Никита ГОЛОЩЕКОВ,
аналитик, Schildershoven Capital Management

В 2012 ГОДУ АЗИАТСКИЙ РЫНОК HIGH YIELD ЕВРООБЛИГАЦИЙ ПРОДЕМОНСТРИРОВАЛ ВПЕЧАТЛЯЮЩИЙ РОСТ. ДОХОДНОСТЬ ПО ИНДЕКСУ JP MORGAN ASIAN NON-INVESTMENT GRADE (JACI HY) СОСТАВИЛА БОЛЕЕ 25%. НЕСМОТРЯ НА ТО ЧТО СПРЕД МЕЖДУ ИНДЕКСОМ JACI HY И UST ВСЕ ЕЩЕ ВЫШЕ ИСТОРИЧЕСКИХ МИНИМУМОВ, СОПОСТАВИМОГО С ПРОШЛЫМ ГОДОМ УРОВНЯ ДОХОДНОСТИ ОТ ВЛОЖЕНИЙ В ШИРОКИЙ НАБОР АЗИАТСКИХ HIGH YIELD ЕВРООБЛИГАЦИЙ ДОСТИЧЬ, СКОРЕЕ ВСЕГО, НЕ УДАСТСЯ ДАЖЕ ПРИ ХОРОШЕЙ КОНЪЮНКТУРЕ. ОДНАКО ЧАСТО ДИНАМИКА ЦЕН HIGH YIELD ЕВРОБОНДОВ ТОГО ИЛИ ИНОГО ЭМИТЕНТА ЗАВИСИТ В БОЛЬШЕЙ СТЕПЕНИ ОТ ВНУТРИКОРПОРАТИВНЫХ СОБЫТИЙ БЕЗ ОГЛЯДКИ НА ОБЩЕРЫНОЧНЫЕ НАСТРОЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ. В ЭТОМ СЛУЧАЕ УСПЕХ ИНВЕСТИЦИЙ (ОПЕРЕЖЕНИЕ ДИНАМИКИ ИНДЕКСА) ДИКТУЕТСЯ ВО МНОГОМ РЕЗУЛЬТАТАМИ ОЦЕНКИ ПЕРСПЕКТИВ ОТДЕЛЬНОЙ КОМПАНИИ. ТАК НАЗЫВАЕМЫЕ СПЕЦИАЛЬНЫЕ СИТУАЦИИ, ХАРАКТЕРИЗУЮЩИЕ В ОСНОВНОМ ПРОБЛЕМНЫЕ КОМПАНИИ, НА РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ДОСТАТОЧНО ЧАСТОЕ ЯВЛЕНИЕ. ОДНОЙ ИЗ ТАКИХ «ИСТОРИЙ» В АЗИАТСКО-ТИХООКЕАНСКОМ РЕГИОНЕ СТАЛА АВСТРАЛИЙСКАЯ КОМПАНИЯ ATLANTIC LTD.

Специальная ситуация: Atlantic Ltd. — азиатский stressed-эмитент

После завершения двухлетней модернизации производственной цепочки изготовления феррованадия компания Atlantic Ltd. планирует выйти на проектную мощность к концу 2013 года. Находясь на грани кризиса ликвидности в прошлом году, Atlantic Ltd. привлекла финансирование от компании Droxford, которая впоследствии может увеличить свою долю в Atlantic Ltd. с 17.4% до 69.9%.

В отсутствие конъюнктурного шока, который бы привел к длительному снижению цен на феррованадий, компания Atlantic Ltd. будет способна уже с 2013 года генерировать существенный объем свободного денежного потока.

Мы считаем, что выпуск ATIAU-18, торгующийся на уровне 63–67 п.п. (~YTM 22%), предлагает привлекательное соотношение риска и доходности. При реализации нашего базового сценария леверидж компании снизится до 4.5x в терминах Total Debt/EBIT (без учета конвертируемых облигаций, за счет которых Droxford планирует получить контроль над Atlantic Ltd.) уже к середине 2014 года. В этом случае доходность ATIAU-18 (Caa2/CCC) приблизится к уровням MBNAU-18 (Caa1/CCC+; YTM ~12%) в течение следующих 12–18 месяцев. Таким образом, мы рассчитываем, что доходность от инвестиций в ATIAU-18 составит за этот период более 20–25%.

ATLANTIC LTD.

Холдинг Atlantic Ltd. приобрел право на разработку одного из крупнейших в мире месторождений ванадия (Midwest Vanadium), купив в начале 2010 года компанию Midwest Vanadium Pty Ltd, которая впоследствии стала эмитентом и гарантом senior secured еврооблигаций ATIAU-18 на сумму $350 млн, выпущенных в начале 2011 года. Большая часть средств от выпуска ATIAU-18 была направлена на финансирование инфраструктуры, необходимой для разработки месторождения и дальнейшего производства феррова-

надия. В течение 2011–2012 годов компания Atlantic Ltd. с переменным успехом вела модернизацию практически всей производственной цепочки изготовления феррованадия. Однако существенное отставание от графика, предусматривающего выход на проектную мощность (6200–6700 тонн феррованадия) к концу 2012 года, стало причиной ухудшения ликвидности баланса компании, что привело к падению цен на еврооблигации ATIAU-18 (см. рисунок 1).

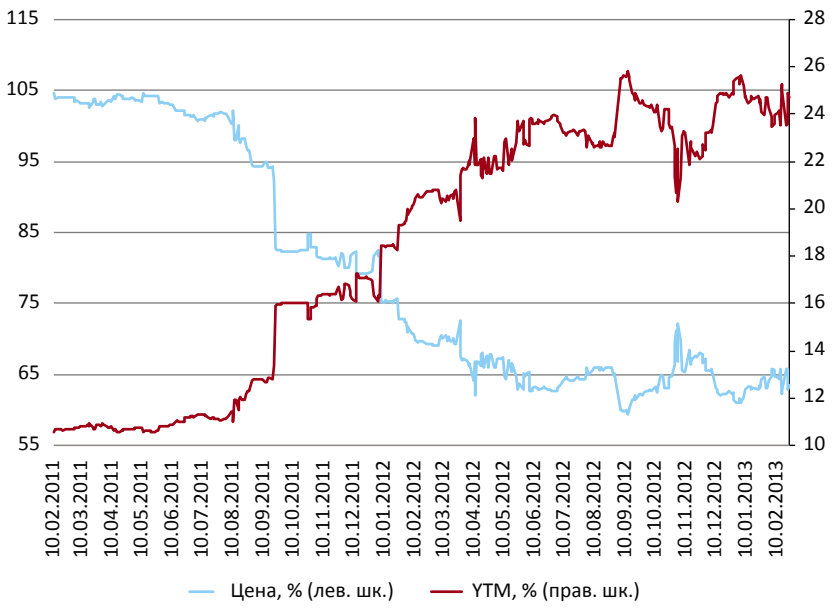
К середине 2012 года компания Atlantic Ltd. была вынуждена увеличить свой акционерный капитал (contributed equity) почти на AUD 100 млн (до AUD 120 млн). Основным источником финансирования Atlantic Ltd. стала компания Droxford, принадлежащая одному из крупнейших конгломератов Индонезии — Salim Group, которая получила к концу 2012 года 17.4% в капитале Atlantic Ltd.

Затем во второй половине 2012 года для решения проблем в недостатке финансирования проекта Atlantic Ltd. выпустила в пользу Droxford две серии конвертируемых облигаций на общую сумму $80 млн, которые имеют субординированный статус по отношению к senior secured еврооблигациям ATIAU-18. Согласно условиям выпуска конвертируемых облигаций, проценты по ним (17.5% по серии A и 22.5% по серии B) могут капитализироваться вплоть до их погашения в марте 2015 года.

По условиям соглашения между Atlantic Ltd. и Droxford, при осуществлении капитализации всех купонных платежей (по облигациям серий A и B) с последующей конвертацией данных облигаций в акции компании Atlantic Ltd., Droxford получит 69.9% Atlantic Ltd.

В случае отказа Droxford от конвертации облигаций уже 6 февраля 2015 года (за месяц до даты погашения облигаций серии A и B) держатели ATIAU-18 смогут предъявить свой выпуск к досрочному погашению. Учитывая, что Atlantic Ltd., скорее всего, не будет обладать достаточным количеством денежных средств на балансе, компания будет вынуждена провести реструктуризацию своих обязательств. В этом случае recovery value конвертируемых облигаций (junior), скорее всего, будет находиться в пределах 0–10%, если принять во внимание тот факт, что первыми в очереди кредиторов будут стоять держатели senior secured еврооблигаций ATIAU-18.

Очевидно, что Droxford в конечном счете имеет цель приобрести контроль над Atlantic Ltd. за счет конвертации облигаций в акции Atlantic Ltd. до 6 февраля 2015 года.



Источник: Bloomberg

Рисунок 1

Цена и доходность ATIAU–2018

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ВОЗМОЖНОСТЬ

После завершения технической модернизации производственной цепочки изготовления феррованадия в начале 2013 года Atlantic Ltd. планирует выйти уже к середине этого года на 80% от проектной мощности (6200–6700 тонн феррованадия в год). Данные оценки были недавно подтверждены производственным аудитором SRK Consalting (независимая международная консалтинговая компания, специализирующаяся в горнодобывающей отрасли и в секторе водных ресурсов), который был нанят небольшой группой крупных держателей еврооблигаций ATIAU-18.

Согласно последним прогнозам менеджмента, себестоимость производства феррованадия с учетом реализации железной руды (гематит, содержащий ~55% железа) как сопутствующего материала при добыче ванадия составит в 2013 году $17–18.9 за килограмм, а в дальнейшем $15–20.5 за килограмм (таблица 1).

На текущий момент стоимость феррованадия на рынке США достигает $33 за килограмм. По данным Metals Bulletin, средняя цена килограмма феррованадия в течение последних пяти лет составляла примерно $33.75 (рисунок 2).

Напомним, что 95% производимого в мире ванадия используется в сталелитейной индустрии в качестве легирующего элемента для улучшения характеристик твердости, износостойкости и теплостой-

ПРИ ОЦЕНКЕ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА ATLANTIC LTD. МЫ РАССМАТРИВАЛИ НЕСКОЛЬКО ВАРИАНТОВ ДАЛЬНЕЙШЕГО ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ НА РЫНКЕ ФЕРРОВАНАДИЯ, А ТАКЖЕ СЕБЕСТОИМОСТИ ПРОИЗВОДСТВА

Таблица 1

Прогнозы менеджмента Atlantic Ltd. относительно себестоимости производства феррованадия

Показатель	Прогнозы менеджмента компании	
	2013 г.	Устойчивое состояние с 2014 г.
Объем производства феррованадия, тонн	4800–5300	6200–6700
Себестоимость производства феррованадия, USD/кг	17.70–19.60	15.70–20.90
Себестоимость производства феррованадия с учетом реализации железной руды, USD/кг	17–18.9	15–20.5

Источник: Bloomberg

Рисунок 2

Цены на ферровананадий в Европе ($/кг)

ПРИ ЦЕНАХ НА УРОВНЕ $35 ЗА КИЛОГРАММ ФЕРРОВАНАДИЯ ЗНАЧИТЕЛЬНАЯ ЧАСТЬ (ДО ~80%) ВЫПУСКА ATIAU-18 БУДЕТ ВЫКУПЛЕНА КОМПАНИЕЙ ДОСРОЧНО. ЭТО ТАКЖЕ ПОМОЖЕТ КОМПАНИИ ЗНАЧИТЕЛЬНО СЭКОНОМИТЬ НА ПРОЦЕНТНЫХ ПЛАТЕЖАХ

кости сплава. Со второй половины 2012 года в Китае запрещено производить стальную арматуру без использования феррованадия (продукт переработки и обогащения ванадиевой руды). Это стало одним из факторов роста цен на феррованадий в конце прошедшего года.

Объем использования ванадия на тонну стали в Китае почти в три раза меньше, чем в США и Европе. Похожая ситуация наблюдается во всех развивающихся странах. Это дает основания полагать, что спрос на ванадий будет расти. По прогнозам TTP Squared, Inc (один из крупнейших независимых консультантов на рынке ванадия), цены к 2017 году могут достигнуть $60 за килограмм.

