Алексей БУЛГАКОВ,
старший аналитик подразделения анализа рынка долговых бумаг,
Sberbank Investment Research

Звон металла

Прошлый год был достаточно сложным для отечественных металлургов в силу того, что отрасль переживала период циклического спада. Для российских производителей стали вторая половина 2013 года была отмечена слабой динамикой показателей при весьма невпечатляющих перспективах. Это обусловлено совокупностью глобальных факторов и тенденций российского рынка.

Чтобы прояснить ситуацию, сложившуюся на российском рынке стали, необходимо обозначить основные характеристики сектора.

- Имеющиеся в России сталелитейные мощности в значительной степени поддерживаются внутренним спросом. Из-за высокого уровня глобализации металлургической отрасли российские производители стали не могут диктовать цены на экспортных рынках.
- Считается, что российские компании входят в число производителей с самыми низкими расходами, но это верно лишь отчасти, поскольку низкие затраты на факторы производства нивелируются расходами на транспортировку с предприятий, расположенных далеко от границ (расстояние до ближайших портов может составлять до 5 тыс. км). Таким образом, денежные производственные затраты, которые раскрывают в отчетности производители, зачастую могут вводить в заблуждение, поскольку они обычно отражают расходы по базису «с завода» и не учитывают стоимость транспортировки готовой продукции.
- За последние 7–8 лет инфляция издержек российских металлургических компаний существенно превысила темпы роста расходов конкурентов. Основными компонентами инфляции издержек являются рост тарифов на транспорт и электричество, укрепление рубля, а также рост расходов на персонал.
- Существенным фактором издержек является весьма среднее качество горнодобывающих мощностей. Чтобы поддерживать добычу на отдельных мощностях, некоторые вертикально-интегрированные компании тратят до половины EBITDA.
- На пике производственного цикла российские сталелитейные предприятия экспортируют 30–40% совокупного объема производства. На долю строительного сектора приходится 50% локального потребления, а остальной объем в основном используется производителями тяжелого оборудования, труб, железнодорожной техники и автомобилей.
- В периоды циклического роста спроса объем продаж на внутреннем рынке повышается и растет премия к очищенной цене экспорта, которая присутствует в

основном за счет той же географической обширности российского рынка (иллюстрация: строительной компании в Тюмени транспортировка тонны стали из Турции будет обходиться условно в $100 за тонну, и поэтому она, скорее, будет приобретать арматуру у предприятий Evraz с премией в $50 за тонну к очищенной экспортной цене). В периоды циклического спада производители в первую очередь обычно сокращают экспорт, пока внутренний спрос остается высоким, а затем увеличивают экспорт полуфабрикатов всех категорий в ответ на снижение внутреннего спроса, вытесняя с рынка менее эффективных иностранных конкурентов.

• Российские производители коксующегося угля в основном ориентированы на внутренний рынок (7% мирового экспорта; за рубеж продается в среднем около 30% добытого сырья), поскольку основные районы добычи угля расположены в глубине страны. Сама по себе добыча угля в России (особенно открытым способом) не требует больших затрат, но транспортировка, несмотря на более низкие по сравнению со сталью железнодорожные тарифы, обходится дорого.

Мировая конъюнктура практически во всех разновидностях металлургии (то есть в производстве как черных, так и цветных металлов) остается циклически слабой в основном по двум причинам: из-за глобального избытка производственных мощностей и замедления экономического роста в странах Восточной Азии. Рост инвестиций в инфраструктуру в странах АТР являлся основным фактором, определявшим неуклонный рост цен практически на все металлы в 2000–2008 годах, и их видимое замедление (не компенсируемое робким началом экономического роста в США) предполагает продолжительную стагнацию мирового спроса на металлы. Мы полагаем, что в 2014 году изменение цен на большинство металлов (за исключением, может быть, никеля) едва ли принесет облегчение большинству компаний отрасли.

При текущих мировых ценах на сталь часть российских сталелитейных компаний, экспортирующих свою продукцию, едва удерживаются на уровне безубыточности (например, предприятия Evraz, расположенные далеко от границ). Некоторые экспортные потоки перенаправляются обратно на российский внутренний рынок, что приводит к увеличению внутреннего предложения и уменьшению премий локальных цен относительно экспортных цен (собственно, в 2013 году они практически исчезли). Впервые с 2004 года экспорт отдельных видов стальной продукции российских сталелитейных предприятий, расположенных далеко от экспортных портов, стал убыточным.

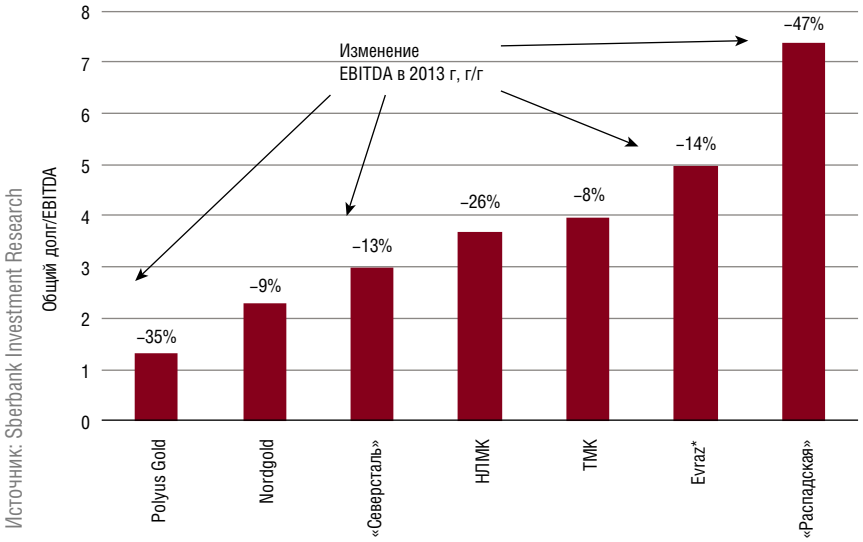
Рисунок 1
Изменение экономической долговой нагрузки Evraz, 2011–2013 гг.

Цены на уголь находятся под давлением глобального перепроизводства, кроме того, на них сказывается побочный эффект сланцевой революции в США: американские производители угля, вытесненные с локального рынка дешевым газом, начали мощную конкуренцию с традиционными экспортерами. Экспортные цены на концентрат коксующегося угля сейчас приблизились к уровню денежной безубыточности экспорта для всех российских производителей. Мы полагаем, что в текущем и следующем годах динамика цен на уголь, скорее всего, будет весьма слабой, в связи с чем финансовое состояние большинства предприятий сектора продолжит ухудшаться.

В целом, на фоне уменьшения прибыльности долговая нагрузка всех предприятий сектора продолжает расти. Так, по итогам 2013 года коэффициент «Долг/EBITDA» НЛМК — компании, у которой все еще два рейтинга инвестиционной категории, — поднимется до 3.5, а тот же коэффициент для Evraz и «Распадской» увеличится до 5.0 и 7.0 соответственно. Некоторые компании сектора по причине не только ухудшения экономической конъюнктуры, но и проводившейся агрессивной и неразумной финансовой политики находятся в состоянии финансового стресса (ЧТПЗ, «РУСАЛ», «Мечел»).

• Стоит отметить, что, несмотря на существенное ухудшение кредитного качества сектора в целом (в частности, увеличение относительной долговой нагрузки, измеря-

ВПЕРВЫЕ С 2004 ГОДА ЭКСПОРТ ОТДЕЛЬНЫХ ВИДОВ СТАЛЬНОЙ ПРОДУКЦИИ РОССИЙСКИХ СТАЛЕЛИТЕЙНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ, РАСПОЛОЖЕННЫХ ДАЛЕКО ОТ ЭКСПОРТНЫХ ПОРТОВ, СТАЛ УБЫТОЧНЫМ



Источник: Sberbank Investment Research

Рисунок 2
Прогноз EBITDA, $ млрд

* С учетом «Распадской».

«МЕЧЕЛ» БУДЕТ ГЕНЕРИРОВАТЬ НЕГАТИВНЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ВПЛОТЬ ДО 2018–2019 ГОДОВ

емой, например, коэффициентом «Долг/EBITDA», и существенного увеличения экономической долговой нагрузки, измеряемой коэффициентом «Чистый долг/EV»), уровень кредитных спредов у торгуемых еврооблигаций за последние два года изменился незначительно. Мы склонны объяснять этот феномен скорее техническими факторами (такими, как возросший в 2012–2013 годах, на фоне очень низких процентных ставок, интерес к номинально высокодоходным инструментам), нежели оценкой рынком кредитного качества сектора.

• Позитивным обстоятельством является то, что многие интегрированные сталелитейные компании вполне адекватно отреагировали на ухудшение ситуации в отрасли, изменили стратегические приоритеты и перешли от наращивания мощностей и недостаточно обоснованных глобальных амбиций к повышению эффективности и оптимизации ассортимента, придерживаясь принципов финансовой дисциплины в распределении капитала. Четыре крупнейшие российские сталелитейные компании (Evraz, НЛМК, ММК и «Северсталь») реализуют программы, нацеленные на повышение эффективности производства, и наиболее капиталоемкие этапы этих программ, по-видимому, уже завершены. Большинство компаний сектора также начали реализацию программ продаж непрофильных активов, что является дружественным для кредиторов способом снижения долговой нагрузки. Основным препятствием для планов существенного снижения уровня долга за счет продаж активов является то, что оценочные коэффициенты практически на все активы сектора весьма невысоки, а у большинства возможных покупателей нет ни ликвидности на покупку, ни «запаса прочности» баланса на приобретения.

• По нашему мнению, все предприятия сектора, не находящиеся в явном стрессе, в случае сохранения мировых цен на сталь приблизительно на текущих уровнях смогут пройти продолжающийся спад конъюнктуры, почти не пострадав, — во-первых, скажутся принимаемые меры по улучшению эффективности (для всех крупных российских производителей стали мы ожидаем увеличение EBITDA по итогам 2014 года на 0–10%), во-вторых, видимо, на структуре издержек позитивным образом отразится ослабление рубля и «заморозка» тарифов естественных монополий, а в-третьих, видимо, наиболее проблемным компаниям сектора будет в какой-то мере оказана государственная поддержка.

ГОСУДАРСТВЕННАЯ ПОДДЕРЖКА ОТРАСЛИ: ЧЕГО МОЖНО ОЖИДАТЬ

Тема государственной поддержки в последнее время стала очень актуальна для держателей облигаций ряда компаний со слабыми кредитными характеристиками. Рынок помнит мощную поддержку российских металлургических компаний, оказанную правительством во время кризиса 2008–2009 годов (прямые бюджетные ссуды Evraz и «Металлоинвесту», ссуды госбанков «РУСАЛу», «Мечелу», ТМК). В настоящее время инвесторы предвидят вероятность повторения сценария «выкупа» у кредиторов проблемных компаний государством и госбанками и в существующих рыночных условиях. Интересно, что в 2009–2013 годах многие крупные правительственные чиновники высказывались за расширение перечня «конечных бенефициаров убытков» в случаях операций по спасению (или не спасению) проблемных компаний.

Стоит отметить, что на фоне непростой ситуации на внутреннем и внешних рынках и в преддверии сезонного зимнего спада на локальном строительном рынке в СМИ стали регулярно появляться сообщения об интенсификации лоббистских усилий ключевых акционеров и управляющих российских металлургических компаний по получению финансовой поддержки у государства.

Премьер-министр РФ Дмитрий Медведев в конце ноября провел совещание с генеральными директорами и владельцами российских горно-металлургических компаний, в том числе «Мечела», ОК

«РУСАЛ», Evraz, ТМК и других. По информации СМИ, на встрече обсуждались следующие вопросы: возможность государственной поддержки компаний сектора (в том числе предоставление госгарантий по рефинансированию кредитов), реструктуризация неэффективных мощностей (включая оплату части расходов компаний на переселение сотрудников после закрытия ряда предприятий), уровень экспортных пошлин и меры ограничения импорта из Украины и Китая.

По итогам освещения встреч в СМИ у нас сложилось впечатление, что правительство на нынешнем этапе скорее склонно стимулировать компании, которые столкнулись с проблемами, к принятию дополнительных мер по повышению эффективности, что, учитывая фундаментальную проблему всей металлургической отрасли (высокую инфляцию издержек), наверное, является разумным подходом. В частности, стоит отметить существенно ослабленные требования к социальной составляющей оптимизации издержек (программа субсидий на профессиональную переподготовку и переселение рабочих устаревших предприятий, которые должны быть закрыты), фактическое ослабление курса национальной валюты, а также провозглашенную временную политику «замораживания» тарифов естественных монополий. Мы полагаем, что такие меры антикризисной поддержки отрасли обеспечат лишь краткосрочное улучшение ситуации, в то время как основное внимание следует уделять повышению конкурентоспособности российских производителей на мировом рынке (то есть снижению себестоимости, внедрению новых технологий и так далее). Кроме того, подобные меры имеют скорее средний горизонт эффективности и не помогают решить проблему рефинансирования короткого долга таких компаний, как, например, «Мечел».

Стоит также отметить, что схема финансовой поддержки отрасли, собственно, уже существует и регулируется постановлением Правительства № 825 от 14 августа 2012 года. Данное постановление было принято специально для предотвращения коллапса ЧТПЗ (проблемы компании были связаны не с финансовым кризисом, а, скорее, с нелогичной инвестиционной политикой и прямым выводом акционерами средств с ее баланса). В рамках данной программы государство может предоставлять гарантии объемом до 50% от ссуд, предоставляемых российскими банками российским же юридическим лицам для рефинансирования существующего долга. С точки зрения банков-кредиторов, высвобождение капитала от данной гарантии позволяет предоставить компании новую ликвидность (в размере, не превышающем высвободившийся капитал), что в теории позволяет банкам заместить прочие категории кредиторов, если их доля в структуре долга проблемной компании невелика. Например, в структуре задолженности ЧТПЗ доля держателей локальных облигаций (которые были полностью выкуплены по оферте непосредственно перед реструктуризацией банковского долга) была менее 5% из более чем $3 млрд долга компании. Для эмитентов с существенной долей в структуре долга рыночных инструментов и ссуд от иностранных банков (таких, как Evraz) возможность использования данного механизма имеет меньшую целесообразность, чем для эмитентов, уже имеющих кредиты большого объема от российских банков.

Если говорить о структуре долга «Мечела», то из порядка $10 млрд общего долга около 15% составляют локальные облигации (все находящиеся в обращении выпуски компании, по данным Cbonds, за вычетом выпусков объемом 15 млрд руб., конвертированных ВТБ в ссуды компании), 10% — долг перед иностранными кредиторами (синдицированная ссуда, большей частью выкупленная хедж-фондами) и около 75% — долг перед госбанками в приблизительно равной пропорции. При данной структуре долга фактическое замещение держателей облигаций и иностранных кредиторов новым долгом госбанкам при условии предоставления госгарантий в рамках существующей программы представляется вполне посильной задачей при важном условии, что «Мечел» не будет генерировать существенных негативных денежных потоков.

Строго говоря, по консенсус-прогнозу аналитиков фондового рынка, «Мечел» будет генерировать негативные денежные потоки вплоть до 2018–2019 годов. Тем не менее главным основанием для этого прогноза является высокая потребность компании в инвестициях в Эльгинское месторождение в Якутии, финансирование которого в рамках другой государственной программы взял ВЭБ, предоставив кредитную линию объемом $2,5 млрд. Данная линия не может направляться на погашение существующего долга, но пока практически не использована. Считается, что прочие активы «Мечела» в настоящий момент генерируют скорее нейтральные денежные потоки, так что замещение одной категории долга другой, дающее компании долгосрочную передышку для завершения инвестиций в Эльгинское месторождение, теоретически может помочь.

Тем не менее еще большее увеличение долговой нагрузки компании влечет за собой необходимость обслуживать еще больший объем долга. Компания с долговой нагрузкой в объеме «Долг/EBITDA» 10x физически не может генерировать позитивные денежные потоки, получая кредитные средства по ставкам, близким к рыночным. Именно поэтому предпринимаемые лоббистские усилия компании сконцентрированы на дополнение к существующей программе поддержки в виде субсидий по выплачиваемым процентным ставкам в какой-то форме. Представляется, что от успеха этих усилий существенным образом зависят перспективы беспроблемного выхода держателей рублевых облигаций компании.

В случае невозможности использования существующей программы поддержки или серьезных задержек в переговорах с правительством о предоставлении госгарантий (все кредитующие банки, по сообщениям «Интерфакса», уже увеличили объем кредитных лимитов, предоставляемых на компанию) можно, наверное, предполагать выставление компанией предложения держателям облигаций о замене обращающихся выпусков на более долгосрочные, по примеру ТГК-2. Объявленное компанией завершение продажи феррохромных активов повышает вероятность исполнения компанией своих обязательств по оферте по четырем выпускам облигаций общим объемом 20 млрд руб. в январе–феврале 2014 года, но перспективы выпусков, подлежащих офертам в сентябре 2015-го — июне 2016 года, остаются неопределенными.