

Уголь: краткий обзор отрасли

СТАВКА НА СОХРАНЕНИЕ СПРОСА НА ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ УГОЛЬ

23 ДЕКАБРЯ 2022



Уголь: ставка на сохранение спроса на энергетический уголь

Учитывая вновь возникший интерес инвесторов к угледобывающей отрасли, мы решили подготовить ее краткий обзор, а также проанализировать российские угледобывающие компании с точки зрения инвестиционных возможностей.

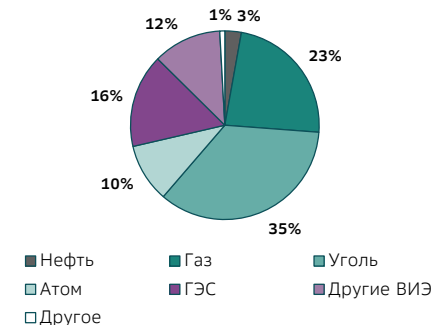
- Угледобывающая отрасль представлена преимущественно двумя сегментами – энергетического и коксующегося угля. Интерес инвесторов к сегменту энергетического угля связан в первую очередь с возросшим спросом на энергоуголь в качестве альтернативы газу, цены на который в 2022 году выросли примерно на 75%. Стоит отметить, что на этом фоне средние цены на энергетический уголь также заметно выросли – приблизительно на 150% в 2022 году. Мы ожидаем, что спрос на энергетический уголь в ближайшей перспективе сохранится, а цены останутся на уровнях выше средних за последние три года. В сегменте коксующегося угля, который зависит от сталелитейной отрасли, спрос и цены будут определяться ситуацией в Китае, который является крупнейшим импортером коксующегося угля и производителем стали в мире. Потенциальное восстановление экономики Китая, в том числе сектора недвижимости, может способствовать увеличению объема выплавки стали и, как следствие, росту цен на коксующийся уголь.
- На российском рынке акций представлены такие угледобывающие компании, как Мечел и Распадская, специализирующиеся на добыче коксующегося угля. СУЭК, занимающийся производством энергетического угля, не имеет листинга акций на Московской бирже, однако является активным участником рынка облигаций. Мы позитивно оцениваем перспективы Мечела и Распадской, однако, учитывая потенциальное снижение средних цен на коксующийся уголь в 2023 году на 30–40%, а также возможное сокращение объемов производства стали, инвесторам стоит быть осторожными в выборе момента покупки бумаг компаний сектора.
- Среди компаний, занимающихся производством энергетического угля, мы рекомендуем обратить внимание на СУЭК. В условиях высоких цен на энергетический уголь и сохранения спроса на него в ближайшей перспективе мы ожидаем роста финансовых показателей компании. На наш взгляд, интерес для инвесторов могут представлять короткие выпуски, такие как 001P-06R с пут-опционом в апреле 2024 года и 001-05K с пут-опционом в январе 2025 года.

Краткий обзор отрасли

Уголь – один из важнейших источников первичной энергии в мире. Самыми распространенными видами угля являются энергетический и коксующийся. Энергетический уголь непосредственно используется для получения электроэнергии, а коксующийся применяется при производстве стали. Китай и Индия – крупнейшие производители, импортеры и потребители угля в мире. Среди экспортеров угля ключевыми являются Индонезия, Австралия, Россия и США.

Что такое уголь? Уголь относится к первичным невозобновляемым источникам энергии наряду с нефтью, газом, горючими сланцами и ураном. По данным ВР, уголь является вторым крупнейшим источником первичной энергии после нефти, а также обеспечивает 35% всей выработанной электроэнергии. С точки зрения генерации электроэнергии на долю угля приходится 36%. При этом уголь – основной источник эмиссии CO₂.

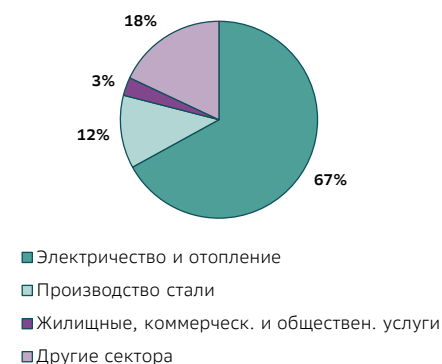
Уголь обеспечивает 35% всей выработанной электроэнергии



ВИЭ – возобновляемые источники энергии

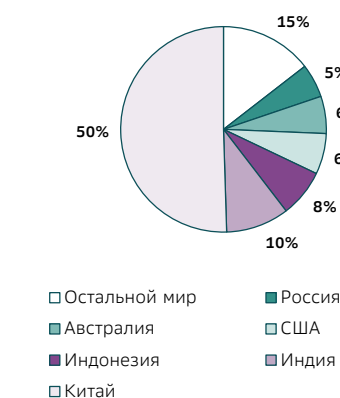
Источник: ВР

Основная часть угля идет на производство электроэнергии и используется в процессе выплавки стали



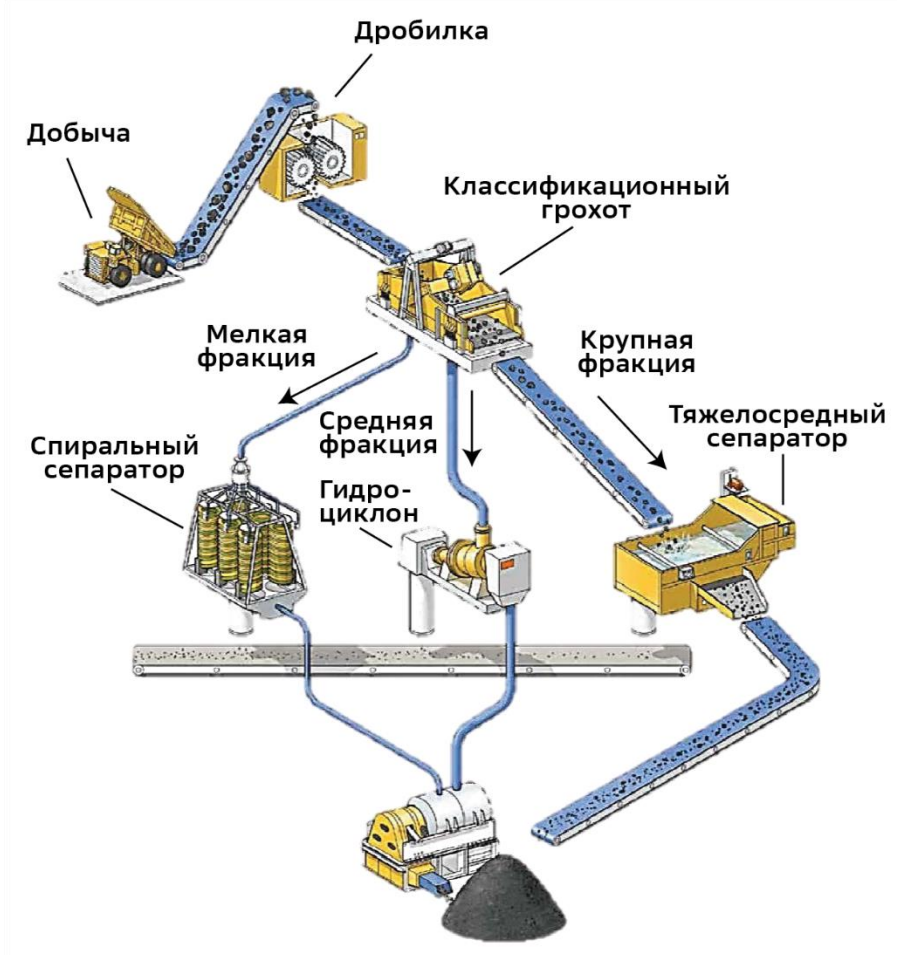
Источник: правительство Канады, SberCIB Investment Research

Структура производства угля по странам в 2021 г.