При оценке кредитного качества Atlantic Ltd. мы рассматривали несколько вариантов дальнейшего ценообразования на рынке феррованадия, а также себестоимости производства (таблица 2). В своей финансовой модели мы исходили из того, что, перед тем как в 2014 году выйти на 100% от проектной мощности, в 2013 году Atlantic Ltd. сможет произвести и реализовать только 4300 тонн феррованадия (70% от проектной мощности). В наших прогнозных значениях заложена инфляция издержек в Австралии — 2.5%, а также инфляция на рынке сбыта в США — 1.5%. Стоит отметить, что мы не учитывали риски, связанные с изменением курса AUD/USD.

ВАРИАНТЫ ДАЛЬНЕЙШЕГО ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ НА РЫНКЕ ФЕРРОВАНАДИЯ

Пессимистичный сценарий

Если средняя цена на феррованадий в перспективе следующих пяти лет опустится до $25 за килограмм, а себестоимость производства останется на прогнозном максимуме ($20 за килограмм), то накопленный чистый денежный поток Atlantic Ltd. в период с 2013-го по 2017 год (без учета изменений в оборотном капитале) будет отрицательным (~$50 млн).

Учитывая, что Atlantic Ltd. не обладает на текущий момент достаточным запасом ликвидности, компания будет вынуждена привлечь дополнительные средства для поддержания операционной деятельности в этот период, а также осуществить реструктуризацию своих обязательств (ATIAU-18). В этом случае кредиторы (держатели еврооблигаций ATIAU-18) столкнутся с необходимостью оценки стоимости проекта для осуществления дальнейшего обмена облигаций на акции компании (debt to equity swap).

При описанном выше сценарии мы оцениваем стоимость проекта (при ставке дисконтирования 14%) на уровне $180–190 млн, что предполагает recovery value ATIAU-18 в диапазоне от 45% до 55% от номинала.

Мы считаем, что цена на феррованадий, скорее всего, не будет находиться ниже $25 за килограмм продолжительное время, так как экономическая эффективность работы даже таких крупных ферросплавных заводов, как Midwest Vanadium (с интегрированным месторождением ванадия), сильно снижается. При такой конъюнктуре многие более мелкие игроки будут вынуждены свернуть свой бизнес, что впоследствии может стабилизировать спрос и предложение на уровнях, превосходящих $25 за килограмм.

Кроме того, нельзя исключать вероятность того, что при цене $25 за килограмм феррованадия компания Atlantic Ltd. будет способна снизить издержки до $15 за килограмм. В этом случае компания сможет выйти на соотношение Net Debt/EBIT в районе 4.5x к концу 2017 года.

Базовый сценарий

Базовый сценарий предполагает, что компания Atlantic Ltd. способна генерировать достаточно высокий свободный денежный поток при цене $30 за килограмм феррованадия. Благодаря этому леверидж компании к концу 2017 года, вероятно, достигнет уровней 2–5x в терминах Net Debt/EBIT (см. таблицу 2). При таком уровне долговой нагрузки и конъюнктуре на рынке феррованадия Atlantic Ltd. будет достаточно легко привлечь от $100 до $250 млн для рефинансирования ATIAU-18.

Оптимистичный сценарий

Исходя из нашего понимания поправок, внесенных в условия выпуска ATIAU-18 в ноябре 2012 года, компания

Atlantic Ltd. обязана ежегодно (начиная с июля 2012 года) выкупать часть облигаций ATIAU-18 по цене 105% от номинала на сумму, равную свободному операционному денежному потоку за вычетом капитальных затрат. По словам менеджмента компании, в течение следующих 5–10 лет капитальные затраты будут минимальны, учитывая отсутствие планов по экспансии и текущее состояние нового оборудования на заводе.

В связи с этим при ценах на уровне $35 за килограмм феррованадия значительная часть (до ~80%) выпуска ATIAU-18 будет выкуплена компанией досрочно. Это также поможет компании значительно сэкономить на процентных платежах.

РИСКИ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Среди основных риск-факторов, характерных для компании Atlantic Ltd., мы отмечаем:

1. Продолжительное падение цен до уровней ниже $25 за килограмм феррованадия в совокупности с неспособностью компании снизить себестоимость производства до $15 за килограмм;

2. Технологические проблемы в цепочке производства феррованадия, которые приведут к существенным задержкам в процессе освоения месторождения и последующему кризису ликвидности. Компании Atlantic Ltd. необходимо до конца марта получить разрешение от держателей ATIAU-18 на снижение минимального резерва денежных средств, выделенного под обслуживание долга, до $4.3 млн;

3. Низкую ликвидность выпуска ATIAU-18.

