

металлургия

Добыча себестоимости

— сырье —

С17 **П**осчитаем теперь цену для российского потребителя. Для начала вычтем стоимость погрузки на корабль. В российских портах она выше, чем в среднем в мире, поскольку в нашей стране имеется дефицит портовых мощностей для перевалки угля. То есть российский потребитель уже получает цену меньше, чем аналогичный зарубежный игрок. Теперь вычитаем стоимость ж/д транспортировки до места добычи. В России она выше, чем в большинстве стран мира, поскольку на такие расстояния от разреза/шахты до порта не везут уголь нигде в мире. В итоге при сопоставимых ценах на российский и зарубежный уголь в портах цена на разрезе/шахте в России, за вычетом расходов на транспортировку и погрузку на судно, будет ниже аналогичной для зарубежных рынков с учетом транспортировки от разреза/шахты до потребителя (которые в России тоже находятся далеко от мест добычи, если не считать металлургов Кемеровской области) уголь российским потребителям обходится в среднем на \$20–30 за тонну дешевле, чем их зарубежным конкурентам, расположенным близко к портам, и на \$30–50 за тонну дешевле, чем зарубежным металлургам, особенно европейским, которые вынуждены доставлять на свои заводы уголь из портов.

Третий фактор — экологический. Не секрет, что коксохимическое производство, являющееся потребителем коксующихся углей (в России корректнее говорить концентрата коксующихся углей, но для простоты будем пользоваться общим названием), является основным загрязнителем атмосферы на металлургическом комбинате. Более того, на многих заводах, например на Московском коксозаводе (МКЗ), выпуск коксохимической продукции ограничен ввиду близости крупного населенного пункта, поэтому выпуск дорогостоящей коксохимической продукции из образующегося в процессе коксования газа на них не производится, что лишает металлургическую компанию части дохода, который мог бы повысить экономическую эффективность предприятия.



Российский уголь — это ценный экспортный товар на все времена

При этом штрафы за загрязнение воздуха в России ничтожны — например, в декабре 2014 года после выброса вредных веществ на Московском нефтеперерабатывающем заводе, когда жители нескольких районов Москвы почувствовали запах сероводорода, а замеры показали высокую концентрацию химических элементов в воздухе, суд оштрафовало завод на 250 тыс. руб. Аналогичных размеров штрафы применяются и к коксохимическим предприятиям. Тот же МКЗ в марте 2012 года должен был заплатить за двукратное превышение содержания азотных и серных выбросов 40 тыс. руб. Но даже этот штраф был снижен до 30 тыс. руб. Конечно, такие штрафы не налагают финансовых ограничений на российских потребителей угольной продукции и не требуют от них вложений в системы очистки воздуха. При этом на Западе компании черной металлургии находятся под контролем экологических активистов и в случае нарушения законодательства несут как издержки в виде штрафов, которые исчисляются суммами в \$0,5–1 млн, так и тратят

ся на очистные сооружения и фильтры. Таким образом, российские металлурги не испытывают такого экологического давления на свою рентабельность, как их зарубежные коллеги, что позволяет им оставаться более эффективными.

Экспортный товар

Российские запасы угля для коксования не только ценное преимущество отечественной черной металлургии, но и ценный экспортный товар, который в период пикового спроса на угольную продукцию позволял угольщикам, в основном контролируемым металлургическими компаниями, зарабатывать на международном рынке. Если в 2007–2011 годах экспорт угля для коксования находился на уровне 13 млн тонн, то начиная с 2012 года он вырос до 17 млн тонн, а по итогам 2019 года может достичь 27 млн тонн. Основные направления сбыта — Украина, Китай, Япония и Южная Корея. При этом повышающийся тренд в азиатских странах в большой степени связан с признанием качества российской продукции. Тяжелая экологическая ситуация, которая складывается вокруг сталелитейных предпри-

ятий в Китае и других азиатских регионах, требует от местных потребителей угля использовать более качественный уголь с более низким содержанием серы, а этим отличается именно российская продукция.

В результате роста экспортного потенциала российского угля для коксования увеличилась и его добыча: в 2018 году она оценивалась в 88,2 млн тонн против 70,6 млн тонн в 2007 году, а в 2019-м может превысить 93 млн тонн, что будет абсолютным рекордом угольной промышленности России за весь период ее существования.

При этом собственное российское потребление коксующегося угля даже снизилось за последние 12 лет — например, производство металлургического кокса в России упало с 34 млн до 27 млн тонн. Это связано с тем, что Китай, Индия и Польша, которые раньше потребляли российский кокс, перешли на закупки коксующегося угля и почти отказались от российской продукции.

● По данным ФТС, российский экспорт кокса и полукокса за январь–август 2019 года составил около 1,9 млн тонн — на 3,9% больше, чем за аналогичный период прошлого го-

да. Если сравнить эти цифры с данными за 2008 год, то можно заметить фактически двукратное падение экспорта этой продукции. Отказ от использования готового российского кокса связан, вероятно, с переходом зарубежных металлургов на менее качественные марки угля, которые не позволяют производить качественный кокс без смешивания с углями других марок. Кроме того, у российского кокса неоптимальные показатели горячей прочности и реакционной способности. В условиях распространения технологии пылеугольного вдувания, когда в доменной печи кокс частично замещается энергетическим углем, требования к остающемуся в процессе металлургического кокса существенно возрастают, что делает использование продукции невысокого качества экономически неэффективным.

Ценные марки

В 2000–2007 годах нередки были сырьевые войны между отечественными металлургами, когда они, контролируя те или иные месторождения сырья (угля или руды), не поставляли его своему прямому конкуренту, что вызывало сложности при осуществлении конкурентом правильной шихтовки угольной продукции и в конечном итоге приводило к росту себестоимости конечной продукции и снижению ее качества. 2010-е научили компании кооперироваться, сырьевые войны ушли в прошлое, однако рынок угля по-прежнему делит на внутригрупповой и свободный. Характерно, что объем внутригрупповых поставок угля не только не снизился с 2007 года, но и выросли до 14,5–15 млн тонн по итогам 2019 года против 12 млн тонн в 2007 году. С одной стороны, это объясняется ростом объемов добычи угольными компаниями, входящими в крупные металлургические холдинги, с другой — сохраняющимся недоверием между металлургическими компаниями, которые опасаются возобновления сырьевых войн, поэтому привыкают работать на гарантированном сырье, получаемом от собственных угольных компаний.

Если в 2011–2013 годах были попытки приобрести зарубежный уголь, например из США либо Ав-

стралии, чтобы протестировать его качество либо усилить свои переговорные позиции в общении с российскими поставщиками коксующегося угля, то к 2019 году из крупных иностранных остались только поставщики из Казахстана, которые удобно расположены относительно российских ММК, Нижнетагильского МК.

Крупнейшей компанией по добыче коксующегося угля в России остается «Евраз»: добывающие активы «Южубассуля» и «Распадской» в 2019 году обеспечивают до 27% добычи коксующегося угля. «Мечел» занимает второе место с долей 13%, на третьем месте «Северсталь» с долей 10,5%, четвертое у «Сибуглемета» — 10%. Наиболее интересный игрок — компания «Колмар», которая разрабатывает Денисовское и Инаглинское месторождения. Эта компания фактически с нуля начала разработку крайне технологически сложного участка и в результате упорной работы по итогам года может выйти на уровень добычи свыше 7 млн тонн. Это уголь ценных марок Ж и К, так что можно только восхищаться успехами «Колмара», особенно на фоне деятельности Эльгинского и Элегестского месторождений, о которых 12 лет назад говорили все деловые издания и аналитики. Эти более простые в техническом отношении месторождения (без учета дорог) продемонстрировали куда более скромные результаты за прошедшие годы.

Маржинальный путь

Ждать ли дальнейших успехов отечественной угольной отрасли? Вероятно, да. Падение цен на мировых рынках неизбежно высвобождает рыночную долю для российских угольщиков, которые будут занимать место дорогих американских производителей. Планы по добыче коксующегося угля предполагают ежегодный рост, и в ближайшие годы можно будет говорить о том, что экспорт коксующегося угля догонит по объемам внутреннее потребление, а может быть, и перегонит его. Таким образом, рост экспорта российского угля, о котором говорил президент РФ, вполне может быть не только экстенсивным — за счет роста экспорта углей энергетических марок, но и интенсивным — за счет роста экспорта более маржинальной продукции — коксующегося угля.

Максим Худалов

Инвестиции в надежду

— акции —

С17 **П**ри общемировом падении спроса и неблагоприятной ценовой конъюнктуре отечественных металлургов выручил внутренний рынок, прежде всего резкий рост спроса со стороны строительной отрасли. Он был обусловлен увеличением интереса к новым проектам в сфере жилой недвижимости в преддверии отмены долевого строительства и перехода на обязательное использование механизма эскроу-счетов, а также началом реализации нацпроектов, в рамках которых предусмотрены масштабные вложения в инфраструктуру, в строительство.

В результате, по оценке управляющего по экономическому и отраслевому анализу Промсвязьбанка Игоря Нуждина, хотя поставки российских предприятий черной металлургии на внешние рынки по итогам 2019 года могут снизиться на 7–10%, за счет роста внутреннего спроса они в целом покажут лишь небольшое сокращение производства. При этом он отмечает, что премия внутреннему рынку к внешнему по горячекатаному прокату оценивается в \$60–65 за тонну, и это максимум за последние три года, так что на фоне падения цен на сталь на мировом рынке рынок РФ для российских металлургов остается привлекательным.

Неплохие перспективы

Общее падение цен на стальной прокат и некоторое удорожание сырья не сможет не сказаться на финансовых результатах российских компаний по итогам 2019 года — можно ожидать падения выручки, EBITDA и маржинальности и, как следствие, снижения объемов дивидендных выплат. Фондовый рынок на эти тренды реагирует соответствующим образом. Акции гигантов отечественной черной металлургии в текущем году разочаровывают инвесторов, несмотря на то что эмитенты продолжают генерировать свободный денежный поток, ежеквартально транслируя до 100% свободного денежного потока в дивидендные выплаты. С начала года до середины ноября капитализация НЛМК на Московской бирже снизилась на 19,5%, «Северсталь» потеряла 5,7%



стоимости, акции ММК подешевели на 11,6%, Мечела — на 17,1%, бумаги «Евраз» на LSE — на 22,6%.

Однако такие финансовые результаты не очень повлияли на инвестиционную активность российских металлургических компаний. «В 2019 году «Северсталь», НЛМК и «Евраз» вступили в активную инвестиционную фазу, ММК продолжил реализацию действующей стратегии и тоже нес высокие капитальные затраты. Компании не боятся текущей слабой конъюнктуры и продолжают реализацию своих стратегий, некоторые увеличивают инвестиционные программы», — рассказывает Александр Сидоров.

Компании черной металлургии начинают наращивать капитальные затраты на ремонт и модернизацию производственных мощностей и освоение выпуска новой нишевой продукции с высокой добавленной стоимостью для более узких целевых потребителей, отмечает Алексей Калачев. При этом они продолжают направлять на дивиденды до 100% свободного денежного потока, а для финансирования инвестиционных программ активнее выходят на рынок облигационных займов, поскольку могут себе это позволить при нынешнем низком уровне долговой нагрузки.

«Компании не стали менять объявленные ранее планы роста капитальных затрат, причем некоторые, такие как «Северсталь», наоборот, объявили о дальнейшем росте инвестиций. Однако, чтобы не пугать инвесторов, они также объявили о гибкости инвестиций и готовности их снизить при плохой ситуации на рынке», — добавляет Андрей Лобазов.

«При благоприятном сценарии нельзя исключить некоторого оживления рынка, однако пока ситуация в отрасли довольно печальна», — считает Андрей Лобазов. — Спрос на сталь замедляется, продажи автомобилей падают: ArcelorMittal, крупнейший производитель стали в мире, снизил свои ожидания в отношении роста глобального спроса до 0,5–1,5%.

«В 2020 году мы ждем продолжения падения цен на сталь на фоне слабого спроса на нее, а также снижения цен на сырье. Это продолжит оказывать давление на финансовые результаты компаний, прогнозирует Игорь Нуждин. — Но маржинальность именно стального бизнеса может не пострадать, так как снизятся и котировки сырья. Здесь лучше должны выглядеть компании, которые закупают сырье на стороне. Поддержку металлургам будет оказывать рост спроса на внутреннем рынке, но его привлекательность может снизиться из-за сужения премии к экспортным ценам».

Александр Сидоров ожидает роста цен на европейских рынках, так как в этом регионе рентабельность металлургов ниже, чем во времена кризиса перепроизводства в 2015–2016 годах: «В России, думаю, цены будут снижаться, так как во втором полугодии они существенно выросли из-за разового эффекта: изменения законодательства в долевого строительства вызвали временное повышение спроса».

Внутренний спрос на сталь может поддержать в ближайшие годы реализация нацпроектов, особенно таких как «Безопасные и качественные автомобильные дороги», «Жилье и городская среда» и «Комплек-

сный план модернизации и расширения магистральной инфраструктуры», считает Алексей Калачев. «Мы считаем, что акции металлургических компаний вполне справедливо оценены рынком с учетом текущей ситуации и остаются надежными и доходными инструментами для портфельных инвесторов».

Объем выплат дивидендов может снизиться, дивидендные выплаты российских компаний черной металлургии за следующий год будут ниже, чем за 2019 год, которые, в свою очередь, уступают дивидендам за «лучший» 2018 год.

При этом эксперты считают, что акции российских компаний черной металлургии имеют неплохие перспективы роста. «Металлургические компании недооценены и обладают двузначным потенциалом роста», — полагает Александр Сидоров.

Цетовое решение

На рынке цветных металлов конъюнктура в текущем году была разнонаправленной, что отразилось на показателях ведущих российских производителей.

Цены на золото в нынешнем году выросли на 15% по двум причинам. Первая: ожидание замедления темпов роста мирового ВВП стимулирует инвесторов переключаться в защитные активы. Вторая — политика ФРС США, которая начала снижать базовую ставку; динамика ставки ФРС, как правило, находится в противофазе с динамикой цен на золото.

«Думаю, что золотодобыча сейчас смотрится очень перспективно, маржинальность этого производства очень высока — в районе 50–60%, и, полагаю, компании будут вкладывать средства в его расширение, говорит портфельный управляющий УК «Альфа-Капитал» Эдуард Харин. — При этом дивидендная доходность акций — 5–6%, это ниже, чем у металлургов в среднем, но цены на золото гораздо менее волатильны, чем на сталь и промышленные металлы, поэтому эти дивидендные выплаты хорошо защищены».

Акции «Полюса», особенно в последнее время, сильно коррелируют с ценой золота, отмечает Алек-

сей Калачев. При этом позитивный эффект роста цен был усилен ростом объемов производства, совпавшим к тому же с периодом инвестиционной паузы. Завершение инвестиций в освоение Наталкинского месторождения обеспечивает хороший прирост добычи — на 13% в прошлом и на 16% в первой половине текущего года. После запуска Сухого Лога, крупнейшего золотосного месторождения, «Полюс» сможет с 2026 года удвоить свои показатели и войти в тройку крупнейших мировых производителей золота.

Цены на никель в первые месяцы года довольно быстро шли вверх, прибавив к концу лета около 60% — правда, осенью несколько скорректировались. «Решение Индонезии перенести запрет на экспорт никелевой руды на начало 2021 года, что на два года раньше планируемого срока, привело к взлету цен на никель до многолетних максимумов», — объясняет главный аналитик ПСБ Роман Антонов. Цены на палладий прибавили с начала года примерно 40%. Все это сопровождалось столь же значительным, в полтора раза, ростом котировок акций «Норильского никеля».

«Мне кажется, что компания в настоящее время оценена рынком справедливо», — говорит Эдуард Харин. Ближайшие несколько лет спрос на никель и палладий будет на достаточно высоком и стабильном уровне в связи с высоким спросом со стороны промышленности, в том числе автомобильной. Поэтому акции «Норильска» могут быть интересны как источник стабильных высоких дивидендных выплат: в силу акционерного соглашения с «Русалом» (которому принадлежит 27,82% «Норильского никеля») дивидендная доходность, видимо, будет выражаться двузначными числами.

Роман Антонов считает, что в российском секторе цветной металлургии «Норильский никель» выглядит «наиболее защищенным» — благодаря хорошей диверсификации активов, а также росту цен на палладий и никель. «В долгосрочной перспективе акции компании за счет сильных финансовых показателей и относительно высокой дивидендной доходно-

сти имеют потенциал роста к отметке 20 тыс. руб.», — полагает эксперт.

В прошлом году «Норникель» принял новую стратегию развития на 2019–2022 годы, согласно которой компания намерена резко увеличить инвестиции в собственное развитие, отмечает Алексей Калачев. Если в текущем году капитальные затраты запланированы на уровне \$1,3–1,5 млрд, то в 2020-м они вырастут почти вдвое — до \$2,5–2,8 млрд, в 2021 году капитальные затраты могут составить \$3–3,4 млрд, а в 2022–2025 годах — \$4 млрд. Рост инвестиций может отрицательно сказаться на дивидендной политике компании.

Цены на алюминий в текущем году падали. Эдуард Харин считает это естественным — после прошлогоднего ралли, вызванного санкциями в отношении «Русала», когда эта компания де-факто была лишена возможности экспортировать металл, а также в связи с ожиданиями замедления мировой экономики. По мнению Романа Антонова, эта тенденция может сохраниться и в 2020 году: рынок за пределами Китая из-за падения спроса станет профицитным, а заинтересованные в увеличении доли рынка производители не пойдут на сокращение выпуска.

Акции «Русала» с начала года по середину ноября потеряли в цене 6,73%. Попадание в санкционный список, даже несмотря на некоторое снижение объемов экспорта алюминия, оказалось на руку компании, значительную часть производственных затрат несущей в России, а 80% произведенного в стране алюминия продающей на экспорт — в том числе из-за обвала курса рубля. В этом же году рубль стабилен, а алюминий в цене. Российские производители алюминия находятся в менее рискованном положении, чем зарубежные, поскольку себестоимость производства у них самая низкая в мире за счет дешевой электроэнергии.

По мнению Эдуарда Харина, компания выглядит сильно недооцененной, но снижение долговой нагрузки станет драйвером роста стоимости бизнеса. Фундаментальная стоимость акций «Русала» составляет около 44 руб.

Петр Рушайло