

Рынок алюминия: еще один год низких цен

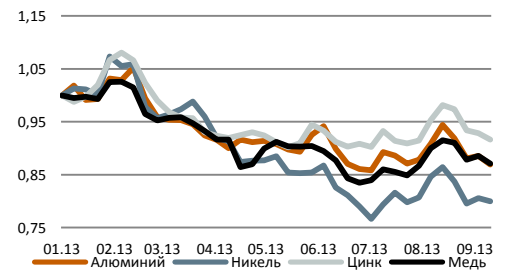
Ключевые моменты

- Мы ожидаем, что цены на алюминий в 2014 г. будут оставаться очень волатильными и колебаться в пределах 1,6-2 тыс. долл. за тонну. Давление на цены со стороны избыточных запасов металла может быть исчерпано за два года, когда их уровень снизится до уровня потребления за 4 месяца. После этого можно ожидать, что цены закрепятся на уровне суммарной себестоимости самых дорогих производителей — 2,7 тыс. долл. за т без учета премии за физическую поставку.
- Причины низких цен на алюминий в значительном влиянии конъюнктуры финансовых рынков и чрезмерном запасе металла на складах, накопленного в 2008-2009 гг. Влияние этих факторов будет снижаться, поскольку LME меняет складскую политику, а инвестбанки выходят из сырьевого бизнеса. Существует высокая вероятность резкого снижения цен на металл в 2014 г., поскольку склады будут распродавать запасы металла, а банки сокращать объем операций на фьючерсных рынках.
- Потребление и производство алюминия увеличивается в среднем на 6-7% в год. Основной вклад вносит Китай, на который приходится $\frac{3}{4}$ прироста. Правительство этой страны ожидает, что к 2020 г. потребление алюминия вырастет в два раза, в результате чего доля Китая в мировом потреблении может достигнуть 56% против 44% сейчас. Китаю неизбежно придется переориентироваться на импорт металла, поскольку себестоимость выплавки алюминия в стране является самой высокой в мире.
- Российским алюминиевым заводам электроэнергия также обходится по очень высокой цене, при этом они несут самые высокие в мире транспортные затраты. Падение цен фьючерсов на алюминий до 1 800 долл. за т вынудило оставить выпуск металла на предприятиях с себестоимостью 2 200 долл. за т. Скорее всего, Русал не будет возобновлять на них производство даже после восстановления цен.

1,6-2 тыс. долл. за т в 2014 г.
2,5 тыс. долл. за т в 2016 г.

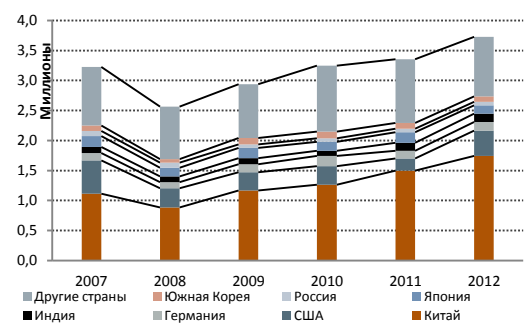
Аналитик: Айрат Халиков
Эл. почта: AKhalikov@veles-capital.ru

Цены на цветные металлы



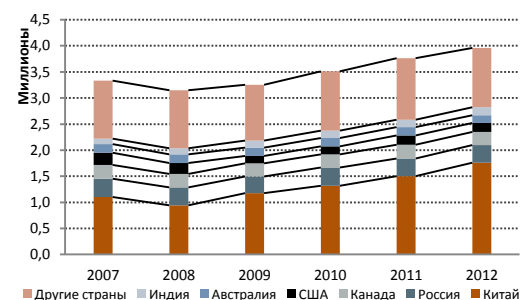
Источник: WBMS

Потребление алюминия, т в месяц



Источник: WBMS

Производство алюминия, т в месяц



Источник: WBMS

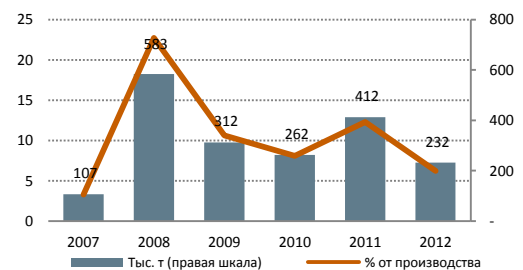
Ценовая конъюнктура. Причины волатильности

