

# металлургия практика

## Связаны одной целью

Ключевым макроэкономическим показателем является валовой внутренний продукт (ВВП). Роль российской металлургии в структуре ВВП невелика — около 5%, но очень важна, поскольку от металлургии зависят три базовые отрасли экономики: промышленность, строительство и топливно-энергетический комплекс, которые в совокупности дают 58% ВВП.

— стратегия —

### Миллионы тонн маржи

В 2018 году в России было выплавлено около 74 млн тонн стали, произведено примерно 62 млн тонн стального проката и 9,8–10 млн тонн труб. Выпуск первичного алюминия составил более 3,5 млн тонн, меди — примерно 1 млн тонн. Потребление стального проката в России в прошлом году увеличилось всего на 2%, до 43–44 млн тонн, труб — на 3%, до 9,5 млн тонн. И это все на фоне увеличения ВВП в 2018 году на 2,3%, до 103,6 трлн руб.

Стоимость стального проката в течение года медленно повышалась: горячекатаный плоский прокат в среднем подорожал на 5%, приблизительно до 45 тыс. руб. за 1 тону, холоднокатаный — на 7%, до 49,5 тыс. руб., арматура — на 7%, до 40 тыс. руб., трубы — на 4%, до 45 тыс. руб. Его подорожание было обусловлено не столько расширением потребления, сколько стремлением металлургов и трейдеров сохранить рентабельность бизнеса.

В 2019 году спрос на стальной прокат может проседать на 5%, до 41–42 млн тонн, труб — на 5–10%, до 8,5–9 млн тонн, вследствие ухудшения экономической ситуации в России. Цены же, скорее всего, будут подниматься: поставщикам надо будет удерживать маржу на приемлемом уровне, в противном случае им придется уйти с рынка. В результате доля металлургии в ВВП останется в лучшем случае на неизменном уровне.

### В сумме 58%

Доля металлургической индустрии в ВВП — довольно непросто для расчета индикатор из-за трудностей, возникающих в процессе его калькуляции. Несколько лет назад она оценивалась Минстерством промышленности и торговли России в 3,7% (1,4% для черной и 2,3% для цветной металлургии). Эта цифра могла быть неволь-



Металлургия является базовой для нужд трех основных отраслей экономики: промышленности, строительства и топливно-энергетического комплекса

но занижена в силу имеющихся в ведомстве источников информации. В частности, открытые данные Федеральной службы государственной статистики (Росстат) не всегда характеризуют реальное положение дел с производством той или иной продукции. Например, в 2016 году, по данным Росстата, выпуск в России плоского оцинкованного проката составил 878 тыс. тонн, тогда как только Магнитогорским металлургическим комбинатом было выпущено 1,136 млн тонн.

По нашим оценкам, доля металлургической индустрии в ВВП России составляла 4,9%. Казалось бы, это немного, однако эти показатели взаимосвязаны: как металлургия влияет на увеличение или снижение ВВП, так и его изменения приводят к росту или падению объемов производства металлопродукции, поскольку она применяется в разных отраслях. Совершенно очевидно, что эти 4,9% формируются за счет выпуска черных и цветных металлов и продуктов их переработки в основном для нужд трех базовых отраслей

экономики: промышленности, строительства и топливно-энергетического комплекса (остальные рассматривать не будем). И эти три отрасли в совокупности дают 58% ВВП (8%, 22% и 28% ВВП соответственно).

### Бытовой спад

Строительство, промышленность и добыча нефти и газа в минувшем году по-разному влияли на ВВП. Объем строительных работ увеличился на 5,3%, до 8,386 трлн руб., однако ввод жилых домов сократился на 4,9%, до 75,3 млн кв. м, возведение коммерческой недвижимости — как минимум на 30–40% (хотя ее площадь и не указывается в сведениях Росстата), что вызвало уменьшение объемов приобретаемой стали.

Добыча же нефти выросла на 1,7%, до 556 млн тонн, природного газа — на 5,3%, до 639 млрд куб. м, генерация электроэнергии — на 1,4%, до 1,109 трлн кВт·ч, пара и горячей воды — на 1,8%, до 1,29 трлн Гкал. Довольно благоприятная ценовая конъюнктура (стоимость нефти не опускалась ниже \$60 за баррель, за-

исключением обвала в декабре) привела к подъему инвестиций и достаточно стабильным закупкам стальных труб.

Промышленное производство в 2018 году увеличилось на 2,9%. Лучше всего в нем помимо оборонки чувствовали себя автомобилестроение и железнодорожное машиностроение. Благодаря государственной поддержке автопром показал неплохие результаты: выпуск легковых автомобилей вырос на 15,3%, до 1,564 млн штук, автобусов на 17,5%, до 31,1 тыс. штук, кузовов на 28%, до 236 тыс. штук. Впрочем, производство грузовых транспортных средств снизилось на 3,5%, до 157 тыс. штук.

В железнодорожном машиностроении был зафиксирован резкий рост выпуска пассажирских вагонов — на 58,3%, до 1,521 тыс. штук, грузовых — на 18,7%, до 68,9 тыс. штук, маневровых и промышленных тепловозов — на 19,8%, до 236 тыс. штук. Однако многие секторы промышленности показали спад, начиная от выпуска бытовых газовых плит, подшипников и заканчивая тракторами для сельского хо-

зяйства, и это негативно сказалось на поставках стальной продукции.

### Национальная серия

К сожалению, трудности в строительной отрасли сохраняются: масштабных инфраструктурных проектов такого уровня, как Крымский мост или «Сила Сибири», не будет — велика вероятность новых банкротств среди девелоперов (можно вспомнить рухнувшую Urban Group, чьи дома достраивает Stocus Group), и в то же время государство продолжит помогать жилищному строительству. Ожидается спад в автомобилестроении из-за сокращения финансирования госпрограмм. Топливо-энергетический комплекс будет более или менее нормально себя чувствовать, пуск и не ожидается масштабных газопроводных проектов, прокладка же «Силы Сибири» и «Северного потока-2» близится к завершению.

Представляется разумной идея реализации серии национальных проектов, финансируемых за счет государства и доходов крупнейшей российской компании. Правда, пока нет даже их списка, тем не менее можно попробовать очертить их круг.

Отнести к ним, скажем, проект Северного широтного хода — железнодорожной магистрали длиной 707 км (с учетом подходов — 2353 км) с прогнозируемым объемом грузоперевозок по ней до 24 млн тонн в год. Для него потребуется огромное количество стальной продукции (только для моста через Обь — примерно 140 тыс. тонн металлоконструкций), что способно обеспечить загрузку многих отечественных металлургических предприятий в течение нескольких лет. Прокладка Северного широтного хода и осуществление нескольких других металлоемких напругов вполне способны привести к росту доли металлургии в структуре ВВП до 8–9% и более.

Леонид Хазанов

### РЕЛЬСЫ ВЫСОКИХ СКОРОСТЕЙ

**Впервые за более чем 150-летнюю историю отечественных железных дорог Россия не только перестала импортировать рельсы, но и в отрасли железнодорожного строительства окончательно утвердилась одним из лидеров по производству рельсов высокоскоростного движения. Отечественные металлурги уже производят рельсы для магистралей со скоростью движения до 250 км/ч и готовятся к выпуску рельсов для трасс со скоростью до 400 км/ч.**

### Забыли про импорт

В России с начала строительства железных дорог пытались решить проблему импортозащиты. Еще при сооружении Николаевской железной дороги отечественным поставщикам железа и чугуна разрешили устанавливать цены на 65% выше, чем на рельсы иностранного производства. Эксперимент превалировал — большую часть продукции пришлось закупать в Англии.

В советское время страна обеспечивала себя качественными рельсами, но в начале 1990-х годов в мире появились высокоскоростные железные дороги, а отечественным рельсопрокатчикам в то время было не до инноваций. До 2013 года Россия не имела технологии дифференцированной закалки стометровых рельсов. Их основной покупатель ОАО «Российские железные дороги» (РЖД) для обновленных участков высокоскоростного движения вынужден был импортировать рельсы из Японии и Австрии. В 2013 году монополия закупила 950 тыс. тонн рельсов, из них 20% было выпущено за рубежом.

Решить проблему импортозащиты окончательно удалось пять лет назад. На Челябинском меткомбинате (ЧМК, входит в «Мечел») запустили универсальный рельсобалочный стан мощностью 1,1 млн тонн продукции в год, из которых на рельсы приходится до 400 тыс. тонн в год. А на входящем в Евраз Западно-Сибирском меткомбинате (ЗСМК) завершили реконструкцию рельсопрокатного стана мощностью 950 тыс. тонн рельсов, включая 450 тыс. тонн стометровых рельсов. В результате с 1 января 2014 года РЖД перестала импортировать рельсы. «Мечел» потратил на модернизацию производства \$750 млн, Евраз — \$520 млн.

### Стометровый фаворит

Сталяры инвестируют большие средства в модернизацию производства продуктов для железнодорожной отрасли, поскольку они одни из самых высокоэффективных в металлургии. Средняя цена стометровых рельсов в 2017 году выросла на 13,7% к уровню предыдущего года и составила 34,2 тыс. руб. за 1 тону. В стоимостном выражении производство рельсов в России в 2017-м достигло 48,8 млрд руб., прибавив за год 32,4%. Оценки закупок в 2018 году — 50–53 млрд руб.

Последние несколько лет были успешными для рельсопрокатчиков: РЖД ежегодно наращивала закупки продукции — с 628,4 тыс. тонн в 2015 году они увеличились до

1056 тыс. тонн в 2017-м. На высокоскоростных магистралях становились все больше участки бесстыкового пути, активно расширялись узкие места в обход Украины и на БАМе. Кроме того, стартовала программа модернизации Московского центрального кольца.

В прошлом году продажи рельсов Евраз выросли на 4%, до 938,7 тыс. тонн, что стало рекордом за последние пять лет. Правда, аналитики зафиксировали снижение спроса на рельсы для путей промышленного назначения. Зато спрос на рельсы для пассажирского транспорта, метрополитенов и трамвайных путей оставался стабильным. Особенно динамично развивался сегмент «стометровок». В 2017 году РЖД приобрела 529,3 тыс. тонн таких рельсов, в том числе 315,8 тыс. тонн у «Мечела», 206 тыс. тонн у Евраз и 7,5 тыс. тонн у АРБЗ. В 2016-м РЖД приобрела 947,7 тыс. тонн рельсов, в том числе 404,6 тыс. тонн — дифференцированно-термоупрочненных длиной 100 м. Таким образом, очевидна ориентация монополии на использование стометровых рельсов для организации бесстыкового пути. По этой же оценке, их доля в портфеле закупок рельсов РЖД составляет 40–50%.

Стометровые рельсы позволяют повысить качество и надежность рельсового полотна за счет меньшего количества стыков. В 2018 году мощности «Евраз ЗСМК» по выпуску «стометровок» выросли до 350 тыс. тонн в год, а продажи составили более 300 тыс. тонн. «Мы планируем нарастить выпуск стометровых рельсов в РФ до уровня свыше 500 тыс. тонн в год», — сообщил представитель Евраз. По его словам, РЖД особенно заинтересована в приобретении рельсов категории ВС400 (для высокоскоростного движения со скоростью до 400 км/ч), а также в продукции ДТ400ИК (под движение состава с повышенной нагрузкой на ось и для сложных участков пути с крутыми кривыми) с большей прочностью на поверхности катания. Сейчас эти рельсы проходят сертификацию, скоро начнутся их промышленные поставки. Востребована и категория ДТ370ИК (для участков кривых малого радиуса с повышенной сопротивляемостью боковому износу).

«Спросом пользуется рельсовый прокат высокого класса с улучшенными эксплуатационными характеристиками. Современный рельсобалочный стан и уникальная технология закалки рельсов в полимере позволяют нам производить рельсы, превышающие по своим качественным характеристикам требования ГОСТ. Основной вид рельсовой продукции ЧМК — рельсы Р65 категории ДТ350 в различных классах исполнения. В 2018 году на комбинате произвели около 250 тыс. тонн такой продукции», — сообщил гендиректор ООО «К Мечел-Сталь» Андрей Пономарев. По его мнению, главная тенденция будущего — скоростное и высокоскоростное движение. На ЧМК уже освоены рельсы для скоростных магистралей со скоростью движения до 250 км/ч. В ближайших планах — освоение рельсов для ВСМ со скоростью до 400 км/ч. «Мечел» планирует принять участие в проектах по строительству высокоскоростных железно-

рожных магистралей. В последние годы в структуре закупок рельсов РЖД произошли изменения. В 2018-м монополия купила у Евраз около 776 тыс. тонн, у «Мечела» — 210 тыс. тонн. Для сравнения: в 2017-м у Евраз купили 719,8 тыс. тонн, у «Мечела» — 329 тыс. тонн. Таким образом, за год доля Евраз на российском рынке рельсов выросла с 69% до 77%.

### Новый профиль

Отметим, что оба главных игрока на рынке стараются снизить зависимость от РЖД и расширить клиентскую базу и продуктовую линейку. ЧМК недавно освоил новый вид рельсовой продукции — остряковые рельсы (используются для производства стрелочных переводов). «Нам интересен этот довольно узкий рынок. Остряковые рельсы в России и ближнем зарубежье производят немногие: это сложный продукт с точки зрения технологии, при прокате необходимо получить несимметричный профиль», — поясняет Андрей Пономарев. «Мечел» выиграл тендер на поставку рельсов для строительства новой Большой кольцевой линии столичного метро (третьей пересадочной контура), а «Евраз» развивает сотрудничество с Санкт-Петербургским метрополитеном, расширяет поставки трамвайных рельсов в разные города.

Обе компании ищут выходы не только на рынки ЕвразЗЭС, но и в дальнее зарубежье. В 2018 году экспортные поставки рельсов Евраз из РФ в 20 стран составили 120 тыс. тонн. Холдинг разработал новый рельсовый профиль для поставок в Бразилию, в планах на 2019 год — адаптация и разработка новых типов рельсов для поставок в Канаду и Южную Корею. ЧМК присматривается к ЕС, в ближайшие годы там ожидается бум потребления рельсовой продукции благодаря развитию траншеевой европейской транспортной сети. На два вида рельсов для Европы — 60E1 и 60E2 — ЧМК подтвердил соответствие европейским техническим стандартам TSI.

### Эксплуатационная длина

Несмотря на эти усилия, главным покупателем рельсов еще долго будут оставаться РЖД. Эксплуатационная длина железных дорог РФ — 85,5 тыс. км, а это означает наличие постоянного спроса на рельсы для текущих ремонтов. Кроме того, монополия активно развивается. Инвестиционная программа РЖД на 2018 год была увеличена с 459,5 млрд руб. до 568 млрд руб. Планируемый объем на текущий год — более 680 млрд руб., на 2020 год — свыше 820 млрд руб., на 2021-й — 745 млрд руб. По данным экспертов, объем долгосрочной инвестиционной программы РЖД до 2025 года составит около 10 трлн руб. Это позволяет рассчитывать на реализацию крупных проектов по расширению доступа к портам, строительству железных дорог Крыма и Сахалина. В совокупности это пять лет роста потребления рельсовой продукции может увеличиться на 30–40% по сравнению с уровнем 2018 года. Отечественные металлурги к такому росту спроса хорошо подготовлены. Про импорт рельсов в нашу страну можно больше не вспоминать.

Сергей Артемов

## Инвестиции в прибыль

— акции —

c13

В золотодобывающим секторе, говорит Дмитрий Плешаков, российский компании в целом подешевели в сравнении с зарубежными аналогами из-за более высокого качества активов и превышения ожиданий по объемам производства и финансовым результатам. «Несмотря на высокую волатильность в прошедшем году цена на золото показала динамику, близкую к нулевой, оставшись на уровне последних трех лет. Таким образом, впечатляющая суммарная годовая доходность акций «Полуса» — более 20% — является исключительно результатом работы менеджмента и роста операционных показателей», — полагает Алексей Скабалланович.

### Прибыльная угроза

Еще один внешний фактор, оказавший существенное влияние на акции российского металлургического сектора в 2018 году, — введение год назад, в апреле 2018-го, санкций США в отношении компании Олега Дерипаски «Русал» и опасения того, что подобные меры могут принести и в отношении других отечественных компаний металлургического сектора. «На акции металлургов оказывало сильное влияние опасение новых санкций со стороны США», — говорит Андрей Лобазов. — Это было главной причиной того, почему бумаги ряда металлургических компаний не в полной мере отразили существующий рост прибыли. Акции «Русала» после прихода известия о санкциях за два торговых дня, 6 и 9 апреля, подешевели на Московской бирже на 34,5%.

Апрельский санкционный обвал был выкуплен рынком очень быстро и в итоге отразился лишь на самом «Русале», да и то лишь на его котировках, но не на финансовых результатах, говорит аналитик ГК «Финам» Алексей Калачев. По его словам, практически все компании сектора показали рост финансовых результатов на фоне роста или незначительного снижения производства и ослабления курса рубля. В итоге «Русал» даже оказался в выйгрыше: угроза санкций, до которых в итоге дело всерьез так и не дошло, подняла стоимость алюминия и снизила курс рубля.

То есть санкции оказали двойственное влияние на «Русал», полагает главный аналитик Промсвязьбанка Роман Антонов: с одной стороны, рост цен на алюминий позволил компании показать неплохие финансовые результаты по итогам трех кварталов 2018 года, а с другой — результаты за четвертый квартал оказались слабыми в связи с завершением контрактов с клиентами, которые не были заключены снова из-за решения Минфина США.

Аналогичным образом весьма краткосрочное влияние на рынок оказало появление так называемого списка Белоусова — предложения помощника президента РФ Андрея Белоусова крупнейшим металлургическим компаниям «поделиться сверхприбылями» с государством с целью реализации национальных проектов: к существенным для компаний экономическим последствиям оно не привело — было принято решение ограничиться тем, что компании направят определенные средства на реализацию собственных инвестиционных программ.

### Дивидендная гонка

По итогам 2018 года российские горно-металлургические компании порадовали владельцев своих акций, выплатив довольно щедрые дивиденды — существенно выше как уровня инфляции, так и ставок по банковским депозитам и даже выше доходности облигаций крупнейших российских эмитентов. Большинство российских компаний металлургического сектора уже объявили свои финансовые результаты за 2018 год, и размер финального дивиденда за 2018 год уже известен, говорит Алексей Скабалланович. По его словам, дивидендная доходность компаний разная, но в среднем по сектору она выше 10%.

«Сейчас в металлургическом секторе надо поискать компании, которые не предлагают своим инвесторам щедрых дивидендов, доходность которых зачастую превышает 10%», — рассказывает Андрей Лобазов. По его словам, особенно высокие дивиденды платят «Норникель», все производители стали, АЛРОСА. Даже отдельные золотодобывающие компании, такие как «Полус», стараются радовать и инвесторов, предлагая нехарактерную для отрасли вы-

сокую доходность — выше 5% (тогда как средняя ниже 2%). И практически все компании платят промежуточные дивиденды.

«В сегменте черной металлургии основная часть задач по модернизации решена, компании „большой тройки“ снизили капитзатраты, радикально сократили долги и начали интенсивно транслировать прибыль в ежеквартальную выплату дивидендов, направляя на эти цели 100% свободного денежного потока», — говорит Алексей Калачев. По его подсчетам, общая дивидендная доходность к средневзвешенной за последний год цене акций НЛМК составляет 14,2%, «Северстали» — 16,2%, ММК — 12,9%. Размер дивидендов «Норильского никеля» аналитик оценивает на уровне 11–12%, АЛРОСА — около 11%.

«По итогам 2018 года абсолютными лидерами по дивидендной доходности были „Евраз“ и „Северсталь“ — объявленные за 2018-й по отношению к средней капитализации за год дивиденды составили 17% и 16% соответственно», — говорит Дмитрий Плешаков. — Другие компании также объявили или, по нашим ожиданиям, объявят высокие дивиденды с доходностью 13–14%, что значительно выше среднего по всему российскому рынку акций значения 5%. Даже золотодобывающие компании, которые традиционно большую часть средств инвестируют в рост производства, предложили инвесторам доходность за 2018 год 4,5–7%».

### Текущий счет

В первом квартале 2019 года рост рынка в целом продолжился — как на рынках сырья, так и на рынке акций металлургических компаний.

«В секторе черной металлургии цены на железную руду выросли почти на 20% и превысили ожидания после обрушения дамба на руднике бразильской добывающей компании Vale и последующего регуляторного давления со стороны надзорных органов и превентивной приостановки добычи на других рудниках. Это оказало поддержку ценам на сталь, но также на ценах на сталь положительно сказались меры китайских властей по недопущению замедления темпов роста экономики», — рассказывает Дмитрий Плешаков. Кроме того, по его словам, превысил ожидания и рост цен на золото — главным образом из-за смягчения монетарной политики в США и Европе, поскольку более мягкая денежная политика обычно положительно влияет на инвестиционный спрос на золото.

Опережающим рынок темпами росли акции ведущих российских компаний сегмента черной металлургии: бумаги НЛМК, «Северстали» и ММК прибавили в цене за первый квартал текущего года 8,3%, 9,03% и 6,65% соответственно на фоне роста индекса Мосбиржи на 5,39% и отраслевого индекса металлов и добычи на 2,68%.

«Больше всего удивили бумаги „Норникеля“, которые продолжили штурмовать новые вершины ихза rallied в ценах на палладию, на который у компании приходится 50% выручки», — признается Андрей Лобазов (эти акции за первый квартал прибавили 5,2%).

Говоря о дальнейших перспективах рынка акций металлургического сектора в 2019 году, эксперты высказывают разные, порой противоположные точки зрения.

«В 2019 году российским компаниям вряд ли удастся показать столь позитивные результаты, как в 2018-м: на сталиейнейшей отрасли негативное влияние будут оказывать внешние факторы», — говорит Роман Антонов. Впрочем, явных признаков ухудшения ситуации, по его словам, пока не видно: цены на сталь после падения в четвертом квартале остаются ниже уровней начала 2018 года, но стабильны, а спрос не так плох, как ожидалось. Тем не менее опасения за медленную мировую и китайскую экономики остаются в центре внимания инвесторов.

«Мы полагаем, что сектор останется инвестиционно привлекательным в 2019 году», — отмечает Алексей Скабалланович.

Дмитрий Плешаков также оптимистичен: «Несмотря на то что в целом по отрасли дивидендная доходность несколько снизится в среднем спиковых значений за 2018 год, по нашим оценкам, она все равно будет превышать дивидендную доходность зарубежных компаний из этой же отрасли более чем на 5 п. п. Ожидается, что 2019 год будет положительным для стоимости акций металлургических компаний в целом».

Петр Рушайло