Алексей БУЛГАКОВ,
аналитик, ИК «Тройка Диалог»

В СООТВЕТСТВИИ С ЭКОНОМИЧЕСКОЙ КЛАССИФИКАЦИЕЙ ОТРАСЛЕЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ, МЕТАЛЛУРГИЯ ОТНОСИТСЯ К ТАК НАЗЫВАЕМЫМ «ВЫСОКОЦИКЛИЧНЫМ ОТРАСЛЯМ», ГЕНЕРАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ ПОТОКОВ КОТОРЫМИ В ОЧЕНЬ СУЩЕСТВЕННОЙ МЕРЕ ЗАВИСИТ ОТ СТАДИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО ЦИКЛА. ПРИЧИНОЙ ДАННОГО ОБСТОЯТЕЛЬСТВА ЯВЛЯЕТСЯ ТО, ЧТО СТАЛЬ — НЕ ПРОДУКТ ПОВСЕДНЕВНОГО ПОТРЕБЛЕНИЯ ЧЕЛОВЕКА, А ЛИШЬ МАТЕРИАЛ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЙ ПРИ ИЗГОТОВЛЕНИИ ШИРОКОГО СПЕКТРА ПРОМЫШЛЕННЫХ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ТОВАРОВ ДОЛГОСРОЧНОГО ХАРАКТЕРА. В ПЕРИОДЫ МИРОВЫХ КРИЗИСОВ ПРОМЫШЛЕННЫЕ ПРЕДПРИЯТИЯ И ЗАЧАСТУЮ ГОСУДАРСТВО ПЕРЕХОДЯТ В РЕЖИМ ЭКОНОМИИ, А НАСЕЛЕНИЕ УМЕНЬШАЕТ ПОКУПКИ ЖИЛЬЯ И АВТОМАШИН, ЧТО СУЩЕСТВЕННО СНИЖАЕТ СПРОС НА МЕТАЛЛЫ.

Стальные НЕРВЫ РЫНКА

Периоды кризиса в мировой сталелитейной промышленности происходят регулярно с периодичностью в пять-семь лет. Его пики характеризуются как резким спадом цен на продукцию отрасли, так и существенным падением спроса в объемном выражении. На пике кризиса происходят банкротства наиболее слабых игроков отрасли и ее консолидация, потом наступает период относительного благоденствия, а затем кризис возвращается вновь. Собственно говоря, современный корпоративный ландшафт российской металлургической промышленности во многом сформировался как продукт мирового кризиса 2001–2002 годов, а такие конгломераты, как «Евраз Груп», созданы на основе предприятий, уже прошедших процедуру финансового оздоровления во время этого кризиса.

Рисунок 1
Экспортные цены на длинную заготовку российских производителей, FOB черноморские порты

Источники: Bloomberg, «Тройка Диалог»

Россия является одной из самых благоприятных стран для металлургических компаний — стоимость многих основных видов ресурсов относительно невелика и частично перекрестно субсидируется другими отраслями промышленности, запасы сырья очень крупные, внутренний рынок большой. За последнее десятилетие большинство российских компаний черной металлургии провели кардинальное техническое перевооружение и увеличили степень вертикальной интеграции. В результате у российских сталелитейных компаний себестоимость производства одна из самых низких в мировой отрасли. Соответственно, во время периодов «кризисного» снижения цен они, в принципе, способны поддерживать обьемы производства, вытесняя с международных рынков производителей из стран с более высокими издержками.

В 2003–2008 годах российские производители стали справедливо считались «механизмами для печатания денег». Сейчас это далеко не так.

Очередной мировой финансовый кризис, который достиг России в августе 2008 года, проявился для российских производителей стали в трех ипостасях.

- **Существенное падение цен на внешних рынках и сокращение спроса.** Экспортные цены на металлопродукцию резко упали, и почти во всех регионах, кроме Восточной Азии, существенно сократился объем рынка. В итоге сильно снизилась рентабельность почти всех направлений бизнеса российских металлургических компаний.

• **Локальный рынок пострадал гораздо сильнее.** До кризиса российские производители реализовывали на внутреннем рынке около половины стали, произведенной на российских предприятиях. Внутренний рынок металлопродукции ориентирован на отрасли, существенно пострадавшие от кредитного кризиса (в большей степени — строительство и машиностроение, в меньшей — производство труб). Цены на металлопродукцию и объем спроса на внутреннем рынке в первый период кризиса снизились гораздо существеннее, чем на экспортных рынках.

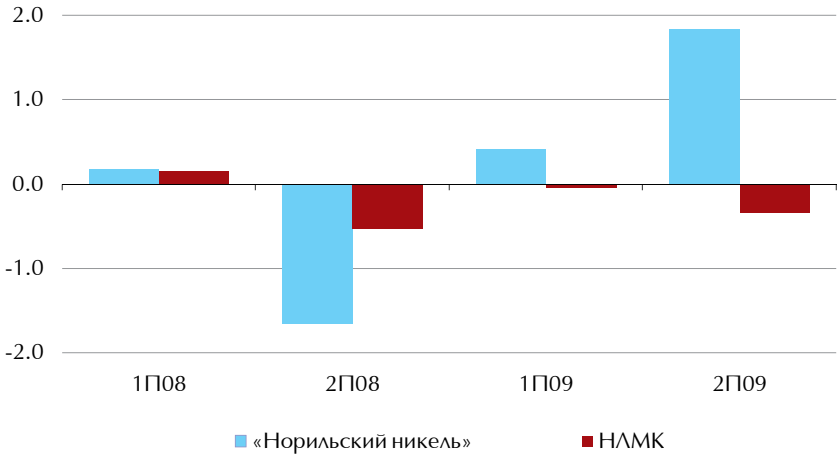
• **Уменьшение доступности рынков капитала.** На фоне резкого усиления сокращения инвесторами пропорции рисковых активов в своих портфелях мировые рынки капитала практически полностью закрылись, а в банковских системах многих стран (в том числе России) внезапно возникли проблемы. В результате существенно сократился объем долговых ресурсов, доступных для рефинансирования, и значительно повысилась стоимость заимствований.

ЧЕМ ПРОИЗВОДИТЕЛИ СТАЛИ ОТЛИЧАЮТСЯ ОТ НЕФТЯНИКОВ?

Самым существенным отличием российских сталелитейных компаний от нефтяных с кредитной точки зрения является то, что генерация первыми денежных потоков в значительно более существенной мере зависит от уровня рыночных цен на их продукцию, чем у вторых, по двум причинам. Лучше всего представить данное сравнение на конкретном цифровом примере:

• При текущих уровнях цен на нефть маржа по EBITDA «средней» вертикально интегрированной российской нефтяной компании составляет около 15%. Тем не менее, львиная доля в структуре издержек российских нефтяных компаний принадлежит налогам на экспорт и добычу, взимаемым по пропорциональной ставке налогообложения. При мировой цене на нефть $75 за баррель средняя российская нефтяная компания тратит всего около $5 за баррель на собственно добычу, столько же уходит на инвестиции и административные издержки. Транспортировка от месторождений Западной Сибири до границы с Европой стоит еще около $5 за баррель. Государство взимает в виде налогов около $50 за баррель, оставляя акционерам компаний где-то $5 с барреля. При снижении мировой цены на нефть ставка налогообложения понижается. Это означает, что практически любая российская нефтяная компания будет генерировать положительные денежные потоки при мировой цене на нефть, превышающей $20 за баррель.

• Компонент фактических «фиксированных издержек» для производителей стали существенно выше. Даже несмотря на низкую, по сравнению с мировыми конкурентами, базу себестоимости производства и полное отсутствие экспортного налогообложения, разница себестоимости производства и экспортных цен в настоящее время очень невелика, максимум 10% (себестоимость производства среднего российского производителя стали, включая транспортные расходы до портов экспорта, составляет в настоящее время $420–430 за тонну при экспортных ценах, к примеру, на слябы в $470–480). Работая, в принципе, на схожем уровне EBITDA с нефтяными компаниями, производители стали страдают именно от существенно меньшей гибкости в структуре затрат: есть



Источники: компании, «Тройка Диалог»

Рисунок 2
Свободные денежные потоки «Норильского никеля» и НЛМК, 2008–2009 гг., $ млрд, МСФО

Таблица 1
Рублевые выпуски производителей угля и стали — меньше третьего эшелона

	Всего рублевые выпуски в обращении, млрд руб.		Зарегистрированные, но еще не размещенные выпуски, млрд руб.		Рублевые выпуски в обращении, % общего долга
	Авг. 08	Июль 10	Обычные облигации	Биржевые облигации	
Северсталь	0,0	30,0	0,0	15,0	13%
Евраз Груп*	0,0	35,0	15,0	0,0	14%
НЛМК	0,0	25,0	50,0	25,0	31%
ММК	0,0	23,0	0,0	10,0	35%
Мечел	8,0	30,0	0,0	35,0	18%
ТМК	8,0	5,0	0,0	30,0	4%
ЧТПЗ	11,0	13,0	0,0	0,0	31%
Амурметалл	6,5	0,0	0,0	0,0	0%
Белон**	3,5	0,0	0,0	0,0	0%
Макси Групп**	3,0	0,0	0,0	0,0	0%
Свободный Сокол	1,5	0,0	0,0	0,0	0%
УЗПС	1,5	0,0	0,0	0,0	0%
Кокс	8,0	5,0	0,0	0,0	0%
Итого	**51,0**	**166,0**	**65,0**	**115,0**	

* Выпуски «СибМетИнвеста» и «ЕвразГрупФинанса», гарантированные Evraz Group SA.

** «Макси Групп» и «Белон» в 2008–2009 гг. были приобретены НЛМК и ММК

Источники: компании, Cbonds, Интерфакс, «Тройка Диалог»

большая разница между тем, 70% или 10% затрат производства являются переменными. В течение последних двух лет российские производители стали в основном работали «в ноль» или генерировали отрицательные денежные потоки.

Крупные вертикально интегрированные металлургические компании отреагировали на кризис, в общем, более чем адекватно — сократив издержки, перейдя на «режим экономии», отложив исполнение крупных инвестиционных программ до более благоприятных времен, используя все доступные инструменты рефинансирования (прежде всего банковские ссуды и локальный рынок облигаций). Все крупные российские производители стали в той или иной мере пережили кризис, понеся существенные, но не смертельные потери, адаптировавшись к изменившимся рыночным условиям.

Небольшие производители пострадали гораздо сильнее. Негативные явления в отрасли сильнее всего затронули небольшие компании (обладающие, как правило, менее гибкой структурой затрат и меньшей степенью вертикальной интеграции по сравнению с крупными компаниями), ориентировавшиеся на наиболее пострадавшие сегменты металлургического сектора (например, только на внутренний рынок). Пострадали и те производители, кто переоценил свои возможности увеличивать долговую нагрузку (например, группа «Эстар» и «Амурметалл»).

Несколько факторов еще более существенно осложнили посткризисное существование российских металлургических компаний.

• Многие из них на пике цен на металлургичексие активы в 2007–2008 годах купили очень недешевые производственные активы в странах Западной Европы и Америки. Эти покупки противоречили самой логике существования промышленности черной металлургии в России («страна с самыми низкими производственными издержками в мире»), да и сами стальные компании весьма невнятно объясняли цель данных приобретений (самым популярным было весьма сомнительное объяснение о неком «проникновении на закрытые рынки сбыта продукции»). Очередной цикл кризиса поставил все на свои места, и приобретения за рубежом оказались такими, какими они и должны быть — убыточными в среднем каждые четыре из пяти лет. У многих российских производителей поддержка приобретенных компаний за рубежом «съедала» немногочисленные заработанные в России денежные потоки.

• Большинство этих покупок были совершены с использованием заемных средств, которые надо как-то обслуживать и рефинансировать.

• Повышение стоимости многих важных компонентов локальных издержек (транспортных тарифов, цен на газ, цен на сырье для компаний с неполной вертикальной интеграцией) с течением времени существенно уменьшает основное конкурентное преимущество российских производителей стали — низкую себестоимость производства.

• Сталелитейная отрасль примечательна достаточно большими потребностями в оборотном капитале. В течение кризиса сокращение запасов и дебиторской задолженности было одним из основных источников финансовых потоков для всех изготовителей стали. Сейчас, все еще генерируя нулевые операционные денежные потоки, производители вынуждены повышать оборотный капитал, что требует существенных затрат ликвидности.

ПРИСУТСТВИЕ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ НА ПУБЛИЧНОМ РЫНКЕ ДОЛГА

Российские металлургические компании давно представлены на рынке облигаций, но объем и структура их присутствия в обоих сегментах рынка (локальном и рынке еврооблигаций) существенно поменялись в ходе последнего мирового кризиса.

• **До середины 2008 года** крупные сталелитейные компании либо не имели торгуемых долговых обязательств, либо присутствовали на рынке еврооблигаций. На локальном рынке обращались облигации около дюжины эмитентов, но в основном относительно небольших компаний, классифицировавшихся инвесторами как третий эшелон, со слабыми даже в тучные годы финансовыми показателями.

• **Во втором полугодии 2008 года – первом полугодии 2009 года** большинство компаний металлургического сектора, присутствовавших на локальном рынке (в основном небольшие производители с ориентацией на местный рынок), тем или иным способом реструктурировали свои обязательства. Крупные металлургические компании, присутствующие на рынке еврооблигаций («Евраз Групп», «Северсталь»), сохранили там свое присутствие, исправно обслуживая свой долг, но держатели их выпусков пережили немало неприятных ощущений.

• **С середины 2009 года** все крупные российские металлургические компании стали активно выпускать рублевые облигации. С прошлого лета российские сталелитейные компании разместили рублевые облигации номинальным объемом более 160 млрд руб., а объем зарегистрированных, но еще не размещенных выпусков существенно превышает размещенный.

Существенное усиление внимания металлургических компаний к рынку рублевых облигаций обусловлено тремя причинами:

• Потребностью в новых источниках рефинансирования после закрытия внешних рынков во время кризиса.

• Относительно более низкой стоимостью синтетического долларового долга, создаваемого в результате выпуска рублевых облигаций и их хеджирования. Стоимость синтетического долларового долга, например, для «Северстали» при размещении рублевых облигаций в настоящее время равняется приблизительно 4% на три года, в то время как доходность по еврооблигациям с тем же сроком до погашения составляет около 6%.

• Неприхотливостью инвесторов в локальные облигации относительно требований к финансовой дисциплине (ковенанты и т. п.). Кроме того, локальный рынок облигаций в настоящее время является в какой-то мере обособленным от мировых рынков капитала. Большинство локальных инвесторов имеют специфические предпочтения относительно инструментов для инвестирования, что создает предпосылки для существования определенного дисбаланса ценовых уровней на внешнем и внутреннем рынках долга.

В целом, кредитное качество российских сталелитейных компаний в ходе кризиса существенно ухудшилось — практически никто из крупных производителей в настоящее время не генерирует положительных денежных потоков, зато объем долговой нагрузки, набранной на приобретение активов, уменьшается не очень быстро. Стандартные кредитные коэффициенты, рассчитанные на основе исторической отчетности, превышают уровни требований кредитного комитета практически любой

категории инвесторов, но спреды локальных облигаций производителей стали к безрисковой кривой находятся на очень низких уровнях.

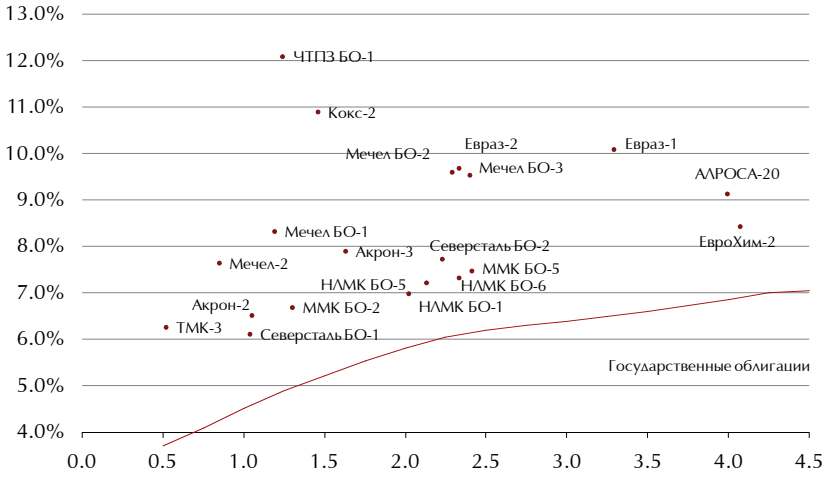
На рынке еврооблигаций, к примеру, спреды выпусков российских металлургических компаний («Евраза» и «Северстали») уже достигли докризисных уровней. С теоретической точки зрения, кредитный спред есть функция двух переменных: ожидаемой восстановительной стоимости в случае дефолта и вероятности дефолта. В ходе кризиса 2008–2009 годов реальные значения восстановительной стоимости для держателей оказавшихся в дефолте облигаций эмитентов из стран СНГ были приблизительно на теоретически предполагавшихся уровнях (25–40%). Ожидаемая же вероятность дефолта для эмитентов металлургического сектора должна быть существенно более высокой по сравнению с первой половиной 2008 года в силу более высокого уровня долговой нагрузки и существенно меньшей генерации денежных потоков. Таким образом, сужение спредов эмитентов сектора до текущих значений оправдано только техническими, но никак не фундаментальными факторами.

Мы видим несколько причин данного феномена

• Общая консолидация рынка в посткризисный период. Восстановление цен на рынках облигаций после кризисной коррекции всегда происходит по вполне определенному рисунку. В конце фазы консолидации инвесторы создают существенный объем спроса в выпусках с более высокими доходностями, сглаживая диапазон доходностей по выпускам, имеющимся на рынке.

• В части спроса российские инвесторы, видя помощь со стороны банков крупнейшим компаниям сектора, достаточно спокойно отнеслись к проблемам отдельных компаний сектора с очень высокой долговой нагрузкой, полагая, что в течение 2010 года большинству компаний удастся существенно ее снизить. Крупнейшие банки России осуществляли, с одной стороны, кредитование компаний сектора, а с другой, расширяли выделенные на них лимиты своим подразделениям, занимающимся торговыми операциями и управлением активов, тем самым поддерживая вторичные котировки их облигаций.

Продолжающаяся консолидация ценовых уровней на локальных рынках позволяет предположить, что осенью мы увидим новые размещения облигаций компаний сектора, в том числе и тех, которые еще не представлены на рынке.



Источники: ММВБ, «Тройка Диалог»

Рисунок 3
Доходности локальных облигаций компаний горно-металлургического сектора и химической промышленности, 2 августа 2010 г.

БЛИЖАЙШЕЕ БУДУЩЕЕ

Перспективы эмитентов сектора, наверное, не стоит отделять от общемировой экономической ситуации и тенденций постепенного выхода из кризиса российской экономики. Наверное, было бы наивно предполагать, что российские производители стали вновь будут генерировать высокие денежные потоки в отсутствие возрождения, к примеру, строительной индустрии (вопреки бесконечным статьям в СМИ о начале росте спроса на жилье и офисные помещения, большинство крупных девелоперов каким-то образом перешли под контроль банков-кредиторов). В случае сокращения мирового спроса на товары длительного пользования (например, при сокращении спроса на сталь и компоненты ее производства со стороны Китая) существование российских производителей стали в ближайшие год-два будет достаточно безрадостным. В то же время, в случае продолжения восстановления мировой экономики (на что, безусловно, надеются все участники рынка ценных бумаг) возвращение компаний металлургического сектора к докризисным уровням генерации денежных потоков будет проходить более быстрыми темпами.

Таблица 2
Финансовая долговая нагрузка отдельных российских горно-металлургических компаний, МСФО, $ млрд

	Общий долг**	Денежные средства**	EBITDA*		Общий долг / EBITDA*		Чистый долг / EBITDA*	
			2009	2010o	2009	2010o	2009	2010o
Норильский никель	5.35	4.73	4.59	7.43	1.2	0.7	0.1	0.1
НЛМК	2.50	1.70	1.37	2.00	1.8	1.3	0.6	0.4
ММК	2.07	0.39	1.00	1.37	2.1	1.5	1.7	1.2
Северсталь	6.70	2.70	0.81	2.31	8.3	2.9	4.9	1.7
Евраз Груп	7.90	0.80	1.04	2.25	7.6	3.5	6.9	3.2
ТМК	3.73	0.24	0.40	0.75	9.3	5.0	8.7	4.6
Мечел	6.00	0.41	0.65	1.86	9.2	3.2	8.6	3.0

* Оценка «Тройки Диалог»

** Последние опубликованные данные (4 кв. 2009 или 1 кв. 2010), исключая забалансовые обязательства

Источники: компании, «Тройка Диалог»