- Цены на алюминий обладают исключительно высокой неопределенностью в текущих условиях. Это связано с тем, что на конъюнктуру в отрасли значительное влияние оказывают факторы, которые вне контроля производителей металла. Среди ключевых факторов мы выделяем два: конъюнктура на финансовых рынках и значительные запасы алюминия на складах.
- Финансовые рынки.** Интриги и заявления, связанные с перспективами программ поддержки экономического роста в США, еврозоне и Китае оказывает определяющее влияние на фьючерсные рынки: инвесторы ожидают, что в случае сокращения государственных программ вырастет стоимость заимствования, а это приведет к сокращению темпов экономического роста. Поскольку потребление металлов находится в прямой зависимости от динамики мировой экономики, то инвесторы хеджируют свои риски, заходя в короткие позиции по фьючерсам на металлы. Влияние этих операций особенно заметно проявилось в июне и августе 2013 г., когда фьючерсы на цветные металлы подешевели на фоне спекуляций в СМИ о возможном сокращении объемов финансирования программы QE3 со стороны ФРС США в сентябре или декабре 2013 г. По итогам заседания комитета по открытым рынкам ФРС США в сентябре было решено сохранить текущие параметры поддержки экономики, однако последующие комментарии участников заседания создали сумятицу на финансовых рынках и усилили коррекционные ожидания.

В результате в августе цены на алюминий на LME опустились до уровней (1800-1850 долл. за т), при которых около 75% производителей металла в мире являются убыточными. Отрыв динамики фьючерсов от ситуации в отрасли привел к тому, что цены на физический металл начали значительно отличаться от цен на фьючерсных биржах. Это проявляется в том, что на рынке существует премия за физическую поставку, причем размер этой премии лишь увеличивается со временем: так, если в январе 2011 г. ее размер составлял 120 долл. на т (для поставок в Японию) и 145 долл. на т (для США), то в настоящее время она составляет 250 долл. на т (для Японии) и 265 долл. на т (для США).

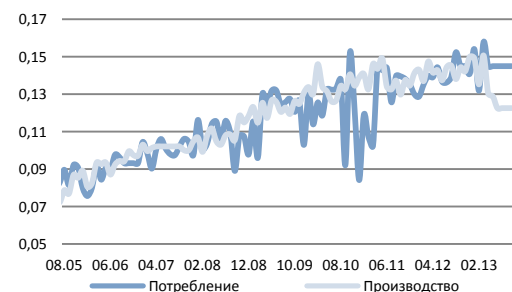
Мы ожидаем, что влияние этого фактора значительно снизится в ближайшие год-два, поскольку крупнейшие инвестбанки прекращают торговлю фьючерсами на сырьевые товары из-за повышенного внимания регулирующих организаций к подобным операциям банков в этой отрасли и подозрений в манипулировании ценами.

Избыток производства алюминия, в месяц



Источник: WBMS

Объемы рынка алюминия Индии, млн т в месяц



Источник: WBMS



✎ **Запасы алюминия.** В 1 пол. 2013 г. мировой выпуск металла увеличился более чем на 6% г/г, до 24,5 млн т, потребление выросло также на 6% г/г до 24,47 млн т. В Китае, являющимся главным драйвером отрасли, производство первичного алюминия составило 10,58 млн т, а потребление — 10,6 млн т. В целом можно утверждать, что мировая алюминиевая отрасль достигла сбалансированного состояния.

Проблема с избыточными запасами алюминия имеет начало в 2008-2009 гг., когда в мире значительно снизились объемы строительства (доля в потреблении — 14-19%) и изготовления транспортных средств (30-37% потребления), тогда как выплавка алюминия металлургами осталась на прежнем уровне. В результате по итогам 2008 г. в мире было накоплено на складах 7 млн т, а в 2009 г. — еще 3,7 млн т. По данным Русала, на текущий момент на складах в мире находится объем металла сопоставимый с половиной годового производства. Именно наличие это запаса не позволяет надеяться на скорое восстановление цен на алюминий и рентабельности в отрасли.

