Наталия ТОЛСТОШЕИНА,
аналитик, банк «ЗЕНИТ»

В ПЕРИОД КРИЗИСА СОСТАВ ПРЕДСТАВЛЕННЫХ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ СИЛЬНО ИЗМЕНИЛСЯ: ХОЛДИНГИ ПОЛНОГО ЦИКЛА, ОТЛИЧАЮЩИЕСЯ НАИБОЛЕЕ ПРОЧНЫМ В ОТРАСЛИ КРЕДИТНЫМ ПРОФИЛЕМ, ПРИШЛИ НА СМЕНУ КОМПАНИЯМ МАЛОЙ МЕТАЛЛУРГИИ, МНОГИЕ ИЗ КОТОРЫХ ПОПОЛНИЛИ СПИСКИ НЕПЛАТЕЛЬЩИКОВ. К НАСТОЯЩЕМУ ВРЕМЕНИ РОССИЙСКИЕ МЕТАЛЛУРГИ, ЗАВИСИМЫЕ ОТ ОТРАСЛЕВОЙ КОНЪЮНКТУРЫ, ЗАМЕТНО УСИЛИЛИ СОБСТВЕННУЮ КРЕДИТОСПОСОБНОСТЬ ПО СРАВНЕНИЮ С ПЕРИОДОМ НИЗКИХ ЦЕН И СПРОСА НА СВОЮ ПРОДУКЦИЮ, ПРИШЕДШЕГОСЯ НА ЧЕТВЕРТЫЙ КВАРТАЛ 2008 – ПЕРВОЕ ПОЛУГОДИЕ 2009 ГОДОВ. С ДРУГОЙ СТОРОНЫ, ВОССТАНОВЛЕНИЕ КОНЪЮНКТУРЫ РЫНКА УСИЛИЛО НЕОБХОДИМОСТЬ БОЛЕЕ КАЧЕСТВЕННОЙ ОЦЕНКИ РАЗЛИЧИЙ В ОПЕРАЦИОННОМ И ФИНАНСОВОМ ПРОФИЛЯХ ОТДЕЛЬНЫХ КОМПАНИЙ, ТАК КАК ОНИ НАПРЯМУЮ ВЛИЯЮТ НА СТОИМОСТЬ ДОЛГА ЭТИХ ЗАЕМЩИКОВ.