Источник: <https://yearbook.enerdata.ru>, SberCIB Investment Research

Процесс производства угля

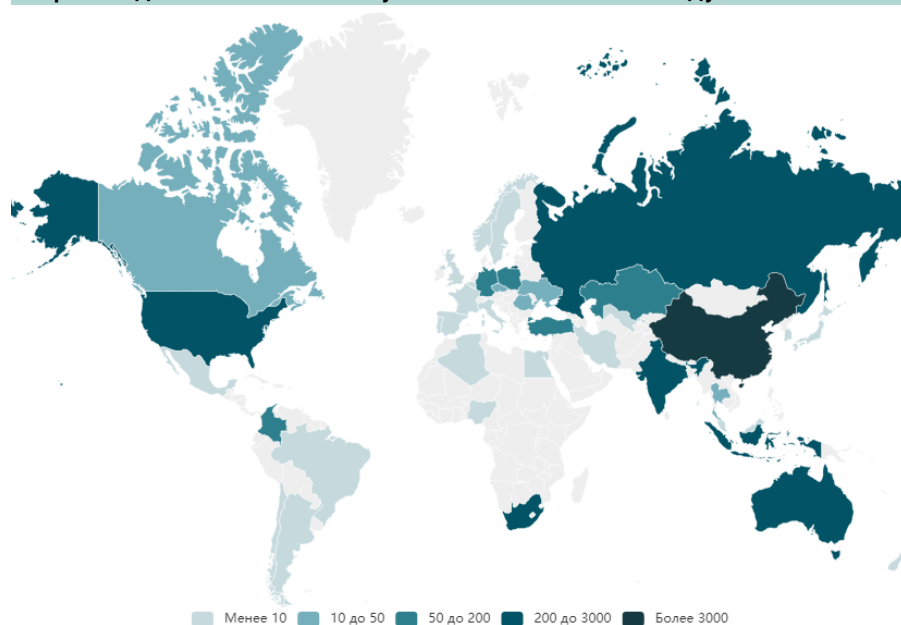


Источник: СУЭК

Какие существуют виды угля? Уголь классифицируют в зависимости от содержания влаги, природных газов и углерода. С повышением количества углерода увеличивается теплотворная способность угля. Помимо этого, чем меньше влаги и летучих веществ (газов) в угле, тем лучше он переносит хранение и транспортировку. Международное энергетическое агентство (МЭА) выделяет следующие основные виды угля: энергетический (steam coal), коксующийся (coking), а также лигнит (lignite). Энергетический уголь используется для получения электроэнергии, и он составляет примерно 75% всего производства угля в мире. Коксующийся уголь используют в доменном процессе при первичном производстве стали. На его долю приходится примерно 15% всего мирового производства угля. Лигнит – еще одна разновидность угля, однако этот тип угля менее всех востребован, и его доля в совокупном мировом производстве угля составляет порядка 10%. В этом обзоре мы преимущественно рассматриваем энергетический и коксующийся уголь как наиболее распространенные виды угля.

Ключевые игроки на мировом рынке угля – это Китай, Австралия, Индонезия и Россия. Китай – крупнейший производитель угля (примерно 50% мирового производства). Индия занимает второе место с долей 10% мирового производства. Следом идут Индонезия, США, Австралия и Россия. По данным МЭА, в 2021 году совокупная добыча всех видов угля в мире составила 7 560 млн т.

Мировая добыча каменного угля и лигнита в 2021 году



Источник: <https://yearbook.enerdata.ru>

Важная роль Китая. Китай является не только крупнейшим в мире производителем, но также потребителем и импортером угля: на него приходится около половины общемирового объема производства и потребления. В Китае энергетический уголь широко используется для выработки электроэнергии, несмотря на быстрый рост возобновляемых источников энергии в последние годы. Согласно данным Национального

бюро статистики КНР, в 2021 году на уголь приходилось 56% общего потребления энергоносителей в стране. Несмотря на то что эта доля постепенно сокращается (с 70% в середине 2000-х годов), в натуральном выражении уровень потребления угля в Китае продолжает расти.

Торговые потоки на рынке угля. Какие страны доминируют? По данным за 2021 год в тройку основных нетто-экспортеров угля входили Индонезия, Австралия и Россия. А в топ-3 чистых импортеров – Китай, Индия и Япония.

Запасы угля в мире: лидируют США и Россия. По данным Statista, глобальные совокупные доказанные запасы всех видов угля составляют 1,07 трлн т. США занимают первое место по запасам угля в мире, располагая примерно 248,9 млрд т (23% всех мировых запасов). На втором месте Россия с доказанными запасами на уровне 162,2 млрд т (15% всех мировых запасов).

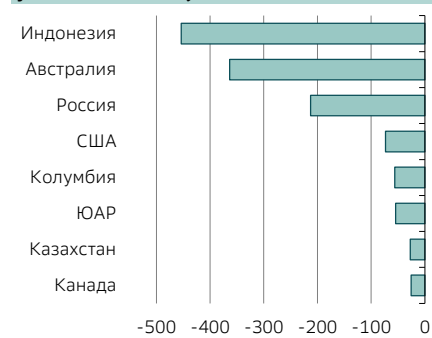
В 2023 году совокупный спрос и предложение всех видов угля на рынке достигнут пика. По оценкам МЭА, производство угля в 2022 году вырастет на 0,7% до 8 млрд т. Это связано с прогнозируемым повышением спроса на энергетический уголь на 1% в 2022 году ввиду увеличения загрузки работающих на угле электростанций в Индии и Европе. В то же время спрос на коксующийся уголь несколько снизится на фоне сокращения производства стали и останется на этом уровне до 2024 года. Затем совокупный спрос на уголь, по оценкам МЭА, будет плавно снижаться на фоне стремления государств сокращать долю угольной энергетики в пользу альтернативной энергетики. Однако мы полагаем, что до нормализации ситуации на энергетических рынках доля угольной энергетики может остаться высокой. Напомним, что в 2021 году спрос на уголь вырос на 6%, достигнув максимума с 2014 года за счет таких стран, как Китай и Индия. Вклад этих стран в прирост спроса в 2021 году составил примерно 70%. В 2021 году спрос со стороны Европы и Северной Америки вырос впервые после десяти лет падения. Это связано с постковидным восстановлением экономик.

Новые шахты в мире: основной ввод ожидается в Китае и России.

По данным Statista, всего в мире 413 уникальных угольных шахт в стадии развития. В 2021 году на долю Китая приходилось примерно 34% всех планируемых к вводу шахт в мире, следом шли Россия, Индия и Южная Африка. По данным на январь 2021 года, примерно 71% всех мощностей, которые планируется ввести, относится к сегменту энергетического угля, и 20% – к сегменту коксующегося.

Капиталоемкая отрасль. На разработку и строительство инфраструктуры для новой шахты требуются значительные капитальные затраты. Эти затраты зависят от глубины залегания угля, а также масштаба и стоимости инфраструктуры. Среди шахт в разработке самые высокие в мире капитальные затраты в Восточной Азии: по данным Statista на конец 2021 года, они составляли \$28,8 млрд. Следом идут проекты в Австралии и Южной Азии, их оценка капитальных затрат составляет соответственно примерно \$16 млрд и \$15 млрд.

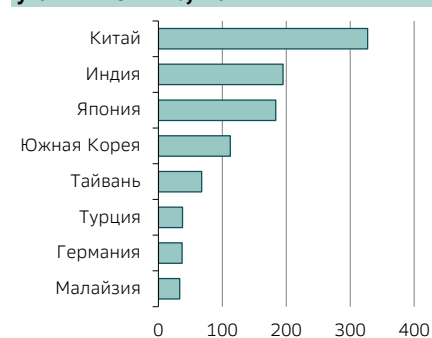
Крупнейшие нетто-экспортеры угля в 2021 г., млн т



*баланс нетто-экспортера отображается со знаком (-), баланс нетто-импортера с знаком (+)

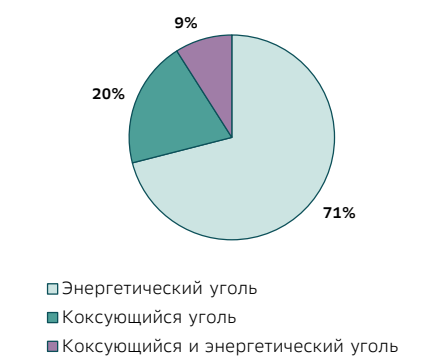
Источник: <https://yearbook.enerdata.ru>

Крупнейшие нетто-импортеры угля в 2021 г., млн т



Источник: <https://yearbook.enerdata.ru>

Основной ввод шахт ожидается в сегменте энергетического угля



Источник: Statista

Цены на рынке угля: какие существуют типы контрактов? На поставку угля заключаются разные типы контрактов, различающиеся в основном условиями, в частности, кто платит за доставку и погрузку, включена ли оплата импортных/экспортных пошлин и страховки. Наиболее распространенные виды контрактов – это базисы FOB и CFR. Условия контракта FOB (Free on Board) предусматривают, что продавец обязан доставить товар в порт и погрузить на судно, которое выбрал покупатель. В данном контракте расходы по доставке товара на борт судна лежат на продавце. Контракт CFR (Cost and Freight) предполагает, что продавец оплачивает доставку товара в порт, а также погрузку и фрахт судна. При этом продавец также проходит таможенные процедуры при экспорте товара, включая оплату пошлины.

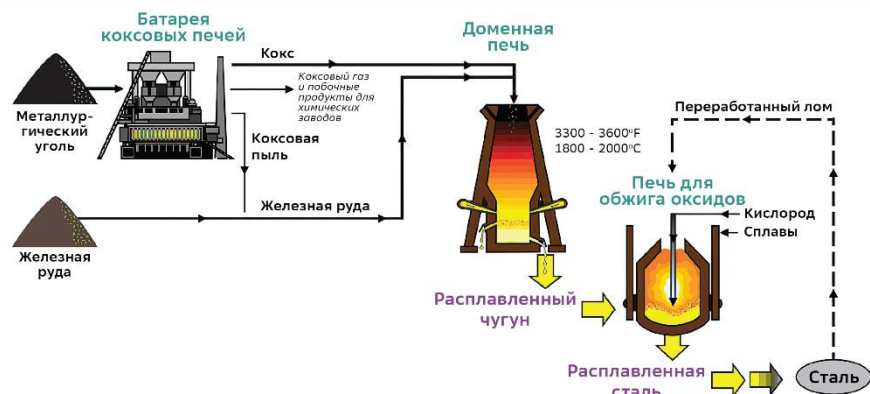
Эталон цен на коксующийся уголь – это контракт на условиях FOB Австралия и CFR Китай. В сегменте энергетического угля – на базисе FOB Ньюкасл, CIF Амстердам – Роттердам – Антверпен и CFR Южный Китай.

Глобальная зеленая повестка. Правительства многих стран стремятся сократить вредные выбросы парниковых газов и планируют постепенно переходить с традиционных источников энергии, особенно с угля, на альтернативные. Несмотря на масштабные программы по сокращению использования угля в мире, аналитики SberCIB Investment Research считают, что в среднесрочной перспективе спрос на уголь сохранится, принимая во внимание текущую макроэкономическую конъюнктуру.

Коксующийся уголь: внимание на сталелитейную отрасль и риски глобальной рецессии

Спрос на коксующийся уголь напрямую зависит от сталелитейной отрасли. Это связано с тем, что коксующийся уголь и железная руда являются ключевыми видами сырья для производства стали. Для выплавки одной тонны стали нужно примерно 0,5 т коксующегося угля и 1,2 т железной руды.

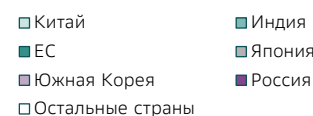
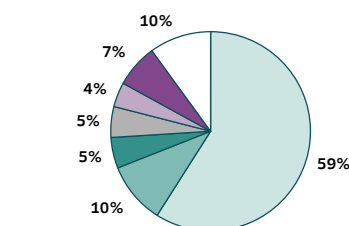
Применение угля в процессе производства стали



Источник: uky.edu

Основная область использования коксующегося угля – сталелитейная отрасль, в которой лидирует Китай. По данным Всемирной ассоциации производителей стали, Китай является крупнейшим производителем стали в мире (53% мирового выпуска), далее идет Индия (6%) и Япония (5%).

Китай – крупнейший потребитель коксующегося угля в мире



Источник: Министерство промышленности Австралии

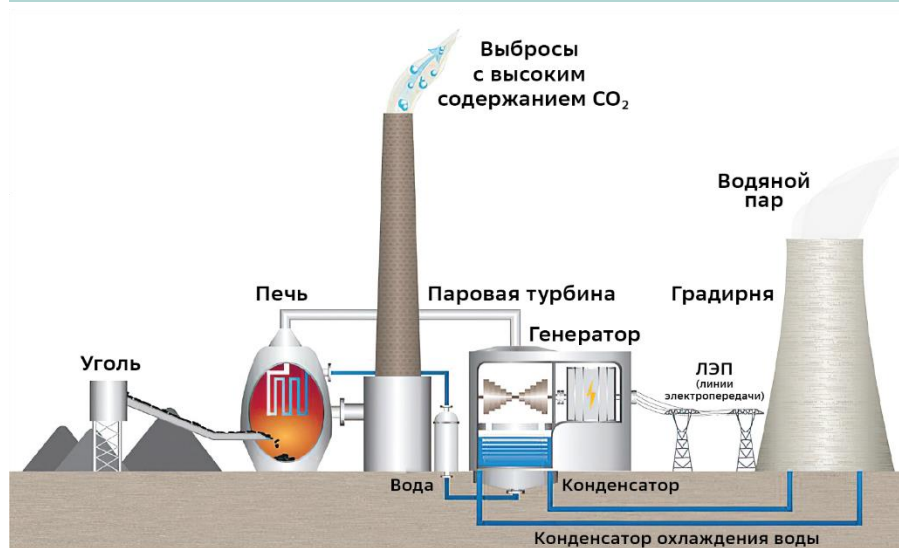
Китай – ключевой потребитель коксующегося угля в мире. Согласно данным Министерства промышленности Австралии за 2020 год, 59% мирового потребления коксующегося угля приходится на Китай, за ним идут Индия (10%) и Россия (7%). Это в первую очередь связано с объемами производства стали в странах.

Основные торговые потоки на рынке угля приходятся на Австралию и Китай. Экспортерами на рынке коксующегося угля являются такие страны, как Австралия (55% мирового экспорта), США (12%), Россия (9%), Канада (9%) и Монголия (8%). В 2020 году совокупная доля этих пяти стран в мировом экспорте коксующегося угля составила более 90%. В топ-5 импортеров коксующегося угля в мире входят Китай (24%), Индия (21%), Япония (14%), страны ЕС (11%) и Южная Корея (11%).

Цены на коксующийся уголь: после сильного роста ожидаем коррекцию. Существенный скачок цен на коксующийся уголь в 2021–2022 году был вызван высоким спросом со стороны потребителей, а также ограниченным предложением на фоне проведения ремонтных работ на горнодобывающих предприятиях Австралии, сокращения внутренних поставок коксующегося угля в Китае из-за закрытия части аварийных шахт, а также нестабильности поставок угля из Монголии на фоне неблагоприятной эпидемиологической ситуации. В октябре 2021 года правительство Китая приняло меры для снижения цен на коксующийся уголь. В результате они немного скорректировались, однако остаются на повышенных уровнях относительно средних за последние пять лет. Аналитики SberCIB Investment Research ожидают, что средние цены на австралийский коксующийся уголь (FOB Ньюкасл) в 2023 году снизятся на примерно 30% до \$260/т с \$350/т в 2022 году и стабилизируются вблизи \$160–180/т в 2024–2025 годах на фоне нормализации предложения на рынке.

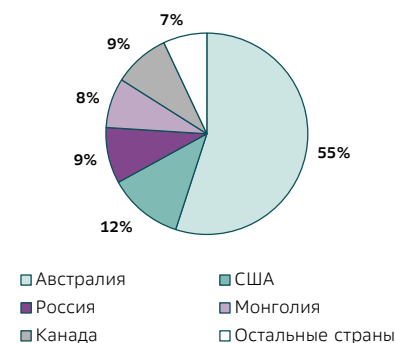
Энергетический уголь: повышенный спрос в ближайшей перспективе сохранится

Применение угля в процессе производства электроэнергии



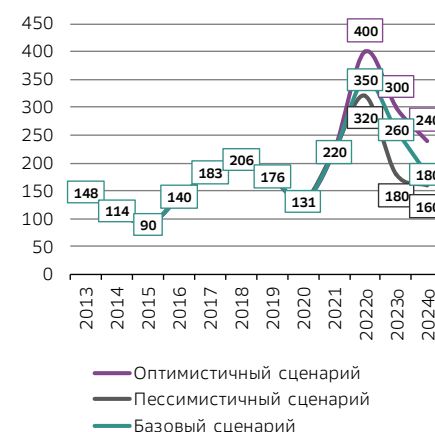
Источник: CO2CRC

На пять стран приходится более 90% мирового экспорта коксующегося угля



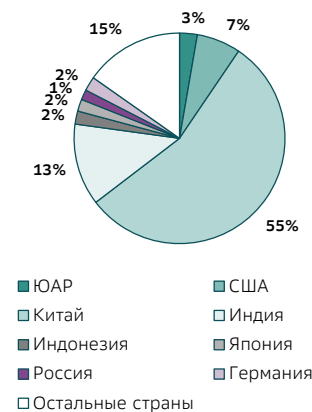
Источник: Министерство промышленности Австралии

Цены на коксующийся уголь при базовом сценарии скорректируются



Источник: SberCIB Investment Research

Китай и Индия – основные потребители энергетического угля



Источник: Металл Эксперт

Спрос на энергетический уголь зависит от цен на другие энергоносители, а также от общего энергобаланса в мире. Существенный рост цена на газ как источник энергии приводит к замещению газа углем, который стоит дешевле. В России рынок энергетического угля находится под влиянием спроса со стороны электрогенерирующих компаний, соотношения спроса и предложения угля, изменения тарифов и сезонных факторов.

Что изменилось в секторе за последнее время? Цикл относительно низких цен и, соответственно, доступность природного газа вкупе с зеленой повесткой государств в последние годы способствовали сокращению использования угля для производства электричества. Однако глобальная засуха, напряженная геополитическая обстановка и сокращение экспорта газа в Европу в 2022 году значительно повлияло на мировой спрос и цены на уголь.

Основные потребители энергетического угля – Китай, Индия и США. Согласно данным Металл Эксперта, в 2021 году на Китай приходилось 55% мирового потребления энергетического угля, а на Индию и США – соответственно 13% и 7%.

Торговые потоки: Индонезия и Австралия доминируют. На рынке энергетического угля самыми крупными экспортерами являются Индонезия и Австралия – соответственно 41% и 20% мирового экспорта. В пятерку лидеров также входят Россия (18%), ЮАР (8%) и Колумбия (5%). В 2020 году совокупная доля этих пяти стран в мировом экспорте энергетического угля составляла более 90%. В топ-5 мировых импортеров энергетического угля входят Китай (24%), Индия (21%), Япония (14%), страны ЕС (11%) и Южная Корея (11%).

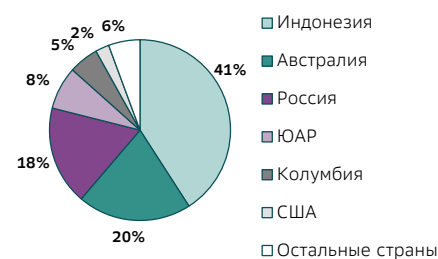
Цены на энергетический уголь: текущий цикл высоких цен может затянуться до нормализации ситуации на мировых рынках газа и нефти. Цены на энергетический уголь начали расти в 2021 году на фоне общего повышения цен на энергоносители и достигли максимума в 2022 году. Аналитики SberCIB Investment Research ожидают, что цены на энергетический уголь (FOB Ньюкасл) в 3К–4К22 достигнут пика, а средняя цена в 2022 году составит \$350/т (примерно плюс 150% г/г). В базовом сценарии энергетический уголь подешевеет до \$350/т в 1К23 и до \$270/т к концу 2023 года.

Российская угледобывающая отрасль в мировых лидерах по запасам и экспорту

В энергобалансе России уголь занимает третье место. Доля угля в энергобалансе России составляет 12% после газа (54%) и нефти (22%).

Россия входит в лидеры по производству, экспорту и запасам угля в мире. По запасам угля Россия находится на втором месте в мире (15% всех мировых запасов). Большая часть угольных компаний расположена в Сибири и на Дальнем Востоке. Россия занимает шестое место по объемам добычи угля в мире с долей примерно 5%. По экспорту угля Россия стоит на третьем месте с долей около 15%.

Индонезия и Австралия доминируют в экспортных потоках на рынке энергетического угля



Источник: Металл Эксперт

Цены на энергетический уголь останутся повышенными на фоне высоких цен на энергоносители



Источник: SberCIB Investment Research

Добыча угля в России выросла в 1,3 раза за 10 лет. Более 65% добычи приходится на энергетический уголь. За последние 10 лет объем добычи угля в России вырос более чем в 1,3 раза и по итогам 2021 года составил почти 440 млн т. Примерно 65% объема добытого угля составил энергетический уголь и лигнит, а остальное – коксующийся уголь.

Более 50% добытого в России угля идет на экспорт. В 2021 году объем экспорта угля из России составил 227 млн т (52% ежегодного объема добычи угля в России). В основном российский уголь поставляется на рынки Азиатско-Тихоокеанского региона (АТР). На внутреннем рынке потребление угля практически не растет, поскольку угольная продукция не может конкурировать с газом в сфере электроэнергетики из-за действующего ограничения роста цен на газ.

Стратегия развития угледобычи в России до 2035 года. Программа развития угледобывающей отрасли до 2035 года имеет два сценария: консервативный и оптимистичный.

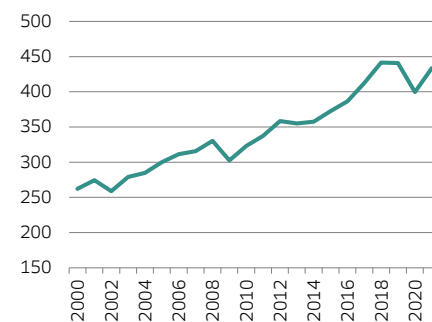
- **Согласно консервативному сценарию**, добыча угля в России составит 485 млн т в 2035 году (роста на 10% относительно уровня 2021 года), включая 140 млн т коксующихся углей и 345 млн т энергетических углей (70% всего объема). Предполагается, что 60% добытого угля будет отправлено на экспорт, остальное – на внутренний рынок. На текущий момент мы считаем консервативный сценарий наиболее реалистичным.
- **Оптимистичный сценарий** предполагает добычу угля в объеме 668 млн т в 2035 году (рост на 52% к уровню 2021 года), в том числе 150 млн т коксующихся углей (22% всего объема) и 518 млн т энергетических углей (78%). Поставки угольной продукции на внутренний рынок при этом составят 196 млн т (33%) и на экспорт – 392 млн т (67%).

Отметим, что оба сценария предусматривают возможность роста экспортных поставок угля в страны АТР через порты как Дальнего Востока, так и южного и северо-западного направлений, а также Арктического бассейна.

Рост экспорта на рынки АТР. Оба сценария предполагают рост доли России в мировом экспорте угля за счет наращивания поставок в КНР, Индию, Японию, Южную Корею и Вьетнам. Потенциальным рынком сбыта коксующегося угля может стать Индонезия, которая наращивает объемы закупок в последние несколько лет.

Значительное увеличение объемов поставок до 2035 года возможно только при расширении пропускной способности ж/д сети. На развитие угледобычи в России влияет ограниченная пропускная способность железнодорожной сети. Особое значение для обеспечения поставок угольной продукции на внешний рынок имеет синхронизация развития железнодорожной и портовой инфраструктуры, что предполагает расширение пропускной способности, развитие и обновление инфраструктуры Транссибирской и Байкало-Амурской магистралей.

Добыча угля в РФ выросла до 440 млн т в 2021 г.



Источник: Министерство энергетики России

Санкции Запада оказывают умеренно негативное влияние на отрасль. Пятый пакет санкций со стороны ЕС включает эмбарго на российский уголь, вступившее в силу с августа. Это окажет умеренно негативное влияние на показатели Мечела и Распадской, поскольку доля поставок угля в ЕС в общем объеме экспорта этих компаний невелика (см. подробнее в разделах по компаниям ниже). Помимо санкций, отметим также такой фактор риска, как высокая доля зарубежного оборудования у российских угледобывающих компаний. Так, в 2018 году примерно 80% оборудования была иностранного производства: на шахтах – 57%, а на разрезах – 86%. Таким образом, у компаний отрасли могут возникнуть сложности с обновлением оборудования в краткосрочной перспективе. Однако мы полагаем, что в среднесрочной перспективе эти проблемы можно будет преодолеть за счет наращивания поставок в рамках параллельного импорта и из стран АТР.

Правительство РФ отказалось вводить экспортные пошлины на уголь с 2023 года. Интерфакс сообщил 15 ноября со ссылкой на заместителя министра финансов РФ Алексея Сазонова, что правительство отказалось от идеи вводить экспортную пошлину на уголь с 2023 года, но продолжит следить за ситуацией на рынке в 1K23. Напомним, что ранее, согласно заявлению первого вице-премьера Андрея Белоусова, правительство планировало ввести экспортные пошлины на уголь и собрать в 2023 году около 30 млрд руб. Впрочем, основные параметры (ставка и цены отсечения) официально не были определены, хотя обсуждалась возможность установить пороговый уровень \$170/т для коксующегося угля и антрацита и \$150/т – для энергетического угля. Новость позитивна для производителей угля (на МосБирже они представлены акциями Мечела и Распадской). В то же время введение экспортной пошлины могло бы несколько улучшить переговорные позиции неинтегрированных российских сталелитейных компаний.

Основные инвестиционные ставки на развитие угледобычи в России. Из публичных компаний с листингом акций на МосБирже – это Мечел и Распадская, специализирующиеся на добыче коксующегося угля СУЭК, занимающийся производством энергетического угля, не имеет листинга акций на МосБирже, однако является активным участником рынка облигаций.

Мечел

Мы позитивно оцениваем перспективы Мечела, однако, принимая во внимание возможную коррекцию цен на коксующийся уголь и снижение объемов в сталелитейной отрасли, инвесторам стоит быть осторожными в выборе момента покупки акций компании.

Описание компании

Мечел – один из крупнейших в России производителей коксующегося угля. Компания объединяет более 20 предприятий по производству угля, железной руды, стали, проката, ферросплавов, тепловой и электрической энергии. Все эти предприятия работают в единой производственной цепочке: от добычи сырья до производства продукции с высокой добавленной стоимостью. В состав холдинга также входят три торговых порта, собственные транспортные операторы, сбытовые и сервисные сети. В 2021 году доля Мечела в добыче коксующегося угля РФ составила почти 17%, по данным ЦДУ ТЭК, а в производстве проката – почти 4%, по данным Металл-Курьера. Председателю совета директоров Мечела Игорю Зюину с учетом прямого и косвенного владения совместно с членами семьи принадлежит 50,2% обыкновенных акций компании. Отметим, что Skyblock, дочерняя компания Мечела, владеет 40% привилегированных акций Мечела.

Наш взгляд на акции Мечела – позитивный, однако инвесторам следует соблюдать осторожность при выборе момента для покупки. Мы считаем, что Мечел является бенефициаром относительно высоких цен на коксующийся уголь, которые, по прогнозам аналитиков SberCIB Investment Research, хоть и снизятся в следующем году, однако останутся на уровне выше средних за последние три и пять лет. В металлургическом бизнес-сегменте компании в 2023 году мы ожидаем некоторого улучшения показателей на фоне восстановления цен после значительного падения в 2022 году. Среди положительных факторов можно также рассматривать смягчение антикоронавирусных ограничений в Китае. Кроме того, мы полагаем, что компания может возобновить выплату дивидендов по привилегированным акциям в случае плавного восстановления в ценах в металлургическом сегменте. Акции компании торгуются с коэффициентом EV/EBITDA 2022о, равным 2,9, что намного ниже среднего за последние пять лет. Тем не менее мы полагаем, что инвесторам стоит быть особенно осторожными сейчас в выборе момента покупки акций компании, учитывая замедление роста в сталелитейном секторе и снижение цен на коксующийся уголь, что может продолжить оказывать давление на котировки.

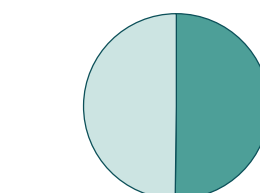
Компания имеет три основных сегмента бизнеса: добывающий, металлургический и энергетический.

Горнодобывающий сегмент включает в себя производство и продажу железорудного концентрата, концентрата коксующегося угля, антрацитов, пылеугольного топлива (PCI) и кокса, а также энергетического угля.



Тикер	MTLR RX
Текущая цена, руб.	101
Рын. капитализация, млн руб.	60 234
Чистый долг, млн руб.	275 000
Стоимость компании, млн руб.	335 234
Выручка 2022о, млн руб.	422 178
EBITDA 2022о, млн руб.	113 988
Стоимость компании/EBITDA 2022о	2,9

Структура владения обыкновенными акциями

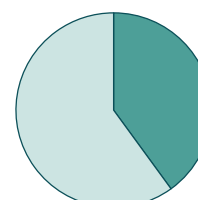


- Игорь Зюин*
- Акции в свободном обращении

* с учетом прямого и косвенного владения совместно с членами семьи

Источник: компания

Структура владения привилегированными акциями



- Skyblock Ltd *
- Акции в свободном обращении

** дочерняя компания Мечела

Источник: данные компании

Металлургический сегмент охватывает производство сортового проката из углеродистой и специальной стали, плоского проката из нержавеющей стали, а также проката и металлопродукции – метизов, штамповки, поковки и ферросилиция.

Энергетический сегмент – неключевой сегмент бизнеса Мечела. Это выработка электро- и теплоэнергии для производственных нужд компании, а также для обеспечения внешних потребителей электроэнергией и теплом.

Предприятия двух основных бизнес-сегментов Мечела

Горнодобывающий сегмент	Металлургический сегмент
ПАО «Южный Кузбасс»	ПАО «Челябинский металлургический комбинат»
АО ХК «Якутуголь»	ПАО «Ижсталь»
ПАО «Коршуновский ГОК»	Белорецкий металлургический комбинат
АО «Москокс»	Вятский метизный завод
ООО «Мечел-Кокс»	ПАО «Уральская кузница»
Исполнительный орган - ООО «УК Мечел-Майнинг», 100%-е дочернее предприятие АО «Мечел-Майнинг»	Братский завод ферросплавов
АО «Мечел-Майнинг»	ООО «УК Мечел-Сталь»

Источник: компания

Собственные логистические мощности – преимущество в текущей ситуации. Группа Мечел имеет собственную логистическую сеть. В ее состав входят грузовые морские порты на Японском море (порт Посьет) и Азовском море (Порт Мечел–Темрюк), а также речной порт в Центральной России (Камбарка).

Порт Посьет, через который осуществляются поставки угля в страны АТР, имеет пропускную способность до 9 млн т грузов в год. В долгосрочные планы компании входит увеличение мощности до 15 млн т. Порт связан с Транссибом, по которому идут поставки угля с предприятий Мечела «Якутуголь» и «Южный Кузбасс». Специализация порта – сыпучие грузы, включая уголь.

Порт Мечел-Темрюк расположен на побережье Азовского моря. Через этот порт можно поставлять уголь в страны Черноморско-Средиземноморского бассейна как напрямую судами типа «река – море», так и с перевалкой в Керченском проливе на балкеры. Мощность порта составляет 2 млн т в год. Специализация – уголь, кокс и металлопрокат.

Порт Камбарка расположен на реке Кама в Удмуртской Республике. Из этого порта Мечел отправляет грузы по внутренним водным путям России в сторону Балтийского и Каспийского морей, а также Черноморско-Средиземноморского бассейна, в частности в Турцию, Румынию, Болгарию и далее в Центральную и Западную Европу. У Камбарки есть отдельная железнодорожная ветка, которая соединяет порт с Транссибирской магистралью. Порт специализируется на перевалке навалочных грузов (уголь, щебень, гипсовый камень, бутовый камень и т. п.) и штучных грузов (слябы, заготовки, металлопрокат, трубная продукция). В 2021 году порт Камбарка обработал 44 тыс. т груза, 84% переработанного груза составил щебень.

Карта предприятий Группы Мечел



Источник: компания

Собственная логистическая сеть. Развитая логистическая сеть и наличие собственного железнодорожного подвижного состава снижают зависимость показателей Мечела от ценовых колебаний на рынке транспортных перевозок, а также позволяют сэкономить на издержках.

Продление до конца года отмены понижающих коэффициентов на железнодорожные перевозки угля умеренно негативно для экспортеров угля. Дело в том, что высокие затраты на транспортировку не позволяют экспортерам угля свободно использовать дисконты, а в случае спада на рынке – уменьшают конкурентные преимущества.

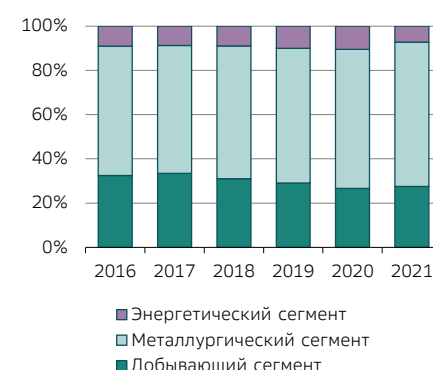
Финансовый профиль Мечела

Мечел принял решение не публиковать финансовую отчетность по МСФО за 9 месяцев 2022 года, и последние консолидированные данные доступны по состоянию на конец 2021 года. Однако компания публикует квартальные операционные показатели по сегментам бизнеса.

Группа Мечел имеет три основных сегмента бизнеса: добывающий, металлургический и энергетический, на которые, по данным на 2021 год, приходилось соответственно 28%, 65% и 7% общей выручки группы и 36%, 63% и 1% EBITDA.

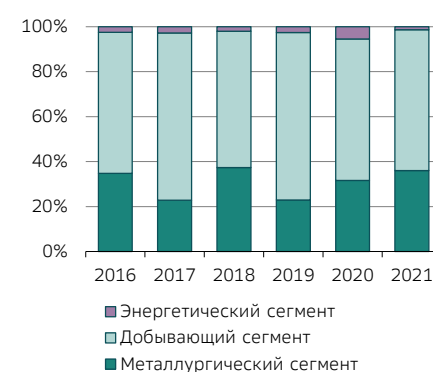
Высокая зависимость от поставок на внутренний рынок. В 2019–2021 годах примерно 70% совокупной выручки компания получала за счет продаж продукции на внутреннем рынке. При этом в сталелитейном сегменте выручка от поставок на российский рынок составляла примерно 60–70% общей выручки сегмента, 20% приходилось на страны Европы, 15% – на СНГ и 2% – на Азию. В добывающем сегменте приблизительно 20–25% выручки приходилось на Россию, остальное – на Азию без Китая (20%), Китай (20–40%), Европу (10–13%) и страны СНГ (3–8%). Учитывая, что компания не поставляет продукцию в Европу в связи с санкциями, мы считаем, что высокая зависимость от поставок на внутренний рынок в ближайшей перспективе сохранится. В то же время мы не исключаем, что компания сможет перенаправить большую часть экспортных потоков с Европы на Азию.

Металлургический сегмент приносит группе Мечел примерно 65% выручки...



Источник: компания

... и около 63% EBITDA



Источник: компания

Добывающий сегмент имеет самую высокую рентабельность по EBITDA. Средняя рентабельность добывающего сегмента по EBITDA в 2016–2021 годах составляла 52%, а сталелитейного и энергетического – соответственно 11% и 7%. При этом средняя рентабельность по всей группе равнялась 23%: минимум 16% в 2020 году (на фоне снижения рентабельности в добывающем сегменте на 10 п. п.) и максимум 30% в 2021 году на фоне высоких цен на уголь.

Долговая нагрузка снизилась до приемлемого уровня в 2021 году и по итогам 2022 года, вероятно, будет ниже 2,5. Мечелу удалось сократить долговую нагрузку с 11 по коэффициенту «чистый долг/EBITDA» в 2015 году до 2,3 в 2021 году. Повышенный уровень долговой нагрузки компании являлся негативным фактором для ее акций. После снижения долговой нагрузки привлекательность акций Мечела повысилась. Учитывая отсутствие значительных капитальных затрат и достаточно высокие цены на основные виды продукции компании, долговая нагрузка Мечела в 2022 году, скорее всего, осталась на приемлемом уровне – не выше 2,5.

Прогнозы выручки и EBITDA по итогам 2022 года

Ожидаем роста выручки на 5% и такого же снижения EBITDA по итогам 2022 года. Выручка Мечела в 2022 году может вырасти на 5% на фоне повышения средних цен на коксующийся и энергетический уголь, которое должно компенсировать падение объемов и цен в сталелитейном сегменте. Мы также ожидаем, что компания покажет снижение EBITDA в 2022 году на 5%, что означает рентабельность по EBITDA на уровне 27%. В 2023 году средние цены на коксующийся уголь, по нашим прогнозам, снизятся, однако все же будут выше средних за последние пять лет. В то же время цены в сталелитейном сегменте могут повыситься на фоне потенциального оживления спроса в Китае, учитывая ожидаемое смягчение антикоронавирусных ограничений в стране в следующем году.

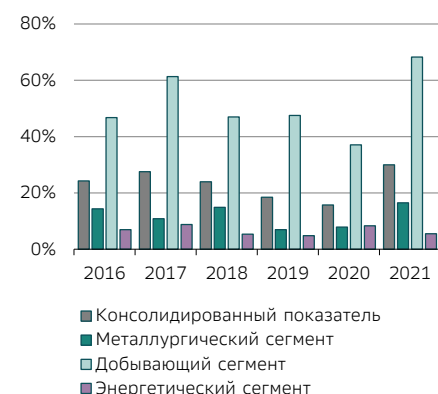
Дивиденды. Согласно уставу, Мечел выплачивает 20% чистой прибыли по МСФО в виде дивидендов по привилегированным акциям. По итогам 2021 года компания не анонсировала выплату дивидендов.

Риски

Валютный риск. В 2021 году приблизительно 24% продаж Мечела осуществлялось в долларах, а 15% – в евро. На конец 2021 года Мечел также имел обязательства, выраженные в иностранной валюте: 11% в долларах и 37% в евро. В связи с этим в случае сильного ослабления рубля по отношению к доллару и евро это окажет негативное влияние на чистую прибыль компании.

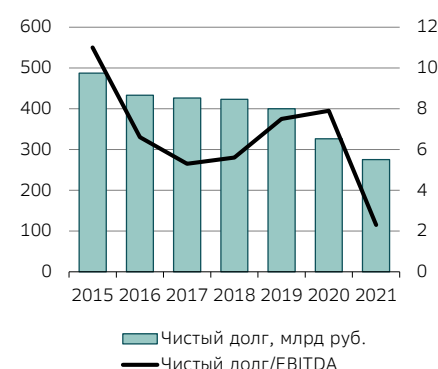
Страновой риск. Пятый пакет санкций со стороны ЕС включает эмбарго на российский уголь, которое вступило в силу в августе. У Мечела на Европу приходится примерно 13% выручки добывающего сегмента (по данным за 2021 год). Однако мы полагаем, что компания сможет в конечном итоге перенаправить эти объемы в другие регионы, включая Азию.

Рентабельность по сегментам, %



Источник: компания

Отношение чистого долга к EBITDA сократилось до 2,3 на конец 2021 г.



Источник: компания

Динамика дивидендов по привилегированным акциям

По итогам года	Див. на прив. акцию, руб.
2008	50,6
2009	3,3
2010	26,2
2011	31,3
2012	0,1
2013	0,1
2014	0,1
2015	0,1
2016	10,3
2017	16,7
2018	18,2
2019	3,5
2020	1,2

Источник: компания

Распадская

На котировки акций Распадской влияют прежде всего неопределенность вокруг спроса со стороны российских металлургов и отсутствие у компании технической возможности выплачивать дивиденды в кратко- и среднесрочной перспективе. Однако отрицательный чистый долг компании в сочетании с потенциальным смягчением карантинных ограничений в Китае могут улучшить отношение инвесторов к акциям компании.

Описание компании

Распадская – крупнейший в России производитель коксующегося угля с годовой добычей 22,8 млн т (22% от объемов его добычи в России в 2021 году). Компания поставляет различные марки коксующегося угля как на внутренний, так и на мировой рынок.

В состав холдинга входят два разреза, восемь шахт, три обогатительные фабрики и семь сервисных предприятий. Эти активы обеспечивают полный цикл производства: от геологоразведочных работ до обогащения угля и конечной реализации потребителям.

Расположение активов Распадской

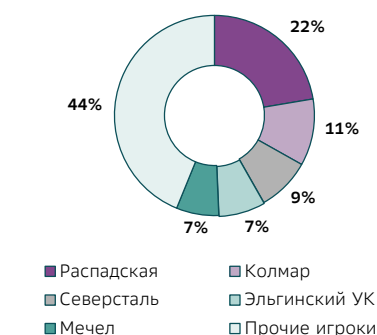


Источник: компания



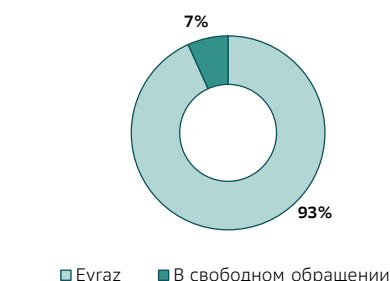
Тикер	RASP RX
Текущая цена	229,4
Рын. капитализация, млн руб.	152 719
Чистый долг, млн руб.	-6 954
Стоимость компании, млн руб.	145 765
Выручка 2022o, млн руб.	174 601
EBITDA 2022o, млн руб.	92 042
Стоимость компании/EBITDA 2022o	1,6

ТОП-5 производителей коксующегося угля в России по объему добычи в 2021 г.



Источник: компания

Структура акционерного капитала ПАО «Распадская»



Источник: компания

Цепочка создания стоимости



Источник: компания

Распадская занимает 20% российского рынка коксующегося угля по объему продаж и 3% мирового рынка. На экспорт по итогам 2021 года пришлось около 45% совокупных продаж угольной компании. Основным направлением экспорта традиционно остается Азиатско-Тихоокеанский регион, куда по итогам 2021 года было направлено примерно 79% совокупного экспорта компании. Кроме АТР Распадская поставляла угольный концентрат в Европу (21% экспорта и 9% совокупных продаж).

Примерно 93% Распадской принадлежит Группе Evraz, оставшиеся 7% находятся в свободном обращении.

Какие факторы изменения стоимости мы видим в бумагах Распадской?

Возможности роста производства премиальных марок угля. В конце 2020 года в рамках консолидации угольных активов Evraz Распадская приобрела Южкузбассуголь, в результате чего добыча угля компании выросла более чем в два раза. К 2025 году Распадская планирует увеличить добычу угля еще на 31% до 30 млн т за счет роста выпуска премиальных марок угля.

Дивидендная политика. Новая дивидендная политика Распадской была принята в августе прошлого года и предполагает выплату дивидендов раз в полгода на основании консолидированной отчетности по МСФО в размере:

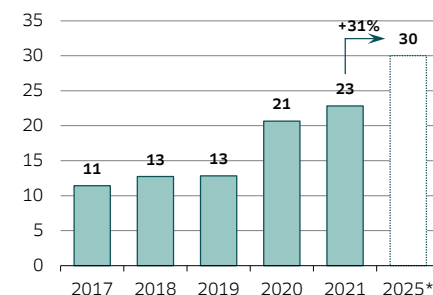
- не менее 100% от свободного денежного потока (FCF), если показатель «чистый долг/EBITDA» ниже 1;
- не менее 50% от свободного денежного потока (FCF), если показатель «чистый долг/EBITDA» выше 1.

Однако ввиду отсутствия технической возможности перечислить дивиденды акционерам (Evraz зарегистрирован за пределами России) выплаты по итогам 2021 и 1П22 не проводились. Совокупный расчетный дивиденд за эти периоды составил 59 руб. на акцию, что соответствует дивидендной доходности примерно 25%.

Вместо выплаты дивидендов Распадская направила значительные средства на погашение долга, капитальные затраты и выдачу займов связанным сторонам. **По итогам 1П22 чистый долг компании стал отрицательным.**

Комфортный уровень цен на уголь. Несмотря на сложную макроэкономическую ситуацию, финансовое положение Распадской остается устойчивым, а цены на уголь все еще вполне комфортны для компании – выше средних исторических значений за последние пять лет.

Добыча рядового угля, млн т



*прогноз компании

Источник: компания

Поддержка строителей и девелоперов в Китае. Более того, в Китае в середине ноября были приняты меры поддержки секторов строительства и недвижимости, что благоприятно скажется на спросе на коксующийся уголь.

Компания значительно недооценена по сравнению с историческими значениями. На текущий момент Распадская торгуется с мультипликатором EV/EBITDA 2022о около 1,6, что значительно ниже 5,8 – медианного значения за последние десять лет.

Низкая оценка компании рынком связана со следующими факторами риска:

Неблагоприятная конъюнктура и санкции. Как уже отмечалось выше, основными потребителями коксующегося угля являются металлургические компании. В этом году российские металлургические компании испытывают заметные сложности из-за запрета ЕС на импорт стальной продукции из РФ и замедления конечного спроса на их продукцию у внутренних потребителей (в первую очередь автопроизводителей). Так, по статистике Международной ассоциации производителей железной и стальной продукции (WSA), выпуск стали в России за 10М22 снизился на 7% г/г. Распадская по итогам 1П22 также отмечала, что объем реализации угольной продукции на внутреннем рынке сократился на 21%, в основном из-за сниженного спроса российских металлургических компаний. Кроме этого, на угольный сектор негативно влияет и эмбарго на поставки в Европу российского угля. У Распадской, впрочем, доля экспорта в Европу в общем объеме продаж была невелика – 9%.

На этом фоне внутренние цены на уголь снизились вдвое, а на экспорт российский уголь поставляется с существенным дисконтом к мировым ценам.

Карантинные меры в Китае. КНР – крупнейший потребитель коксующегося угля в мире, что связано с ее ведущей ролью в производстве стали. Следовательно, мировой рынок угля очень чувствителен к карантинным мерам в Китае, в котором сейчас наблюдается очередная серьезная волна заболеваемости COVID-19. Недавно было объявлено о смягчении политики китайских властей в этой области, и, вероятно, в следующем году в стране возможна более масштабная отмена ограничений.

Существенный рост издержек. На экономических показателях Распадской негативно сказывается крепкий рубль, поскольку ее расходы зафиксированы в рублях, а доходы она получает в валюте. Так, по итогам 1П22 себестоимость добычи в расчете на тонну концентрата выросла на 72% г/г. На увеличение данного показателя также повлияло изменение методики расчета НДПИ, расчет которого сейчас привязан к стоимости австралийского премиального угля.

Недостаточная пропускная способность железных дорог на востоке России. Хотя Распадская давно ориентируется в основном на поставки в Азию, существенному росту продаж компании в этом регионе для Распадской препятствует ограниченная пропускная способность Дальневосточной железной дороги. Стоит отметить, что Минтранс рассматривает возможность увеличения пропускной способности Восточного полигона до 255 млн т к 2031–2032 годам (по итогам 2021 года

перевезено 195 млн т), что, безусловно, позитивно скажется на объемах реализации Распадской в долгосрочной перспективе.

Иностранная юрисдикция главного акционера не позволяет Распадской выплачивать дивиденды. Поскольку основной акционер Распадской, Evraz, зарегистрирован за рубежом, у Распадской отсутствует техническая возможность выплаты дивидендов. Компания в текущий момент не рассматривает альтернативных способ выплаты части прибыли акционерам. При этом после устранения текущих инфраструктурных ограничений компания, по заявлениям менеджмента, может рассмотреть вопрос выплаты дополнительных дивидендов за прошлые периоды (за 2021 год и за 1П22). Мы полагаем, что с учетом сохраняющихся ограничений на движение капитала интерес инвесторов к бумагам Распадской в краткосрочном периоде будет ограничен из-за неопределенности относительно выплаты дивидендов.

В ближайшей перспективе мы не видим сильных драйверов роста для акций компании. Принимая во внимание неопределенность перспектив спроса со стороны российских металлургов, негативное влияние крепкого рубля на издержки, а также невозможность компании выплачивать дивиденды, мы не видим драйверов роста для акций Распадской в ближайшей перспективе. Однако ослабление курса рубля к доллару и потенциальное восстановление экономики Китая может способствовать увеличению объема выплавки стали и, как следствие, росту цен на коксующийся уголь. Это может повысить интерес инвесторов к акциям Распадской.

Сибирская угольная энергетическая компания (СУЭК)

Описание компании

СУЭК – одна из крупнейших в мире вертикально интегрированных энергетических компаний, ведущий производитель угля, тепла и электроэнергии, а также один из ведущих вагонных и портовых операторов в России. В 2021 году компания занимала первое место в России (23% от общего производства в РФ) и шестое в мире по объему производства угля (102,5 млн т). СУЭК располагает обширными запасами угля и занимает пятое место в мире по их объему (7,5 млрд т).

Вертикальная интеграция и активы

СУЭК ведет добычу на 28 участках в Сибири и на Дальнем Востоке. Кроме того, благодаря стратегическим приобретениям за последние годы СУЭК изменила бизнес-модель и превратилась из производителя угля в интегрированную угольную и электрогенерирующую компанию с логистическими операциями, которые поддерживают продажи угля. У нее есть логистические активы, которые включают собственный парк полувагонов и пять морских терминалов для насыпных грузов. Кроме того, компания располагает электрогенерирующими активами (27 ТЭЦ в Сибири).

Компания имеет три основных сегмента бизнеса: угольный, энергетический и логистический.

Угольный сегмент включает операции по добыче, обогащению и продаже бурого и каменного угля в России и за рубежом.

- **Каменный уголь**, добываемый СУЭК, отличаются низким содержанием азота и серы. Обогащение существенно снижает зольность и увеличивает калорийность и экологичность угля, что позволяет компании направлять его на премиальные азиатские рынки. Добывающие предприятия в Кузбассе, Хакасии и Бурятии расположены вблизи железнодорожных путей – это позволяет осуществлять поставки как на восток, так и на запад.
- **Бурый уголь** компания добывает в Красноярском крае, Забайкалье и Приморье и поставляет его на локальный рынок, в основном на собственные электростанции.

В 2021 году выручка угольного сегмента выросла на 51% по сравнению с предыдущим годом до \$7,3 млрд. Этот сегмент обеспечил 60% выручки и 55% EBITDA. СУЭК находится в первом квартиле на мировой кривой затрат, а рентабельность этого сегмента по EBITDA в 2021 году составила 25,2%.

Экспортные продажи в прошлом году сформировали 81% выручки угольного сегмента. При этом **62% экспортных поставок пришлось на азиатский рынок**: Китай, Японию, Тайвань, Южную Корею, Вьетнам.

Продажи угля, \$ млн



Источник: СУЭК

Еще 37% экспортных продаж приходились на Атлантический бассейн (Марокко, Германию, Турцию, Польшу и пр.).

Генеральный директор СУЭК Максим Басов заявил в интервью ТАСС, что **сокращение поставок в Европу на фоне санкционного давления отчасти уже компенсируется увеличением экспорта в Африку, на Ближний Восток и в Южную Азию**. Он также добавил, что в этих регионах ощущается дефицит предложения, поскольку традиционные поставщики угля, наоборот, стремятся в первую очередь попасть на премиальный европейский рынок.

Энергетический сегмент осуществляет производство и продажу электричества, тепловой энергии и мощности в РФ.

■ **Государственная поддержка модернизации мощностей.** В 2019 году правительство России одобрило уже вторую программу государственной поддержки (ДПМ-2), которая позволит производителям энергии модернизировать мощности к 2031 году с гарантированным возвратом на инвестиции через повышенный коэффициент цены на мощность.

■ У Сибирской генерирующей компании (СГК, входит в периметр СУЭК) 12% мощностей обновлены или построены в рамках ДПМ-1. Они приносят повышенный доход до 2024 года. 25% мощностей СУЭК отобраны в ДПМ-2 и будут поддерживать EBITDA СГК после окончания выплат по ДПМ-1.

■ В 2021 году выручка энергетического сегмента выросла на 13% по сравнению с прошлым годом до \$2,8 млрд. На этот сегмент бизнеса пришлось 26% выручки и 23% EBITDA.

■ **Устойчивость энергетического сегмента компенсирует высокую цикличность угольных рынков и волатильность цен на международных рынках.** Так, в 2020 году на фоне снижения мировых цен на уголь из-за пандемии COVID-19 доля энергетического бизнеса в EBITDA достигала 32%. Снижение доходов от угольного бизнеса было частично компенсировано ростом энергетического сегмента. В целом, последние пять лет выручка от неугольного бизнеса росла в среднем на 13% в год.

Логистический сегмент включает операции по железнодорожным перевозкам, транспортные услуги и перевалку в портах.

■ АО «Национальная транспортная компания» (НТК, один из активов СУЭК) входит в топ-3 российских стивидорных компаний, в топ-5 операторов полувагонов и занимает второе место по количеству инновационных вагонов.

■ **Собственная вагонная и портовая инфраструктура удовлетворяет транспортные потребности СУЭК более чем на 80%.** Это позволяет компании в значительной мере контролировать себестоимость транспортировки и улучшать эффективность затрат.

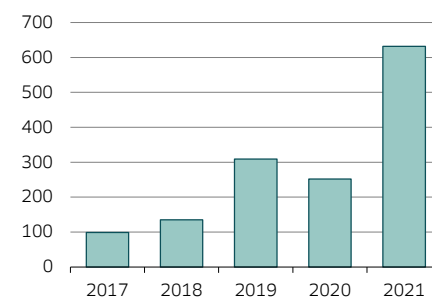
■ В 2021 году выручка от логистических услуг внешним клиентам увеличилась на 151% до \$632 млн. Этот сегмент сформировал 6% выручки (за исключением внутригрупповой выручки) и 21% EBITDA.

Выручка энергетического сегмента, \$ млн



*прогноз компании
Источник: компания

Выручка логистического сегмента, \$ млн



Источник: СУЭК

Хорошее кредитное качество обусловлено низкой долговой нагрузкой и достаточной ликвидностью.

- По итогам 2021 года долговая нагрузка компании снизилась почти вдвое: отношение чистого долга к EBITDA составило 2,0 против 3,1 годом ранее. Этому способствовал как рост EBITDA (в основном благодаря благоприятной ценовой конъюнктуре на рынке угля) на \$1,3 млрд, так и сокращение чистого долга.
- Агентство «Эксперт РА» в июне высоко оценило кредитоспособность эмитента: агентство подтвердило рейтинг на уровне ruAA-, прогноз «стабильный». В своем заявлении агентство «Эксперт РА» отметило, что **СУЭК имеет необходимую ликвидность для обслуживания всех заимствований** и погашения всех коротких обязательств. Кроме того, рейтинговое агентство считает, что доступная ликвидность в среднесрочной перспективе будет направлена на снижение долговой нагрузки компании, а также на капитальные затраты, объем которых не превысит прошлогодние значения (\$1 млрд).

Снижение объема экспорта на фоне запрета поставок российского угля в Европу будет негативно влиять на результаты компании. Кроме того, в угледобывающей отрасли возникает все больше сложностей с логистикой. С одной стороны, высока потребность в мощностях для перевозки, потому что уголь занимает сравнительно большой объем при транспортировке. С другой стороны, экспортные потоки направляются через Дальний Восток, где уже выросла нагрузка на железнодорожную инфраструктуру. Однако, учитывая стабильную ситуацию с ликвидностью и невысокую долговую нагрузку, вероятность неисполнения эмитентом долговых обязательств в краткосрочной перспективе аналитики SberCIB Investment Research считают низкой.

Облигации

В настоящее время цикл понижения ключевой ставки, начавшийся после ее повышения до 20% в конце февраля, завершается. Аналитики SberCIB Investment Research ожидают, что ставка останется неизменной на уровне 7,5% до конца 2023 года. В связи с этим отдаем предпочтение коротким выпускам облигаций СУЭК: СУЭК-Финанс, 001P-06R с офертой пут в апреле 2024 года и СУЭК-Финанс, 001P-05R с офертой пут в январе 2025 года.

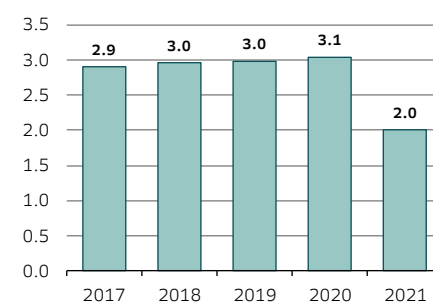
Облигационные выпуски СУЭК

	СУЭК-Финанс, 001P-05R	СУЭК-Финанс, 001P-06R
Текущий купон, %	6,9	6,7
Объем размещения, млрд руб.	30	14
Погашение	16 янв 30	10 окт 30
Оферта (пут)	27 янв 25	23 апр 24
Цена, %	95,2	96,7
Доходность к оферте, %*	9,7	9,6
Дюрация к оферте, лет*	1,9	1,3

Источник: cbonds.ru

* на 20.12.2022

Чистый долг/EBITDA*



* EBITDA для расчета ковенантов по банковским кредитам

Источник: СУЭК

Ограничение ответственности