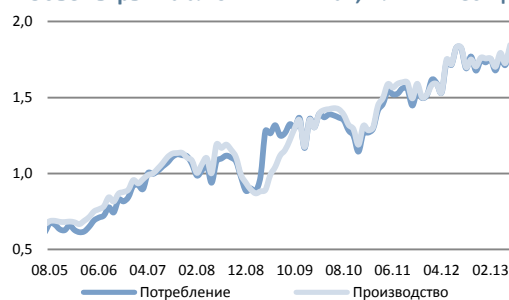
Накопление запасов металла выгодно некоторым участникам отрасли — тем, кто предоставляет услуги хранения алюминия, прежде всего LME и инвестиционным банкам, таким как Goldman Sachs и JPMorgan. Работа крупнейших складов выстроена таким образом, что алюминий со склада можно получить лишь через значительное время (до 100 дней) после оформления заказа, что позволяет складам увеличивать свои доходы. Однако под давлением регулирующих служб США, склады LME со 2 кв. 2014 г. начнут работать по новым правилам. В результате LME должна будет сократить свои запасы и продать часть металла на спотовом рынке. Это окажет значительное давление на цены алюминия в сторону их понижения.

Китай – половина мирового потребления алюминия

✎ **Объемы.** В этом году, по ожиданиям участников алюминиевой отрасли, мировая экономика вырастет на 3%, а потребление алюминия — на 6% и достигнет 50 млн т. Основной вклад внесут Китай, потребление в котором может вырасти на 9,5% г/г, и другие страны Азии, рост спроса в которых составит 6% г/г.

✎ Китай является крупнейшим мировым рынком алюминия (44% от мирового потребления в 2012 г.). Именно его экономика остается главным драйвером отрасли. В 2010-2013 гг. на страну пришлось 73% прироста мирового потребления алюминия. В

Объемы рынка алюминия Китая, млн т в месяц



Источник: WBMS



1 пол. 2013 г. объем импорта металла составлял 200-250 тыс. т в месяц. При этом ожидается, что через полтора года объем импорта он вырастет на 48% до 300-370 т в месяц.

- ▣ **Себестоимость.** Несмотря на уверенный рост потребления алюминия, у производителей этого металла в Китае весьма сложное положение из-за высоких цен на электроэнергию. В Китае самая высокая в мире стоимость электроэнергии для алюминиевой отрасли: порядка 1000 долл. на т алюминия, в то время как американские и европейские компании тратят по 400-600 долл. В результате на крупнейших предприятиях страны, таких как Chalco (4,2 млн т в год), прямая себестоимость выплавки алюминия (cash costs) составляет 2 250 долл. за тонну, а полная себестоимость, включающая в себя, в том числе, затраты на обслуживание кредитов, доходит до 2,7 тыс. долл. на тонну. Соответственно, при цене тонны алюминия на бирже в 1800 долл., китайские металлурги получают операционный убыток в размере 50-150 долл. и чистый убыток 900-950 долл. на тонну произведенного металла.

Данный дисбаланс может сохраняться продолжительное время лишь в условиях значительной финансовой поддержки со стороны государства. Около трети производителей алюминия в Китае продолжают свою деятельность лишь благодаря субсидиям со стороны местных и региональных властей. В среднем в 2012 г. производители алюминия Китая получили субсидии на электроэнергию в размере 200 долл. на тонну. Столь значительный размер субсидий объясняется тем, что для региональных властей основным приоритетом является сохранение рабочих мест и «общественного порядка». Стоит учесть, что субсидии покрывают лишь операционный убыток компаний, и металлурги Китая вынуждены наращивать объем долга для обслуживания кредитов и осуществления инвестиционных программ.