СПРАВКА ПО СЕКТОРУ И ПРОЕКТУ

Месторождение Windimurra, расположенное в Австралии, имеет резервы ванадийсодержащих руд по стандартам JORC в объеме 160 млн тонн, содержащие 0.47% V_2O_5 (пятиокись ванадия). Компания Atlantic Ltd. занимается разработкой ванадиевого месторождения Windimurra, а также производством феррованадия, который продается по спот-ценам через трейдинговые компании Element Commodities Ltd and Wengfu Group. Учитывая наличие режима свободной торговли между США и Австралией, основная часть продаж Atlantic Ltd. будет осуществляться на североамериканском континенте, где цены на феррованадий, как правило, выше, чем в Европе и Китае. На текущий момент производственные мощности проекта составляют 6200–6700 тонн феррованадия в год (около 10% мирового производства феррованадия в год). Имеющихся у Atlantic Ltd. резервов хватит более чем на 28 лет.

Для справки: у «Евраза» — единственного производителя ванадийсодержащей железной руды в России — производственные мощности (в том числе на сторонних предприятиях) составляют примерно 8000 тонн феррованадия в год. Стоит отметить, что в конце 2012 года главным операционным директором Atlantic Ltd. был назначен Даниель Харрис (бывший топ-менеджер «Евраза», занимавшийся развитием ванадиевого бизнеса группы).

Средний показатель EBIT при выходе на проектную мощность в 2014–2017 гг., $ млн				
		Средняя цена реализации феррованадия, $/кг		
		25	30	35
Себестоимость феррованадия, $/кг	15	59.00	90.00	122.00
	17.5	42.00	74.00	105.00
	20	26.00	57.00	89.00
Средняя рентабельность по EBIT (%) в период с 2014-го по 2017 г.				
		Средняя цена реализации феррованадия, $/кг		
		25	30	35
Себестоимость феррованадия, $/кг	15	37.25	47.00	55.00
	17.5	26.75	39.00	47.75
	20	16.00	30.50	40.25
Накопленный чистый денежный поток в период с 2013-го по 2017 г., $ млн*				
		Средняя цена реализации феррованадия, $/кг		
		25	30	35
Себестоимость феррованадия, $/кг	15	60.00	153.00	245.00
	17.5	11.00	104.00	196.00
	20	51.00	55.00	148.00
Соотношение Net Debt/EBIT к концу 2017 г. (x)				
		Средняя цена реализации феррованадия, $/кг		
		25	30	35
Себестоимость феррованадия, $/кг	15	4.66	2.02	0.74
	17.5	7.71	3.12	1.32
	20	10.92	4.91	2.10
Enterprice Value проекта (ставка дисконтирования 14%), $ млн				
		Средняя цена реализации феррованадия, $/кг		
		25	30	35
Себестоимость феррованадия, $/кг	15	340.00	505.00	670.00
	17.5	250.00	415.00	580.00
	20	155.00	325.00	490.00
Recovery Value (%) облигаций ATIAU-18 при различных оценках EV проекта в случае реструктуризации				
		Средняя цена реализации феррованадия, $/кг		
		25	30	35
Себестоимость феррованадия, $/кг	15	101	151	200
	17.5	75	124	173
	20	46	97	146

Источники: Atlantic Ltd.; Shildershoven Capital Management

* Без учета изменений в оборотном капитале

Таблица 2

Варианты дальнейшего ценообразования на рынке феррованадия

Таблица 3

На какие азиатские high yield еврооблигации стоит обратить внимание

Эмитент	Рейтинг эмитента	Страна	Сектор	YTM
LIASNU-16	Ba2/BB	Китай	Пластиковые трубы	6%
MIEHOL-18	B+/B	Китай	Нефть	6.80%
HONGQI-17	BB/BB	Китай	Алюминий	6.90%
CHOGRP-17	Ba2/BB+	Китай	Сталь	7.20%
EPSGF-17	Ba3/BB-	Китай	Водоочистительные сооружения	8.90%
MBNAU-18	Caa1/CCC+	Австралия	Никель	10.30%