банкротства, у US Steel. Кастенбаум известен тем, что уже поднимал компании и продавал их, и на этом создал свой капитал. В случае с Stelco, процесс оздоровления идет успешно: долга нет, есть net cash, компания наращивает продажи и FCF выплачивает Bedrock как спецдив.

Впереди – самое интересное: монетизация актива. Пока он дешев, эта фаза выгодна для миноритарных акционеров (за счет дивидендов, SPO и возможно продажи). На этом мы и предлагаем сыграть.

Результаты за 1П 2018 года

Выручка в 1П 2018 выросла на 20% и рост продолжает ускоряться, что дает компании FCF на уровне около С\$450+ млн. в год в 2018-2019, направляемый на выплату дивидендов (эквивалент 25% доходности).

С\$ млн.	1П2018	1П2017	%
Продажи стали, млн.т.	1.36	1.0	+36%
Выручка	1,193	813	+47%
ЕБИТДА	245	140	+75%
Рентабельность по ЕБИТДА	20.5%	17%	+3.5 п.п.
Средняя цена, С\$/т	877	813	+7.8%

Акции STLC



Источник: данные компании

В долгосрочном периоде, в силу снижения цен на сталь и особенностей соглашений с профсоюзами, компания покажет FCF в районе С\$320 млн. или С\$3.6/акция, что делает ее инвестиционно привлекательной на горизонте выхода PE инвестора (Bedrock) из актива, что может занять 1.0-1.5 года.

Справедливая оценка актива

Исходя из стабилизированного FCF на уровне С\$320 млн. в год, мы оцениваем компанию не ниже С\$3 млрд. при текущей стоимости компании на рынке С\$1.8 млрд.

ИнвестиДейя #2: Stelco

Аналитика – global markets

12 октября 2018



Контакты:

**Сергей
Пирогов**

Portfolio
manager

[s.pirogov@
invest-heroes.ru](mailto:s.pirogov@invest-heroes.ru)

Research
team

[research@
invest-heroes.ru](mailto:research@invest-heroes.ru)

Telegram
InvestHeroes

[@InvestHeroes](https://www.instagram.com/InvestHeroes)

Тезисы

Низкая оценка. Прогнозный P/FCF на уровне около 4.0x

Потенциал роста. В этом году загрузка мощностей компании продолжает расти к 75-80%, цены на сталь стабильны

Track record менеджмента. Кастенбаум ранее уже показывал выдающиеся результаты. В Stelco за последний год мы видим их также

FCF полностью в дивиденд. У компании нет потребности в cash для инвестиций. Единственный серьезный отток – это обязательства по пенсиям и OPEB, но они растянуты и все равно оставляют FCF на уровне свыше \$300 млн. в год (в среднем за 2018-2021)

Net cash позиция. У компании на счетах свыше \$420 млн. (почти \$5 на акцию)

Потенциал снятия пошлин США-Канада. Пошлины очень невыгодны для потребителей США, мы ждем соглашения по ним.

Точка входа. Акции на минимуме, и скоро отчетность

Риски

Торговые войны. В случае ужесточения пошлин доступ компании на рынок США может быть ограничен

Отраслевой риск. Мы видим, что сталь завершает цикл роста, и учли это в прогнозах, но за 1.5-2 года ситуация может ухудшиться ниже наших прогнозов

Рекомендация:

**Целевая
цена:**

\$32
/ акция

**Временной
горизонт:**

31
дек
2019

**Тактика торговли
и риски**

- Драйвер цены – дивиденды
- Мы рассчитываем, что акционер проведет SPO или продажу в течение 1-2 лет

Описание компании: восстание из пепла

Компания Stelco – вертикально интегрированный производитель стали. В 2006 году был приобретён компанией U.S. Steel. Будучи дочерней компанией, Stelco потеряла большую часть эффективности.

В рамках акта, защищающего от банкротства (ССАА), компания смогла списать 93% долгов, и была выкуплена Private Equity фондом, Bedrock industries, под управлением Алана Кастенбаума - ветерана металлургической индустрии с солидным послужным списком:

- 1) был основателем одного из крупнейших мировых производителей металлических сплавов - Globe Specialty Metals
- 2) вывел её на IPO в 2009 году, увеличил выручку с \$427 млн. до \$801 млн перед продажей компании в 2015 году

Компания Кастенбаума Bedrock Industries является держателем 73% акций Stelco.

Менеджмент компании

У нового менеджмента уже есть план по оптимизации производства, максимизации прибыльности и потока денежных средств, а также роста бизнеса при поддержании низкой долговой нагрузки. На данный момент:

- Компания увеличила использование стана горячей прокатки завода the Lake Erie Works. Стан имеет мощность 3,7 млн тонн и текущую избыточную мощность 1,5 млн тонн.
- Stelco начала продажи избыточного кокса третьим сторонам
- Stelco также планирует расширить возможности погрузочной площадки Lake Erie Works, чтобы иметь возможность напрямую выгружать заготовки и загружать горячекатаные рулоны
- В среднесрочной перспективе компания Stelco намерена закрепиться на автомобильном рынке, расширив свои производственные возможности, включив в продукцию холоднокатаную полностью обработанную (отожженную) сталь марки AHSS / UHSS. Stelco также планирует модернизировать подшипники на стане горячей прокатки для производства передовых изделий из стали, обычно используемых в автомобильной промышленности.

Отчетность за 2 квартал 2018 говорит о том, что менеджменту удастся реализовывать свой план:

- Компания увеличила объем продаж. Поставки горячекатаной стали увеличились на 20% (кв/кв), составив \$ 590 тыс. тонн, поставки стали с покрытием - на 11% (\$ 93 тыс. тонн), холоднокатаной стали – на 120% (\$ 33 тыс. тонн)
- Менеджмент стремился увеличить долю более дорогой продукции. Показатель adj. EBITDA за тонну вырос на 105% и составил \$ 234 за тонну (кв/кв).

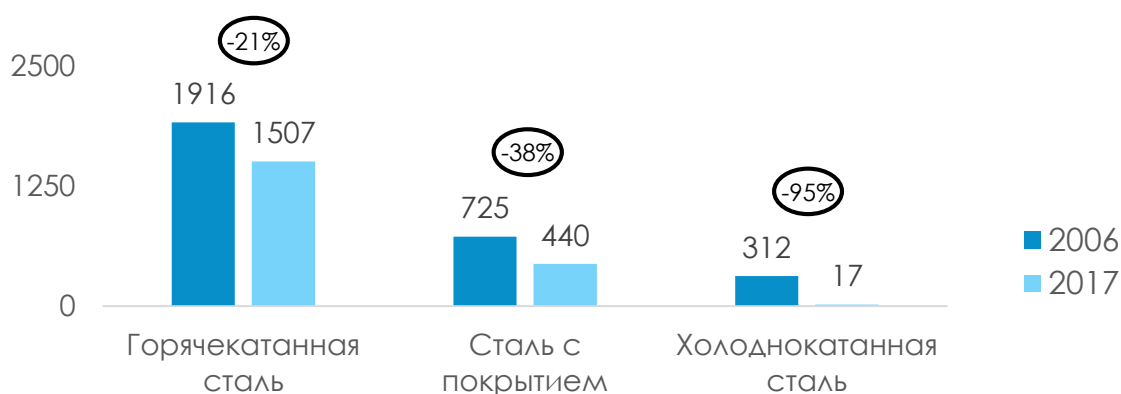
Рост производства – рост доходов

Активы компании включают в себя два основных производства: Lake Erie Works и Hamilton Works. Они расположены в Онтарио, провинции Канады, граничащей с Америкой, что позволяет продавать в обеих странах, минимизируя издержки.

По итогам 1П2018 компания сумела увеличить объём продаж на 49% относительно 1П2017 за счет повышения загрузки мощностей. Так, по итогам 2017 года Stelco использовала лишь 50% своих мощностей, что дало производство на 35% меньше 2006 года. Мы видим, что компания уже добивалась более высоких уровней производства и их восстановление – вопрос времени.

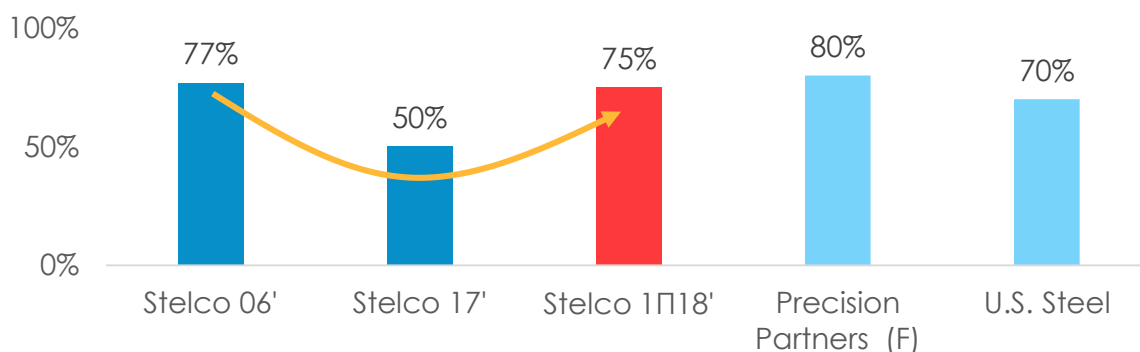
Консенсус аналитиков инвестиционных банков (Goldman Sachs, J.P. Morgan) подтверждает эту гипотезу, прогнозируя использование мощностей на уровне 77%-79% в течение двух лет. Мы поддерживаем этот прогноз, учитывая предыдущие результаты компании, а также нынешнюю динамику индустрии.

Уменьшение загруженности по типам стали, %



Stelco в основном производит горячекатаную сталь, а также холоднокатаную сталь и сталь с покрытием. Наибольшее уменьшение в объёмах продаж претерпели сталь с покрытием и холоднокатаная сталь. Эти типы стали предоставляют большую маржинальность, что означает, что при увеличении их производства компания сумеет повысить EBITDA margin.

Turnaround в компании

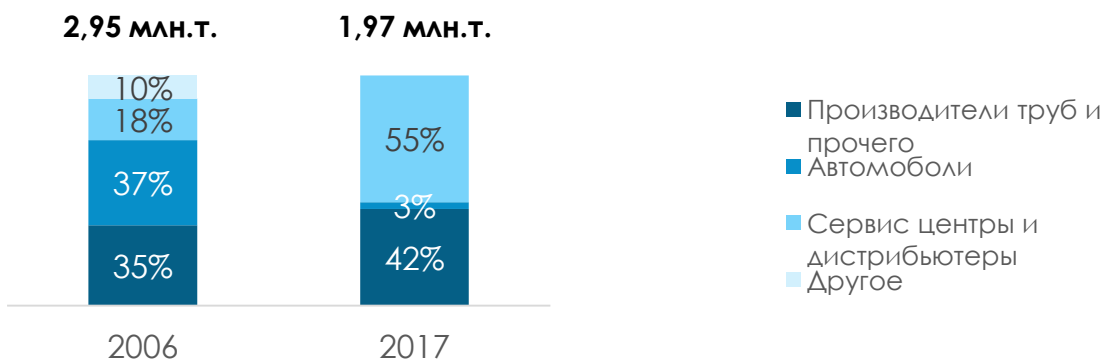


Мы считаем, что ближайшие два года компания продолжит агрессивно наращивать производство, а также повысит маржинальность до 25% EBITDA margin (2К 2018 уже 24%).

Перспективы на автомобильном рынке США

Источники выручки компании распределяются между сервис центрами/дистрибьютерами, заводами-изготовителями труб и прочего, а также производителями автомобилей. В последние годы доля последних сильно уменьшилась, но новый менеджмент ставит своей целью это изменить.

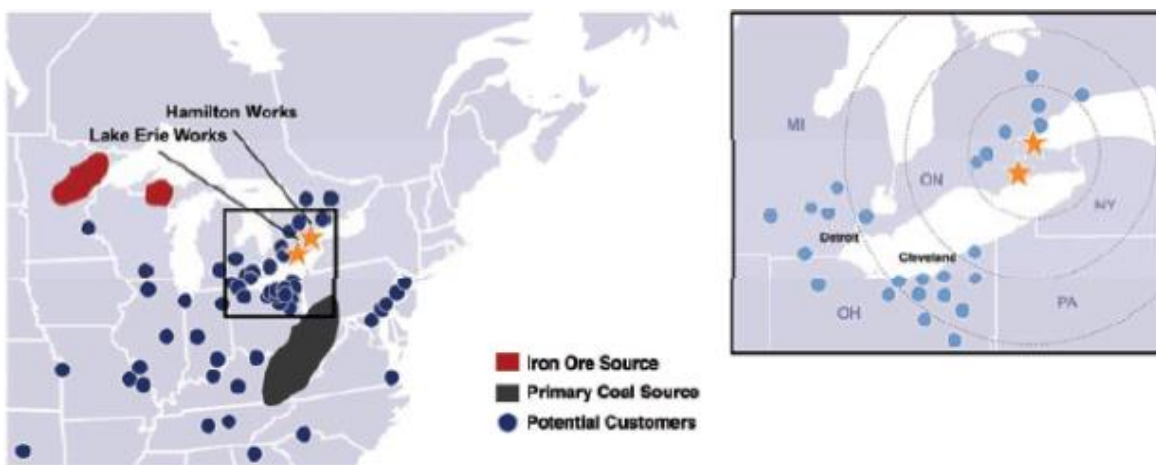
Распределение продаж, %



Эта цель означает увеличение присутствия на автомобильном рынке. В 2006 году продажи автопроизводителям составляли 1,1 млн. т. Если компания сумеет восстановить присутствие на этом рынке, то поднимет производство до уровня 2006 года.

Stelco может увеличить продажи на рынке автомобилей. Канадский рынок низкоконкурентен, а завод компании удобно расположен. Заводы находятся в 3 часах езды от большинства производителей легковых автомобилей в Канаде и в 3-5 часах езды от Детройта и Кливленда, одних из главных производителей в США. Также у Stelco есть предыдущие налаженные связи с автопроизводителями.

Компания имеет возможность увеличить выручку до \$2.3 млрд. за счёт органического роста, новых рынков и стабильных цен.



Цены на сталь – нейтальный фактор на горизонте 6 мес

Последние 3 года рынок стали была на восходящей траектории. Это в большой степени вызвано началом политики «холодной зимы» со стороны Китая, который является крупнейшим производителем и потребителем стали (50% мирового производства до реализации политики).

«Холодная зима» - политика, направленная на решение экологической проблемы, подразумевает сокращение сталелитейных мощностей. В 2015 г. правительство заявило, что по плану программы с 2015 по 2020 г. производство будет снижаться на 200 млн.т. ежегодно (19% производства Китая). Государство серьёзно настроено на реализацию политики: В 2017 г. в стране закрыли 150 млн. т мощностей, а главный город-производитель стали реализовывал программу уменьшения мощностей на 20-50% в течение второй половины лета 2018. Всё это привело к тому, что к апрелю 2018 года чистый экспорт уменьшился на 20%.

Такая динамика не означает отсутствие этого объёма стали на рынке, так как сокращение мощностей в Китае дало возможность другим производителям занять вакантный рынок. В итоге рост цен на сталь в наблюдался, но ниже изначальных прогнозов. Всего с 2016 года цены выросли на 134%, и дальнейшего роста не ожидается.

Динамика мировых цен стали, юань/млн. т.,



Говоря о ближайшей перспективе динамики цен, можно сказать, что она обещает продолжить быть благоприятной. В соответствии с консенсусом аналитиков банков Credit Suisse, Deutsche Bank и др., во 2П2018 года цена стали продолжит увеличиваться.

По факту из отчета Сверхстали за 3 кв 2018 мы видим рост цен на 2%. Мы ожидаем, что цены на сталь будут стабильны в ближайшие 3-6 мес., что поможет Stelco с реабилитацией.

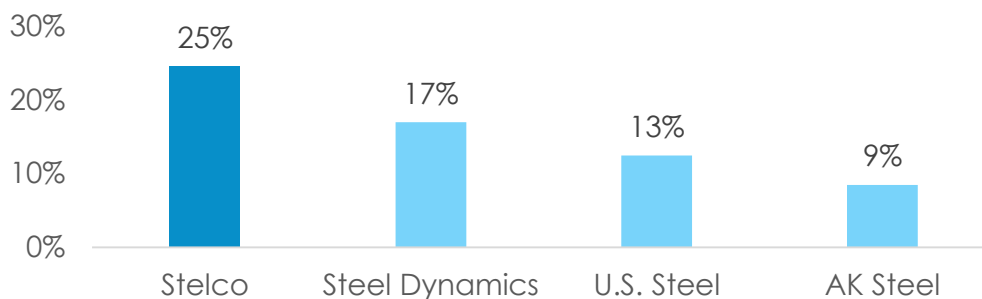
В более отдаленной перспективе спрос и цены вероятно будут снижаться. Об охлаждении рынка также говорят меньшие темпы прироста ВВП и уменьшение индекса PMI в крупных экономиках.

С учетом снижения юаня, \$ цены на сталь могут снизиться на 5-10%.

Перспективы рентабельности - позитивны

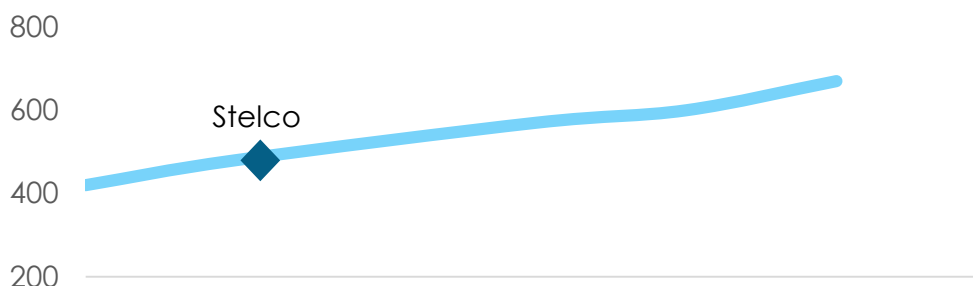
Низкая себестоимость помогает компании обеспечивать маржинальность по adj. EBITDA выше уровней конкурентов.

Маржинальность по adj. EBITDA, 2K2018



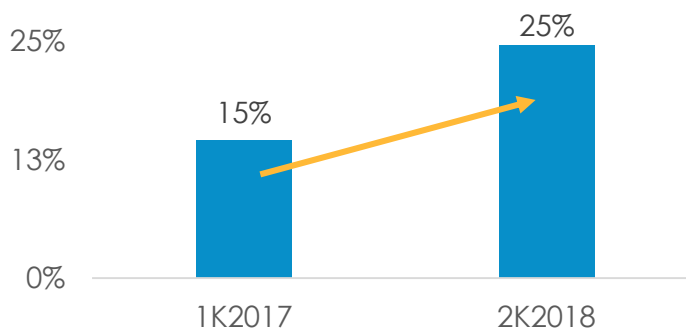
Так, себестоимость Stelco по горячекатаной стали является одной из самых низкой в Северной Америке (7 место), что дает ей возможность комфортно наращивать объемы

Кривая себестоимости Северной Америки, US\$/т.



У компании есть потенциал продолжать увеличивать маржинальность. Продажи стали с покрытием и холоднокатаной стали являются более высокомаржинальными и увеличение их доли в продажах неизбежно, учитывая нынешние низкие уровни. Продажа стали продавцам автомобилей также является более высокомаржинальной и тоже обещает увеличиться. 1П 2018 показывает, что тренд уже есть:

Маржинальность по adj. EBITDA, 2K2018



Итого, на горизонте 1 года мы ждем рентабельность на уровне 25-27%, но считаем, что в долгосрочной перспективе цены на сталь снизят маржинальность по adj. EBITDA до 20%. **Возможный upside – это снижение или отмена пошлин Канада-США.**

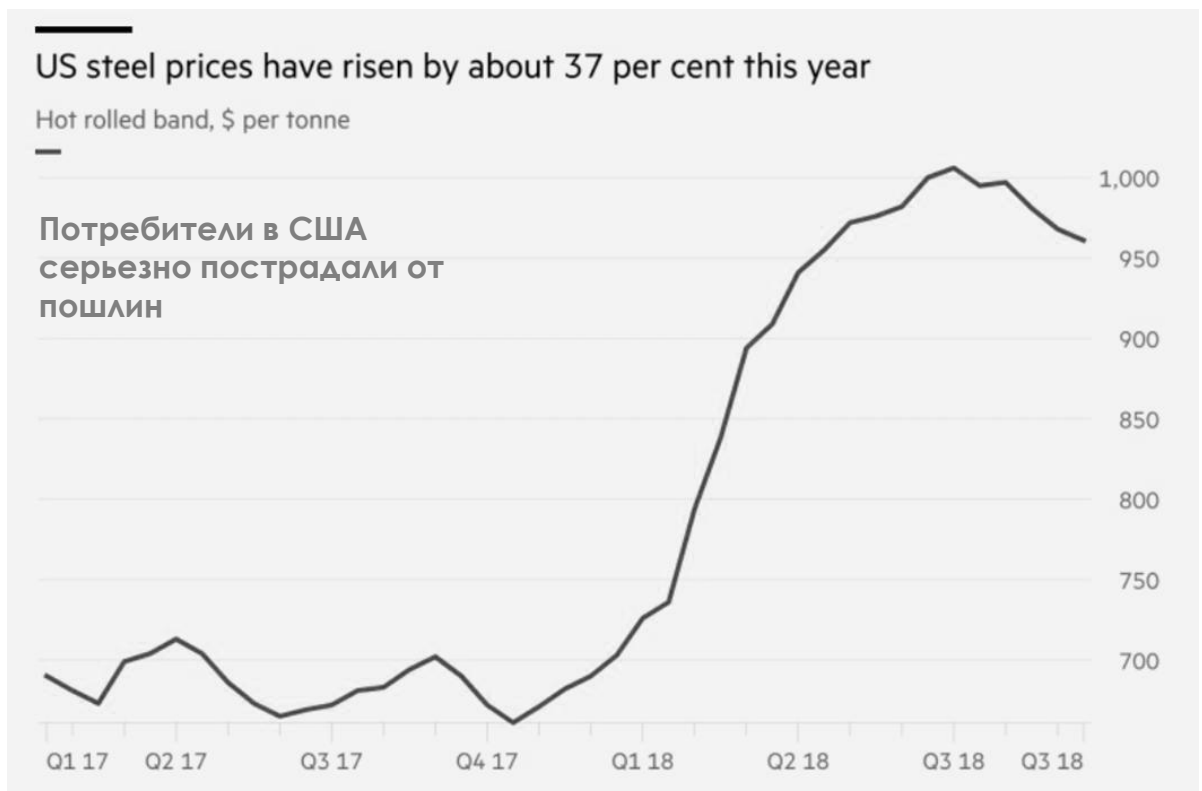
Ситуация с пошлинами

Эффект пошлин и торговых ограничений США-Канала негативен, но мы пока не видели его на цифрах.

Тем не менее, исходя из хода событий, команда INVEST HEROES предполагает, что с Канадой США заключат новое соглашение (как с Мексикой), и это даст котировкам Stelco рывок. США заинтересованы в том, чтобы до 6 ноября соглашения достичь.

Ниже – ход событий на этом направлении:

- 1) 31 марта объявлены пошлины
- 2) Затем пошлины для Канады отложены
- 3) С середины лета пошлины для Канады в размере 25% вступили в силу, что взвинтило цены на сталь в США на 30% и потребителям разрешили адресно оформлять отмену санкций для своих поставщиков



- 4) Власти Канады собираются с 25 октября ввести дополнительные пошлины на отдельные категории импортируемой стали. Речь идет о введении заградительной пошлины в размере 25%. Она будет применяться только в случае превышения другими странами «исторически сложившихся норм» поставок
- 5) Тем не менее, с 10 сентября власти Канады в переговорах в формате Канада-США-Мексика по новому торговому соглашению

Долг, кэш и налоговые активы / итоги реструктуризации

В процедуре банкротства компании удалось снизить долг на 93% с С\$3 млрд. до С\$210 млн. и реструктурировать оставшиеся выплаты. Помимо этого, компания заплатила \$61 млн., чтобы выкупить землю вокруг производств и не платить за загрязнение.

Тем не менее, за счет высокого денежного потока, долг компании погашен и накоплен чистый кэш в размере С\$421 млн., из которого С\$150 млн. ушло в спецдивиденд

Также, компания накопила С\$1,140 млн. убытков прошлых лет, что позволяет 3-4 года не платить налог на прибыль.

Итоги работы с профсоюзами и пенсионными отчислениями

Также важной составляющей сделки была работа с пенсиями и профсоюзами. Эти выплаты были снижены с С\$1.4 млрд. до С\$0.3 млрд. Итоговая схема выплат выглядит следующим образом:

Пенсии

- С\$10 млн. в 2018-2021 и С\$15 млн. далее
- 10% от FCF
- Единовременная выплата С\$20 млн.
- Всего не более С\$400 млн.

ОРЕВ (профсоюзы)

- Минимальные выплаты С\$9-15 млн., всего не более С\$120 млн.
- 6.5% от FCF, но не выше \$15 млн. в год
- Единовременная выплата С\$30 млн.

Итого, \$49-64 млн. в год в 2018-2019 гг. и С\$115 и С\$65 млн. в 2020-2021, далее этот отток стабилизируется на уровне около \$65-80 в год

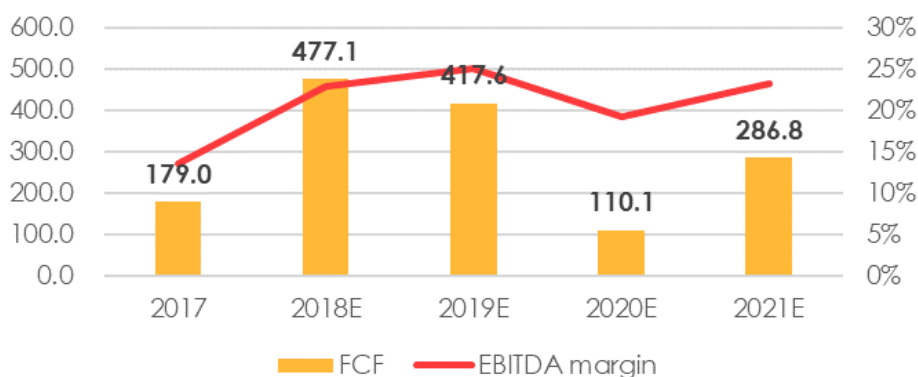
Поведение инвестора – позитивно для миноритариев

Попробуем спрогнозировать дивиденды. Для этого начнём с анализа ситуации, в которой был куплен бизнес, и с инвестора:

- Компания была куплена в стрессовом состоянии экспертом индустрии.
- У компании есть история высоких финансовых показателей и ресурсы для их повторения.
- Алан Кастенбаум планирует развивать компанию органическим путём без существенных инвестиций в CAPEX.

Мы считаем, что, учитывая эти факторы, компания будет развиваться и у неё будет оставаться немалый FCF. Последний квартал это подтверждает: Stelco выплатила \$150 млн. дивидендов (86% adj. EBITDA). Эти дивиденды позволяют Инвестору получить большую доходность, не замедляя рост.

Мы считаем, что выплата большей части генерируемых средств (FCF) продолжится и далее, т.к. компании не нужны средства в рост. Такое предположение дает прогноз выплат акционерам около C\$300 млн./год



Соответственно, при среднем FCF (и дивидендах) на уровне порядка C\$320 млн. в год, справедливая оценка компании – не ниже C\$3 млрд. или \$34 за акцию.

		2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	2019E	2020E	2021E
		Факт	Факт	Факт	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз	Прогноз
Выручка	C\$m	1,601.0	482.0	711.0	636.5	640.6	2,470.1	2,350.0	2,305.6	2,282.5
Сеебстоимость	C\$m	(1,409.0)	(414.0)	(536.0)	(472.6)	(479.0)	(1,901.6)	(1,767.1)	(1,866.8)	(1,758.9)
Валовая прибыль	C\$m	192.0	68.0	175.0	164.0	161.5	568.5	582.9	438.9	523.6
Админ и управл издержки	C\$m	(77.0)	(11.0)	(14.0)	(11.0)	(11.0)	(47.0)	(34.0)	(34.0)	(34.0)
ЕБИТ	C\$m	115.0	57.0	161.0	153.0	150.5	521.5	548.9	404.9	489.6
ЕБИТДА	C\$m	216.0	70.0	175.0	162.6	160.4	568.0	588.9	445.2	529.9
Проценты к уплате	C\$m	(148.0)	(16.0)	(170.0)	(8.0)	(8.0)	(202.0)	(32.0)	(32.0)	(32.0)
Проценты к получению	C\$m	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Чистая прибыль	C\$m	41.0	49.0	153.0	145.0	142.5	489.5	474.3	279.6	343.2
EPS	C\$/акция	0.5	0.6	1.7	1.6	1.6	5.5	5.3	3.1	3.9
CAPEX	C\$m	(37.0)					(90.0)	(66.0)	(112.0)	(55.0)
Пенс фонды/ОРЕВ	C\$m						3.0	(122.3)	(114.8)	(65.0)
FCF	C\$m	179.0					477.1	417.6	110.1	286.8
FCF / акция	C\$/акция	2.0					5.4	4.7	1.2	3.2

Capital markets

Сейчас отличный момент для покупки акций:

- 1) Фундаментально компания сильная, бизнес растет и оценен недорого (EV/EBITDA 2018 на уровне 3.5x), цена ниже SPO почти на 10%
- 2) Выплачивается высокая дивидендность, и мы видим что акции подсакаивают на 10% на дивидендах и финрезультатах
- 3) Мы на локальном дне рынка
- 4) Пошлины уже в ценах. Торговая сделка дает ещё потенциальный upside
- 5) Turnaround в компании почти завершен. Vedrock ищет покупателя на свой пакет



Итоговый upside потенциал – движение с C\$21 до C\$35 в течение ближайших 12 мес. Начиная с уровней \$31-32 можно уже начинать фиксировать прибыль.

ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое про- движение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.