- ▣ **Перспективы.** Правительство страны ожидает удвоения потребления металла в Китае к 2020 г. При этом возможности по наращиванию выпуска алюминия в Китае близки к исчерпанию: высокая доля угольной генерации (90%) привела к серьезным экологическим проблемам в стране. Загрязнение воздуха продуктами сгорания угля вынуждает власти страны ограничивать поставки электроэнергии таким энергоемким отраслям, как производство алюминия и цинка. Поэтому правительство Китая разрабатывает новую программу развития отрасли, суть которой в поощрении строительства новых предприятий за рубежом и запрете расширения выпуска металла в стране. Профильные министерства уже ведут переговоры с крупнейшими предприятиями о переносе производства за границу. Эти



планы создают угрозу для мировых производителей алюминия, поскольку, как опасаются в Русале и Alcoa, государство может использовать субсидии для стимулирования переноса производства из Китая. Мы полагаем, что эти опасения беспочвенны, поскольку основной объем субсидий предприятиям выделяется органами местного самоуправления, озабоченными сохранением занятости на местном уровне. Поэтому не стоит ожидать значительных субсидий компаниям в случае международной экспансии.

Россия — борьба за себестоимость

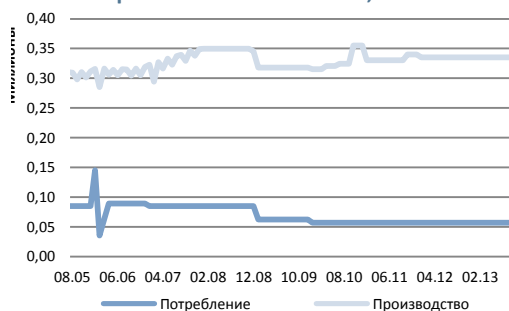
На российскую отрасль производства алюминия приходится 9% мирового производства (4,5 млн т в год). Ключевой ее особенностью является высокая концентрация — управление и владение предприятиями сосредоточено в одном холдинге — Русале, который является крупнейшим производителем алюминия в мире. Несмотря на столь высокую концентрацию, Русал не обладает какой-либо монопольной властью — компания практически неспособна оказывать влияние ни на цены на свою продукцию, ни на стоимость приобретаемого сырья, электроэнергии и транспортных услуг.

Низкая рентабельность. Негативная ценовая конъюнктура вкупе с высокими тарифами на электроэнергию привели к тому, что производство алюминия в России стало самой низкорентабельной отраслью цветной металлургии наравне с производством цинка, выплавка которого также основана на процессе электролиза. Операционная рентабельность выплавки алюминия в январе-сентябре 2012 г. составила лишь 6% против 52% в производстве никеля и 24% в выпуске меди и титана.

Средняя прямая себестоимость (cash cost) производства у Русала составляет 1900 долл. на тонну алюминия, а полная себестоимость — 2200 долл. на тонну. Поскольку средняя цена фьючерсов на алюминий на LME в 1 пол. 2013 г. составляла 1950 долл., а премия за физическую поставку — 250 долл., то российский алюминиевый холдинг остался безубыточным. По нашим оценкам, средняя цена на алюминий во 2 пол. 2013 г. составит 1850 долл., а это значит, что холдинг получит убыток в размере 50-100 долл. на тонну, и это в случае если премия за физическую поставку металла не увеличится.

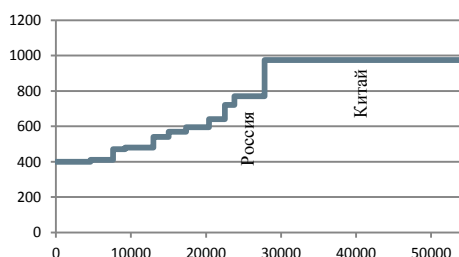
Отношение государственных служб к отрасли производства алюминия в России кардинально отличается от китайского. В то время как региональные власти Китая стремятся поддерживать

Объемы рынка алюминия России, млн т в месяц



Источник: WBMS

Затраты на электроэнергию и транспортировку в производстве алюминия в различных странах мира, долл. на тонну алюминия



Источник: Русал

Операционная рентабельность производства цветных металлов в России



Источник: Interfax-CNA



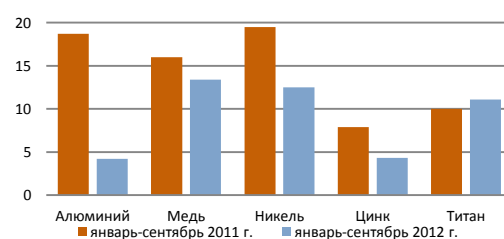
функционирование отрасли, предоставляя субсидии на электроэнергию, в России заводы по производству алюминия наоборот несут бремя дополнительных социальных расходов. Это связано с применением политики перекрестного субсидирования в электроэнергетике, суть которой состоит в том, что электроэнергия поставляется населению по низкому тарифу, а сопутствующие издержки перекладываются на крупных промышленных потребителей. Некоторые сетевые компании также включают в тариф инвестиционную составляющую, которая доходит до 30% от цены получаемой заводами Русала. Поскольку производство алюминия является весьма энергоемким (30-40% себестоимости), то Русал страдает от данной политики в наибольшей степени.

Средний тариф на электроэнергию для предприятий алюминиевого дивизиона «Запад» вырос с 2007 г. на 76%, до 5,14 цента за кВт/ч. Цена на электроэнергию в европейской части страны и на Урале уже выше, чем в США и странах Северной Европы. За этот же промежуток времени цены алюминия на LME снизились на треть.

Какие тарифы на электроэнергию могли бы быть приемлемыми в текущей ситуации? Показательным может быть требование, озвученное на одном из предприятий Русала, Волгоградском алюминиевом заводе (ВГАЗ). Тариф на электроэнергию для ВГАЗа достиг 1 руб. 94 копейки за 1 кВт.ч (6 центов), это значит, что предприятие при расходе энергии в объеме 13,5-15 тыс. кВт.ч тратит около 810-900 долл. на т алюминия — практически как компании Китая, но при этом не получает никакой государственной поддержки. Это самый высокий тариф на электроэнергию среди 13 российских заводов и трех зарубежных. Предприятие просит снизить тариф в два раза до 90-95 копеек за 1 кВт.ч — до европейского уровня. Снижение стоимости позволило бы остановить закрытие завода и избежать сокращения 3 тыс. человек.

✎ **Транспортные затраты.** Третий фактор низкой рентабельности производства алюминия — это высокий уровень транспортных затрат в России, составляющий более 170 долл. на тонну алюминия (самое высокое значение в мире). В других странах (Китай, Западная Европа, Канада) транспортные затраты не превышают 50 долл. на тонну алюминия. Причины этого кроются как в удаленном от потребителей размещении предприятий, так и в высоких тарифах на грузоперевозки по российским железным дорогам. Высокие ставки ведут к тому, что во многих случаях покупателям выгоднее осуществлять доставку алюминия на большие расстояния посредством автомобильного транспорта.

ROA производства цветных металлов в России



Источник: Interfax-CNA



Тарифы на перевозки РЖД устанавливаются Федеральной службой по тарифам (ФСТ) и отличаются от уровней, которые являются приемлемыми для потребителей услуги. При этом, РЖД имеет ограниченную возможность варьировать стоимость перевозки (лишь в рамках коридора от -12,8% до +13,4% к тарифу, установленному ФСТ) и не может предоставлять скидки крупным заказчикам. При этом согласно стратегии министерство транспорта РФ, дерегулирование отрасли произойдет не ранее 2030 г. Также существует риск того, что будет увеличена доля инвестиционной составляющей в тарифе. В тариф на перевозку алюминия могут быть включены инвестиционные расходы РЖД. По сути получается, что, несмотря на попытки Русала значительно сократить инвестиционные затраты, он все равно будет вынужден нести расходы РЖД по расширению своей сети на Дальнем Востоке.

Мы ожидаем, что анонсированная заморозка тарифов монополий в России не окажет значимого позитивного влияния на алюминиевую отрасль, поскольку тарифы и так уже установлены на чрезмерно высоком уровне.