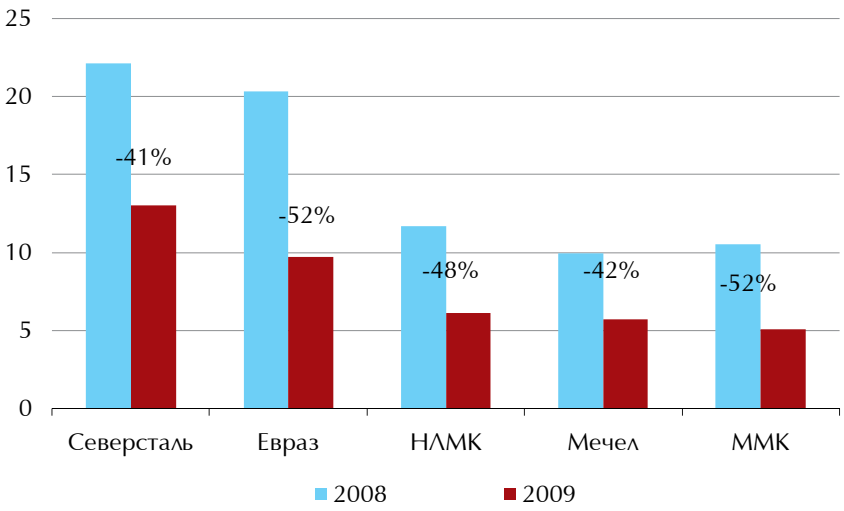
Металлические НОТКИ

Отраслевой специализацией большинства торгующихся на долговом рынке металлургических компаний является черная металлургия: на публичном рынке можно приобрести облигации крупнейших представителей отрасли, среди которых «Северсталь», НЛМК, «Евраз», «Мечел», ММК, а также облигации специализированных металлургических компаний, к которым относится ТМК. Привлекательность рублевого рынка для данной категории заемщиков, помимо возможности аккумулировать беззалоговое финансирование, может быть связана с потребностью рефинансирования привлеченных в кризисное время дорогих кредитов и заинтересованностью холдингов в размещении больших объемом займов (объемы одного выпуска достигают 10 млрд руб.). Кроме того, компании могут испытывать потребность в пополнении сжатого в период кризиса оборотного капитала, финансировании CAPEX, а также привлечении довольно длинных денег под адекватные ставки. Учитывая наличие у российских металлургов рублевой выручки, можно не опасаться за то, что размещение локальных облигаций спровоцирует серьезные валютные риски для компаний.

Сектор цветной металлургии представлен на рынке гораздо уже. Частично компенсировать образовавшийся пробел позволило размещение облигаций «Норникеля» на сумму 15 млрд руб., состоявшееся 3 августа.

В период кризиса состав металлургических компаний на рынке рублевого долга в корне изменился. До кризиса металлургия полного цикла очень узко была представлена на рынке (как по именам, так и по количеству и объему выпусков), где, однако, в широком составе присутствовали компании малой металлургии и специализированные металлургические компании, например «Амурметалл», МАИР, НМЗ им. Кузьмина, «Свободный сокол». В кризис в данном сегменте произошло значительное количество дефолтов, обусловленных сократившимся спросом на продукцию, узкой маржой по сравнению с компаниями полного цикла, большим объемом долгов, привлеченных в благоприятных докризисных условиях, трудностями рефинансирования долга за счет новых кредитов и займов, сопровождавшихся в некоторых случаях агрессивной финансовой политикой, и в целом недо-

Рисунок 1
Динамика выручки крупнейших металлургических компаний в 2008–2009 гг., $ млрд



Источники: отчетность компаний, расчеты банка «ЗЕНИТ»

статочно эффективным корпоративным управлением.

Такая ситуация обнажила проблемы компаний малой металлургии, в значительной степени скрытые ранее от инвесторов благоприятной ситуацией в отрасли, финансовом секторе и предлагаемой доходностью. По нашему мнению, если учесть свежие воспоминания о прошедших дефолтах, в настоящее время большинство компаний малой металлургии имеет мало шансов использовать инструменты публичного рублевого рынка в качестве источника финансирования.

Сейчас на долговом рынке находит спрос качественный долг крупных металлургических холдингов полного цикла. При этом компании с относительно высокой долговой нагрузкой, к которым относятся «Евраз» и «Мечел», вынуждены платить значительную премию к бумагам других, менее обремененных долгами металлургов, что во многом является справедливым последствием кризиса. Учитывая усилившиеся требования многих инвесторов к кредитному качеству и способности обслуживать необеспеченный долг в трудные времена, в ближайшее время не ожидается появление на рублевом рынке значительного количества компаний малой металлургии и специализированных металлургических компаний без масштабных инвестиционных идей (большие масштабы бизнеса, значимость для экономики, хорошее финансовое состояние и т. д.). Не исключено, что для привлечения инвесторов такие заемщики будут предлагать высокую доходность, однако мы не рассчитываем на большую ликвидность их займов.

Кризис оказал сильное влияние на операционную деятельность металлургических компаний полного цикла, средняя выручка которых в долларовом эквиваленте в 2009 году по сравнению с 2008 годом сократилась более чем на 45%, EBITDA маржа — на 14 п.п. Основным фактором снижения доходов холдингов стала неблагоприятная динамика отпускных цен.

До последнего времени (май 2010 года) российская металлургическая отрасль находилась в стадии восстановительного роста. После периода спада в конце 2008 года и в первом полугодии 2009 года, ставшего для металлургов «дном кризиса», холдинги вслед за ростом спроса стали постепенно наращивать объемы выпуска. Тем не менее, в целом производство стали в России еще не достигло докризисных уровней: в первом полугодии 2010 года выпуск стали в России составил 85–90% от уровней первого полугодия 2007 и 2008 годов. Отрасль отличается значительной экспортной направленностью, обусловленной в том числе ограниченностью российского рынка и тем, что ряд российских потребителей (в некоторых случаях вынужденно) предпочитают закупать импортную продукцию, что усиливает зависимость российских металлургов от мировой коньюнктуры рынка.

С февраля по май 2010 года ежемесячные объемы производства стали в России росли средними темпами 6%, отражая общемировую тенденцию: в феврале-мае 2010 года CAGR по выплавке стали в мире составлял 5%. Однако в июне по сравнению с маем производство стали в мире уменьшилось на 4.7% (в России — на 7.7%), что может быть связано с коррекцией цен реализации стали, наличием неиспользованных мощностей и избыточным производством весной 2010 года. В целом, в течение последнего года (со второго полугодия 2009 года) средние цены реализации на прокат демонстрировали рост, отражая оживление спроса и следуя за увеличением стоимости основных компонентов для выплавки стали — железной руды и кокса. «Масла в огонь», способствующего росту отпускных цен на коксующийся уголь, добавила авария на шахте «Распадская», которая привела к сокращению добычи угля и сдерживанию объемов добычи у некоторых компаний с целью соблюдения условий безопасности

Таблица 1
Обеспеченность металлургов собственной сырьевой базой

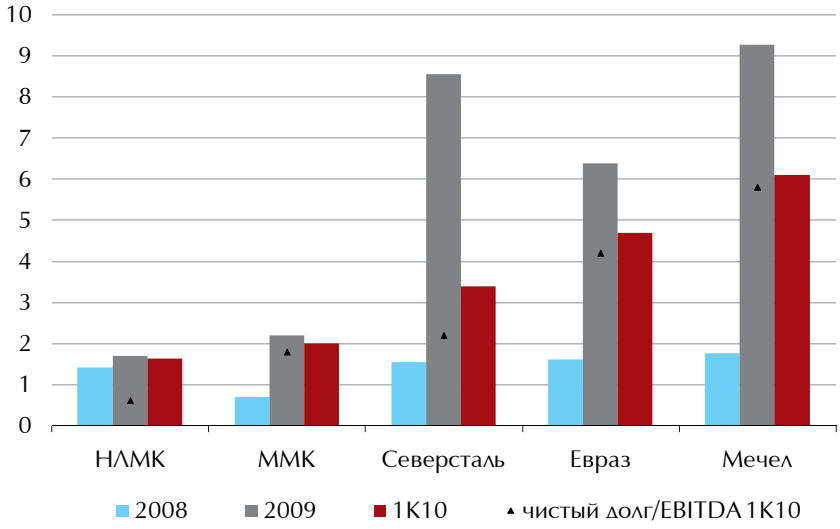
Компания	Железорудное сырье	Коксующийся уголь
НЛМК	Высокая	Низкая*
Евраз	Высокая	Выше среднего**
Северсталь	Значительная	Значительная
ММК	Незначительная	Средняя
Мечел	Высокая	Очень высокая

* — Обеспеченность собственным коксом на 100%, отсутствие добычи угля
** — Без учета «Распадской»

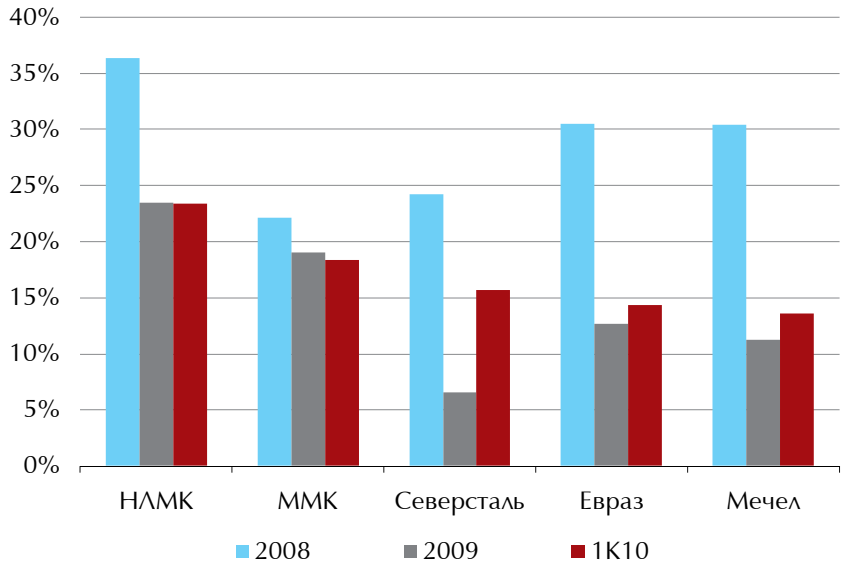
Источник: оценки банка «ЗЕНИТ»

«В ТЕКУЩЕЙ СИТУАЦИИ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ДОЛГОВ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ ХОЛДИНГОВ ВО МНОГОМ ЗАВИСИТ ОТ НАЛИЧИЯ ПРЕТЕНЗИЙ СО СТОРОНЫ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОРГАНОВ И ФАС»

Рисунок 2
Долговая нагрузка компаний в 2008, 2009 и первом квартале 2010 гг., долг/EBITDA (если не указано иное)



Источники: отчетность компаний, расчеты банка «ЗЕНИТ»



Источники: отчетность компаний, расчеты банка «ЗЕНИТ»

Рисунок 3
Рентабельность (EBITDA маржа) металлургических компаний в 2008, 2009 и первом квартале 2010 гг.

труда. Кроме себестоимости и общемировой конъюнктуры, цены реализации российской металлопродукции в настоящее время зависят от достигнутых договоренностей с потребителями — российскими компаниями (РЖД, «АвтоВАЗ», «Уралвагонзавод»), которые в первом полугодии 2010 года выражали свое недовольство растущими ценами и использовали политические ресурсы с целью сдерживания роста собственных затрат.

В текущих условиях кредитное качество металлургических компаний, доказавших в период кризиса способность аккумулировать средства за счет сокращения оборотного капитала и рефинансировать долг, по нашему мнению, во многом зависит от следующих факторов.

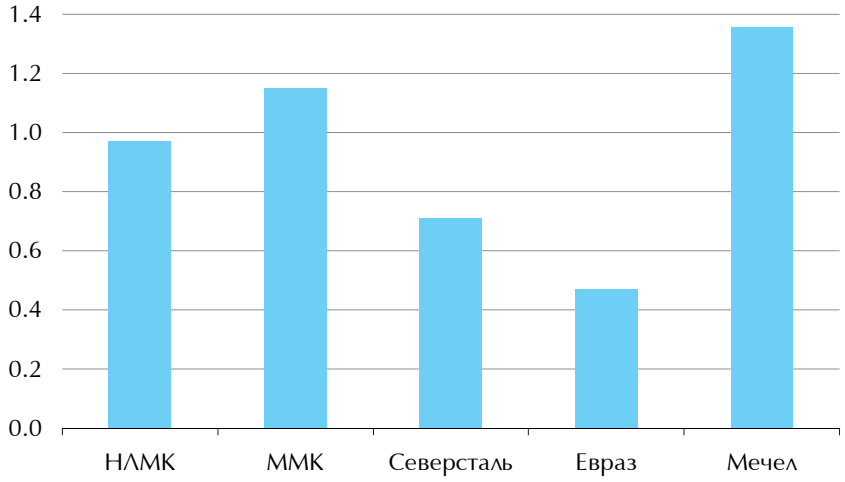
1. Обеспеченность собственным сырьем. Учитывая рост цен на сырье, с одной стороны, и ограниченные возможности металлургов, обеспечивающих в том числе крупные российские компании, увеличивать цены в целях компенсации возросших расходов, особое внимание при оценке кредитного качества и справедливой доходности торгующихся на долговом рынке компаний стоит уделить их операционному профилю и обеспеченности металлургического производства собственной сырьевой базой.

В наибольшей степени сырьем обеспечена угольная компания «Мечел», однако ее позиции по объемам выплавки стали отстают от аналогов. К наименее сбалансированным мы относим операционный профиль ММК, который, однако, существенно улучшился после приобретения угольной компании «Белон». К довольно сбалансированным, даже несмотря на аварию на шахте «Распадская», относится операционный профиль «Евраза», а также «Северстали». Необходимость закрытия имеющихся «пробелов» в операционном профиле компаний может повлечь дополнительные инвестиции на приобретение и разработку новых активов, а также развитие инфраструктуры, что в перспективе рискует привести к росту долга.

2. Долговая нагрузка и показатели прибыльности. До кризиса все крупные металлургические компании характеризовались умеренным уровнем долговой нагрузки: в 2008 году отношение долг/EBITDA по каждой компании не превышало 2х. Однако в кризисный и посткризисный периоды дифференциация по данному показателю существенно усилилась: в первом квартале 2010 года только две компании, НЛМК и ММК, по показателю долг/EBITDA не превысили отметку 2х (включительно). Следует отметить, что в кризис ММК продемонстрировал минимальное снижение показателей рентабельности, НЛМК по данной динамике занял второе место, в то время как по другим компаниям снижение EBITDA маржа было в диапазоне 17.5–20 п.п. Таким образом, в кризисный период компании, обеспеченные собственным сырьем и реализующие его сторонним потребителям, в наибольшей степени сократили рентабельность бизнеса и увеличили долговую нагрузку. В настоящее время к наиболее обремененным долгами компаниям относятся «Мечел» и «Евраз», при этом улучшение их кредитных метрик, на мой взгляд, будет во многом определяться проводимой в ближайшие год-два финансовой политикой.

3. Инвестиционная программа. Улучшение показателей долговой нагрузки в перспективе будет во многом зависеть от ценовой конъюнктуры рынка, а также от инвестиционной политики. Во втором квартале 2010 года металлургические компании продемонстрировали рост основных операционных показателей, в

Рисунок 4
Отношение объявленных металлургическими компаниями на 2010 год CAPEX к приведенной к годовой базе EBITDA за первый квартал 2010 г.



Источники: отчетность компаний, расчеты банка «ЗЕНИТ»

том числе рост цен реализации металлопродукции, призванный компенсировать растущие цены на сырье. Благоприятный рыночный тренд позволит наиболее обеспеченным сырьевой базой металлургическим компаниям улучшить во втором квартале 2010 года показатели прибыльности и будет способствовать снижению показателей долговой нагрузки. С другой стороны, уменьшению кредитного плеча препятствует большая инвестиционная программа.

Среди металлургических компаний «лидером» по соотношению CAPEX/EBITDA является «Мечел» (1.4x в 2010 году), в число ключевых проектов которого входит разработка Эльгинского угольного месторождения. Однако в текущих условиях сдерживающим рост его кредитного портфеля фактором может выступить благоприятная конъюнктура цен реализации на продукцию компании и высокая обеспеченность бизнеса собственным сырьем, что позволит увеличить аккумулируемый компанией денежный поток и прибыльность бизнеса. Планы другого обремененного долгами металлургического холдинга, «Евраза», гораздо скромнее: отношение CAPEX/EBITDA является минимальным среди аналогов и составляет менее 0.5x, что будет способствовать восстановлению показателей обслуживания долга до приемлемого уровня.

4. Конъюнктура рынков присутствия. Все российские металлургические холдинги контролируют добывающие и/или металлургические активы за рубежом, преимущественно в Северной Америке и Европе. При этом конъюнктура данных рынков оказывает влияние на рентабельность этого бизнеса и общую прибыльность холдинга. В частности, в 2009 году европейские и североамериканские активы «Северстали» генерировали убытки, в результате совокупная EBITDA маржа компании в 2009 году была значительно ниже аналогов и составила 6.5%. В 2010 году основной владелец «Северстали» выкупил европейское подразделение за символическую сумму, при этом во втором квартале 2010 года в связи с ростом цен и объемов реализации продукции североамериканского подразделения оно может перейти в разряд прибыльных (по EBITDA), что повысит общую рентабельность холдинга.

Помимо данных факторов, кредитные метрики металлургов будут определяться динамикой цен на сырье и реализуемую продукцию, перспективностью инвестиционных проектов (в частности, во втором полугодии 2009 года ММК первым в России запустил перспективный проект — строительство стана-5000, продукция которого широко применяется при строительстве труб большого диаметра и призвана заместить импортные аналоги), наличием свободных мощностей для расширения производства. Кроме того, в текущей ситуации привлекательность долгов металлургических холдингов во многом зависит от наличия претензий со стороны государственных органов и ФАС. В частности, в настоящее время ФАС проводит проверки группы «Евраз» относительно злоупотребления холдингом доминирующим положением на рынке.

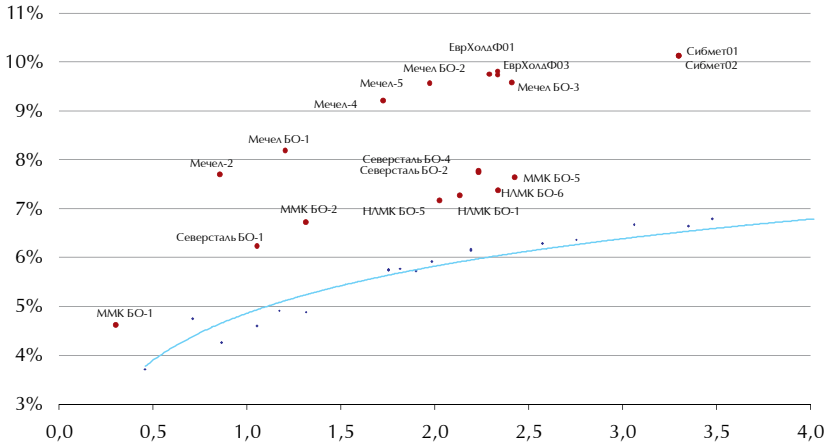


Рисунок 5
Кривая доходности облигаций металлургических компаний по состоянию на 29.07.2010

Среди облигаций металлургических компаний, по нашему мнению, наиболее интересное соотношение риска и доходности предлагают выпуски группы «Евраз» (B/B1/B+): ЕврХолдФ-1 и ЕврХолдФ-3 (9.8% при дюрации 2.3 года). С небольшим дисконтом к выпускам ЕврХолдФ-01 и 03 торгуются наиболее длинные облигации «Мечела» (Мечел-БО-3), что, по нашему мнению, неадекватно отражает разницу в кредитном качестве данных эмитентов. Несмотря на сопоставимый с «Евразом» рейтинг и сбалансированный операционный профиль, «Мечел» отличается значительно меньшими масштабами бизнеса, более высоким долговым бременем и амбициозной инвестиционной стратегией, которая может оказать давление на показатели долговой нагрузки в перспективе. В то же время, мгновенный апсайд в облигациях «Евраза» существенно ограничен наличием претензий к холдингу со стороны ФАС. Среди облигаций более высокого кредитного качества мы выделяем выпуски НЛМК и «Северстали», которые справедливо оценены рынком, однако могут представлять интерес для инвесторов с соответствующим фондированием в рамках стратегии buy and hold. Новые долги «Норникеля», по нашему мнению, будут справедливо оценены рынком и станут бенчмарком в металлургии.

«ЕСЛИ УЧЕСТЬ СВЕЖИЕ ВОСПОМИНАНИЯ О ПРОШЕДШИХ ДЕФОЛТАХ, В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ БОЛЬШИНСТВО КОМПАНИЙ МАЛОЙ МЕТАЛЛУРГИИ ИМЕЕТ МАЛО ШАНСОВ ИСПОЛЬЗОВАТЬ ИНСТРУМЕНТЫ ПУБЛИЧНОГО РУБЛЕВОГО РЫНКА В КАЧЕСТВЕ ИСТОЧНИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ»