



# Разноцветная металлургия

[Кирилл ЯКОВЕНКО]

В это безумное для финансовых рынков время испуганный инвестор уверен только в одном: цены на сырье, в особенности на драгметаллы, движутся вверх. Действительно, только ленивый не говорит о «золотом пузыре», однако многие забывают про прямых бенефициаров подобных восходящих тенденций. Речь идет о российских компаниях, которые добывают такой актуальный продукт, как цветные металлы. Попробуем разобраться в том, какие перспективы ожидают эти предприятия, а главное, их миноритарных акционеров.



**Д**ля понимания того, что представляет из себя российская цветная металлургия в данный момент, и ее взаимосвязи с фондовым рынком рассмотрим несколько

основных компаний из этого сектора. Сразу оговоримся, в контексте статьи к цветным металлам мы будем относить как промышленные, так и драгоценные. Воспользуемся

одним из верных способов оценки значимости той или иной компании в глазах рядового российского трейдера, то есть представим несколько эмитентов в порядке убывания

объема торгов их акций за последний год на ММВБ: ГКМ «Норильский никель» (1 трлн рублей), «Полюс Золото» (70 млрд рублей), «Полиметалл» (20 млрд рублей), РУСАЛ рдр (7 млрд рублей), ВСМПО-АВИСМА (7 млрд рублей).

В структуре российских биржевых индикаторов компании расположены практически аналогично. Так, в индексах РТС и ММВБ бумаги ГКМ «Норильский никель» занимают почти 10%, акции «Полиметалла» – около 1,5%, а расписки РУСАЛа – около 1%. Это, пожалуй, основные игроки отрасли, представленные на российских биржах.

Анализируя положение на рынке, прежде всего, стоит отметить, что снижение котировок бумаг затронуло металлургические компании в разной степени. В Таблице 1 представлены совокупные данные по изменению их стоимости и ключевых биржевых индикаторов с начала 2011 года.

В этом году акции таких гигантов, как «Норильский никель» и «Полюс Золото» снизились в русле общей тенденции рынка, а вот бумаги «Полиметалла» и ВСМПО-АВИСМА показали существенный рост. Следует выделить расписки РУСАЛа, которые продемонстрировали значительное снижение (более 30%).

Справедливости ради стоит отметить, что рост стоимости наблюдался далеко не во всех металлах. Например, с начала

## справка

**НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ**

Занимается поиском, разведкой, добычей, обогащением и переработкой полезных ископаемых, а также производством, маркетингом и реализацией цветных и драгоценных металлов. Основные российские производственные подразделения вертикально интегрированы. Выручка компании за 2010 год по МСФО превысила \$12 млрд, а чистая прибыль – \$3 млрд.

**ОАО «ГМК «Норильский никель»** – крупнейший в мире производитель никеля и палладия, один из ведущих производителей платины и меди. Также в сфере его интересов находятся побочные металлы.



мире по запасам и объемам производства. Международный портфель активов включает в себя рудные и россыпные месторождения золота в Красноярском крае, Иркутской, Магаданской и Амурской областях, Республике Саха (Якутия), Республике Казахстан, Румынии и Кыргызстане, на которых концерн ведет разведку и добычу. Выручка компании за 2010 год по МСФО превысила \$1,7 млрд, а чистая прибыль – \$480 млн.

**ОАО «Полюс Золото»** – ведущий производитель золота в России и Казахстане, входящий в число крупнейших золотодобывающих компаний

**ПОЛИМЕТАЛЛ**

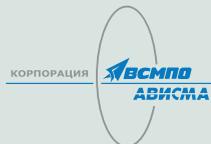
Также занимает пятое место по объему добычи золота в России. Проводит геологоразведочные работы в четырех регионах России (Магаданской и Свердловской областях, Хабаровском крае и на Чукотке), а также в Казахстане. Выручка за 2010 год по GAAP превысила \$1 млрд, а чистая прибыль – \$240 млн.

**ОАО «Полиметалл»** – крупнейший в России и пятый в мире производитель первичного серебра.

**РУСАЛ**

2007 года в результате объединения РУСАЛа и СУАЛа с глиноземными активами швейцарской Glencore. Активы расположены в 19-ти странах на пяти континентах. На предприятиях работает около 72 тыс. человек. В январе 2010 года компания провела IPO на Гонконгской фондовой бирже, продав 10,6% акций за \$2,24 млрд. Выручка за 2010 год по МСФО превысила \$10 млрд, а чистая прибыль составила около \$3 млрд.

**Объединенная компания «Российский алюминий» (РУСАЛ)** – крупнейший в мире производитель алюминия и один из лидеров по производству глинозема и фольги. Компания создана в марте



полуфабрикаты из легированных сталей и жаропрочных сплавов на никелевой основе. Поставляет на экспорт 70% своей титановой продукции, а 30% идет на внутренний рынок. Основные российские потребители – авиа- и мотостроительные заводы. Выручка за 2009 год по МСФО составила около \$1 млрд, а чистая прибыль – всего порядка \$26 млн.

**ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА»** – крупнейший в мире производитель титана (слитков и всех видов полуфабрикатов из титановых сплавов). Также изготавливает прессованные крупногабаритные изделия из алюминиевых сплавов,

года только драгоценным металлам удалось прибавить в цене (свыше 20%). Алюминий и медь не смогли порадовать участников, продемонстрировав небольшое снижение. Вместе с тем, расходы на производство постепенно растут, так как электроэнергия и различные виды топлива дорожают.

Все это говорит нам о легкой судьбе менеджмента предприятий металлургической отрасли, ведь ему следует проявлять все свои управленческие таланты, чтобы вывести компании на хорошие показатели деятельности.

## Текущее положение

Крупнейший мировой производитель никеля и палладия и один из лидеров по добыче платины и меди ГКМ «Норильский Никель» погряз в разборках между акционерами по поводу выкупа своих акций у РУСАЛа. Из-за этого котировки бумаг

**Табл. 1** Изменение стоимости акций и биржевых индикаторов с 11.01.2011 по 24.08.2011, %

Инструмент	Изменение
Индекс РТС	-11
Индекс ММВБ	-14
«Норильский никель»	-11
«Полюс золото»	-8
«Полиметалл»	12
РУСАЛ рдр	-34
ВСМПО-АВИСМА	12

Источник: рассчитано по данным [finam.ru](http://finam.ru), округлено до целых

гиганта испытывают давление, а агентству Fitch Ratings пришлось даже понизить его рейтинг. По итогам первого полугодия, чистая прибыль предприятия (по РСБУ) снизилась почти на 10%, чем во многом и объясняется вялая динамика котировок.

Другим примером «эффективной» работы менеджмента стали события, связанные с «Полюс Золотом». Несмотря на многолетнее восхождение котировок «желтого металла», компания уму-дрилась получить убыток

в первой половине 2011 года (по РСБУ). Кроме того, в последнее время на котировки ее акций оказывали влияние действия по их обмену на бумаги Polyus Gold International. В результате реорганизации компании, мы можем больше не увидеть торги ее обыкновенными акциями в России.

Другому крупному производителю драгоценных металлов – «Полиметаллу» – удалось, вопреки некоторому снижению производства, показать рост выручки на 28% в первом полугодии. Конечно, во многом этому способствовала благоприятная конъюнктура на рынках золота и серебра.

В то же время, сложная ситуация наблюдается у РУСАЛа. Высокая долговая нагрузка, на погашение которой направляется основная часть свободных средств (включая доходы от недавнего IPO), выступает негативным фактором для котировок ее расписок

## мнение



### Илья КЛЕНИН,

аналитик ИФ «ОЛМА»:

– В этом году отрасли цветной металлургии характеризовалась значительным объемом простаивающих мощностей и ростом производственных издержек.

Показатели прибыльности отрасли зависят от динамики цен на металлы.

При этом возможность влиять на рентабельность путем сокращения издержек существенно ограничена ввиду сильной инфляции затрат (на оплату труда, энергоносители и другое сырье).

Спор между акционерами «НорНикеля», равно как и прецедент с задержкой годовой отчетности, нанес существенный репутационный урон компании, что выразилось в снижении кредитного рейтинга, следовательно, росту стоимости привлечения капитала. Для РУСАЛа текущий год характеризуется продолжением сокращения долгового бремени, а также трудностями с возобновлением работы некоторых международных проектов. Компания «Полюс Золото», флагман российской золотодобывающей отрасли, также разочаровала инвесторов постоянно возникающими техническими проблемами и хроническим недовыполнением собственных планов. На наш



**Polyus Gold International** – золотодобывающая компания, созданная в результате обратного поглощения ОАО «Полюс Золото» холдингом KazakhGold Group в июле 2011 года, которая стала владельцем практически 90% уставного капитала российского гиганта.

на бирже. И хотя в первом полугодии текущего года компания показала рост выручки (свыше 18%), ее чистый долг превышает \$11 млрд (на конец 2010 года).

У крупнейшего в мире производителя титана дела идут очень неплохо – в ближайшие годы планируется увеличение объема производства продукции и запуск собственного рудника. Кроме того, активное расширение сотрудничества с Boeing и Airbus, вкуче с предоставленными льготами и прогнозами по росту спроса на титан, позволит существенно улучшить финансовые показатели этого эмитента.

## Перспективы

Многие эксперты отмечают, что продажи металлов на внутреннем рынке выше, чем на внешнем. Возможно, это связано с отставанием по параметрам качества продукции у российских производи-

телей. Кроме того, мы уже давно живем в отсутствии серьезного промышленного роста и строительного бума, которые наблюдались до 2008 года.

Остается надеяться, что грядущие крупные инфраструктурные проекты в России (например, Олимпиада в Сочи) будут способствовать высокому спросу на различные категории металлов. Не стоит забывать и о крупном южном соседе – Китае. Спрос со стороны Поднебесной, вероятно, продолжит поддерживать цены на сырье, в том числе и на цветные металлы. Например, потребление цинка и меди Китае составляет около трети от мирового. Кроме того, политика замены долларов США на золото и серебро не только не исчерпала себя, а наоборот, набирает популярность среди все большего числа стран. Скорее всего, указанные выше причины будут и дальше приводить к притоку финансовых

## Fitch Ratings

– международная корпорация, основанная в Нью-Йорке Джоном Фитчем в 1913 году как издательство, но в настоящее время известная как рейтинговое агентство. Занимается предоставлением независимых оценок кредитоспособности экономических субъектов и аналитическими исследованиями для мировых кредитных рынков.

ресурсов в отрасль, способствуя развитию наших металлургов.

Даже для многих опытных инвесторов остается открытым вопрос о том, куда лучше вкладывать средства – в металлы или в акции их производителей. Теоретически, бумаги считаются более доходными, особенно в долгосрочной перспективе. Но практика, как всегда, убеждает нас в обратном. В последние годы наблюдается рост стоимости сырья по всему миру, и не в последнюю очередь это касается металлов. Кроме того, высокая актуальность драгоценных металлов подпитывается страхами относительно судьбы доллара США, евро и других «необеспеченных» валют.

Мы продолжим следить за судьбой котировок акций металлургического сектора и будем надеяться, что нас ожидают преимущественно повышательные тренды.

F&O

взгляд, «Полиметалл» – наилучшая российская золотодобывающая компания на данный момент.



## Сергей ФИЛЬЧЕНКОВ,

аналитик ИФК

«МЕТРОПОЛЬ»:

– Стабильно высокие мировые цены на сырьевые товары и топливо, а также рост тарифов на электроэнергию внутри России будут продолжать оказывать давление на показатели рентабельности компаний данного сектора до конца года. Укрепление рубля и

продолжающийся рост цен на топливо и сырье отчасти нивелируют положительную динамику цен на продукцию из-за увеличения себестоимости производства.

По нашему мнению, до конца года на котировки акций многих компаний в отрасли будут влиять скорее корпоративные события, нежели показатели финансовой отчетности. Так, бумаги ВСМПО-АВИСМА могут продолжить рост ввиду недавнего заключения долгосрочных контрактов на поставку титановой продукции ведущим мировым авиапроизводителям, а также благодаря возможной приватизации компании в долгосрочной перспективе.