- ✎ **Попытки сокращения себестоимости.** После того, как фьючерсы на алюминий подешевели до 1800 долл. за т, Русал проигнорировал противодействие региональных властей и начал приостанавливать выпуск алюминия на предприятиях со средней себестоимостью 2200 долл. за тонну металла, поскольку даже премии за физическую поставку не позволяли покрывать операционные затраты. Консервация осуществлена на пяти предприятиях группы сроком на 4 года. Выплавка алюминия на них может быть возобновлена при возвращении цены на алюминий на уровень 2400 за тонну. Также компания переносит запуск своего нового предприятия в Красноярском крае — Богучанского алюминиевого завода (БоАЗ) — с ноября 2013 г. на 2014 г. Полный эффект от реализации программы сокращений ожидается в 2014 г.

По нашей оценке, нижняя планка цены, после которой Русал будет вынужден продолжить сокращение выпуска — 1550-1600 долл. за тонну. Ниже этого уровня компания не сможет покрывать операционные затраты даже на своих наиболее эффективных предприятиях.

Прогноз цены: 1,6-2 тыс. долл. в 2014 г. и 2,7 тыс. долл. — в 2016 г.

- ✎ Мы ожидаем, что в цены на алюминий в 2014 г. будут оставаться очень волатильными. На котировки металла будет влиять изменение складской политики LME (биржа должна будет продать избытки алюминия со



складов) и выход инвестбанков из сырьевого бизнеса (объемы сделок с фьючерсами и колебания их котировок могут снизиться). Эти факторы могут приводить к значительном кратковременному увеличению предложения металла на рынке. Нижней границей цены фьючерсов на алюминий нам видится уровень себестоимости на наиболее эффективных предприятиях Русала за вычетом премии за физическую поставку — 1550-1600 долл. за т. Верхняя граница цены в 2014 г. может достигать уровня операционной себестоимости на предприятиях Китая — 2,0 тыс. долл. за тонну с учетом премии.

- Крупнейшие мировые производители алюминия (Русал, Alcoa, Chalco) сократят выплавку металла на 9-11% по отношению к уровню 2012 г. До конца 2013 г. в мире могут быть остановлены мощности по производству 1,8-3 млн т алюминия. Мы полагаем, что для исчерпания проблемы избыточных запасов достаточно пары лет сбалансированного выпуска. Скорее всего, влияние избыточных запасов окончательно снизится к 2016 г. — когда мировые запасы алюминия снизятся с полугодового объема потребления до 4-месячного. После этого цены на металл установятся не ниже уровня суммарной себестоимости наиболее дорогих производителей — 2 500 долл. за т или 2 700-2 750 долл., в случае сохранений высокие премии за физическую поставку.
- Мы ожидаем, что Китай будет сокращать производство алюминия в стране и увеличивать импорт. В мировой экономике в производстве металлов, в конечном счете, побеждает производитель с самыми низкими издержками. Скорее всего, закрытие убыточных производств Русала является окончательным, а не временным решением, поскольку даже после восстановления цен на металл более рентабельным будет строительство предприятий в регионах с более дешевой электроэнергией, прежде всего в США и Канаде.



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2013 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

АККУМУЛИРОВАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 5-15%.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -5% до 5%.

СОКРАЩАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев от 5% до 15%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 15% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilnikov@veles-capital.ru

Денис Саранцев
Управляющий директор по активным операциям
DSarantsev@veles-capital.ru

Михаил Васильев
Заместитель управляющего директора по активным операциям
MVasilyev@veles-capital.ru

Александр Антипов
Начальник управления операций на рынке акций
AAntipov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Вячеслав Беззубенко
Сейлз-трейдер
VBezzubenko@veles-capital.ru

Александр Цветков
Сейлз-трейдер
ATsvetkov@veles-capital.ru

Артем Московский
Сейлз-трейдер
AMoskovsky@veles-capital.ru

Елена Дэйвиз
Сейлз-трейдер
JDavies@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988,
факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия, Машиностроение
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и Удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика, Потребительский сектор
AKostyukov@veles-capital.ru

Юлия Фрумкина
Потребительский сектор
YFrumkina@veles-capital.ru

ИГ «Велес Капитал»

Сергей Жданов
Генеральный директор
SZhdanov@veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025,
Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250,
факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua