

RatingsDirect®

Сталелитейные компании стран ЕМЕА готовятся еще к одному году слабого спроса и низкой рентабельности

Ведущий кредитный аналитик:

Андрей Николаев, Париж (33) 1-4420-7329; andrey_nikolaev@standardandpoors.com

Второй контакт:

Карл Нитвельт, Париж (33) 1-4420-6751; karl_nietvelt@standardandpoors.com

Содержание

Резюме

Финансовые показатели останутся слабыми на фоне нулевого экономического роста

Ухудшение прогноза развития экономики может привести к понижению рейтингов

В результате слабого баланса предложения и спроса показатели рентабельности останутся под давлением

Сталелитейные компании стран ЕМЕА готовятся еще к одному году слабого спроса и низкой рентабельности

После медленного экономического роста в 2012 г. металлургические компании Европы, Ближнего Востока и Африки (регион ЕМЕА) в текущем году переживают дальнейшее ухудшение условий в отрасли, а перспективы на 2014 г., по мнению Службы кредитных рейтингов Standard & Poor's, неопределенны. В отрасли, где спрос зависит от роста ВВП, мы ожидаем, что нулевой рост ВВП в Европе в 2013 г. приведет к дальнейшему снижению реального спроса на сталь на 2-3%. Видимый (apparent) спрос на сталь, который учитывает изменения объемов запасов покупателей, должен остаться в целом стабильным после значительного снижения реального и видимого спроса в 2012 г. на 5% и 10% соответственно (оценка).

Мы полагаем, что в этих условиях показатели прибыли европейских металлургических предприятий шести крупнейших сталелитейных компаний, которым мы присваиваем рейтинги в странах ЕМЕА, останутся слабыми и в целом будут соответствовать уровню 2012 г. Пережив несколько трудных в конкурентном отношении лет, многие производители стали в настоящее время демонстрируют характеристики кредитоспособности ниже уровня, который мы считаем соответствующим кредитным рейтингам. Мы полагаем, что основным способом снижения уровня финансового рычага компаний в сложных условиях 2013 г. станет продажа активов и выпуск акций. Отсутствие таких мер, обеспечивающих приток денежных средств, может привести к дальнейшему понижению рейтингов металлургических компаний, о чем свидетельствует большое количество негативных прогнозов по рейтингам.

Резюме

- Мы ожидаем, что реальный спрос на сталелитейную продукцию продолжит снижаться в 2013 г., однако видимый спрос останется стабильным, что будет поддерживать операционные показатели компаний отрасли на уровне 2012 г.
- Согласно нашему базовому сценарию нулевого роста ВВП продажа активов и выпуск акций будут одними из основных факторов, которые могут позволить компаниям снизить долговую нагрузку и сохранить текущий уровень кредитного рейтинга.
- Согласно нашему альтернативному сценарию снижения экономического роста в Европе в 2013 г. (что не учитывается в наших рейтингах) вероятен целый ряд негативных рейтинговых действий, поскольку компании имеют лишь ограниченные возможности реагировать на ухудшение экономических условий.

В условиях неблагоприятного экономического сценария рецессии в Европе в 2013 г. давление на характеристики кредитоспособности металлургических компаний, по нашему мнению, может усилиться. В настоящее время эта возможность не учитывается в рейтингах Standard & Poor's, и наши экономисты считают, что вероятность

Сталелитейные компании стран EMEA готовятся еще к одному году слабого спроса и низкой рентабельности

реализации такого сценария составляет лишь один к четырем. Вместе с тем, учитывая ограниченные возможности компаний по сдерживанию воздействия ухудшающихся рыночных условий на их деятельность, в соответствии с этим сценарием мы ожидаем усиления давления на рейтинги всех эмитентов (хотя и в разной степени), в том числе компаний, которые в настоящее время имеют «стабильный» прогноз по рейтингам.

Мы присваиваем рейтинги шести металлургическим компаниям региона EMEA: зарегистрированной в Люксембурге ArcelorMittal (BB+/Негативный//B), российским Evraz Group S.A. (B+/Стабильный/-), ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат» (НЛМК; BBB-/Негативный/-) и ОАО «Северсталь» (BB+/Стабильный/-), шведской SSAB AB (BB+/Негативный/B) и немецкой ThyssenKrupp AG (BB/Негативный/B). В настоящее время только НЛМК имеет рейтинг инвестиционной категории («BBB-» или выше). Вместе с тем мы полагаем, что рейтинг компании может утратить инвестиционный статус в 2013 г., поскольку показатели рентабельности НЛМК остаются под давлением.

Финансовые показатели останутся слабыми на фоне нулевого экономического роста

Согласно нашему базовому сценарию мы ожидаем, что прибыль европейских металлургических предприятий в среднем останется на уровне 2012 г. Показатели отдельных производителей будут выше или ниже среднего — в зависимости от масштаба присутствия на других рынках и от деталей контрактов конкретной компании. В частности, мы ожидаем, что показатели ThyssenKrupp за финансовый год, заканчивающийся в сентябре 2013 г., будут ниже показателей предшествующего года, поскольку компания имеет значительную долю среднесрочных контрактов, что создает лаг сроком от трех до шести месяцев между снижением спотовой рыночной цены и снижением прибыли компании. Кроме того, финансовый год ThyssenKrupp начинается с очень слабого 4-го квартала 2012 г. Напротив, ArcelorMittal сможет обеспечить рост показателей в 2013 г., если ее сталелитейные предприятия в США, на долю которых приходится около 30% EBITDA группы, продемонстрируют более высокие результаты. Мы ожидаем, что в 2013 г. рост экономики США составит около 3%, что приведет к повышению спроса и прибыли. Еще более важным позитивным фактором для EBITDA ArcelorMittal будут результаты деятельности в горнодобывающем сегменте, который обеспечил 25% EBITDA компании за девять месяцев 2012 г. (см. диаграмму 2). Мы ожидаем, что умеренный рост объемов добычи железной руды в 2013 г. должен компенсировать возможное снижение цен на железную руду. В настоящее время мы закладываем в наш прогноз консервативную цену на железную руду на уровне в среднем 120 долл./т за год по сравнению со 130 долл./т в 2012 г. и спотовой ценой 151 долл./т в настоящее время. Мы также ожидаем, что деятельность предприятий SSAB в США останется одним из основных факторов, определяющих рентабельность группы. Позитивное влияние на показатели компании в 2013 г. должно также оказать увольнение 450 рабочих и увеличение мощности в сегменте производства нишевых продуктов.

Диаграмма 1

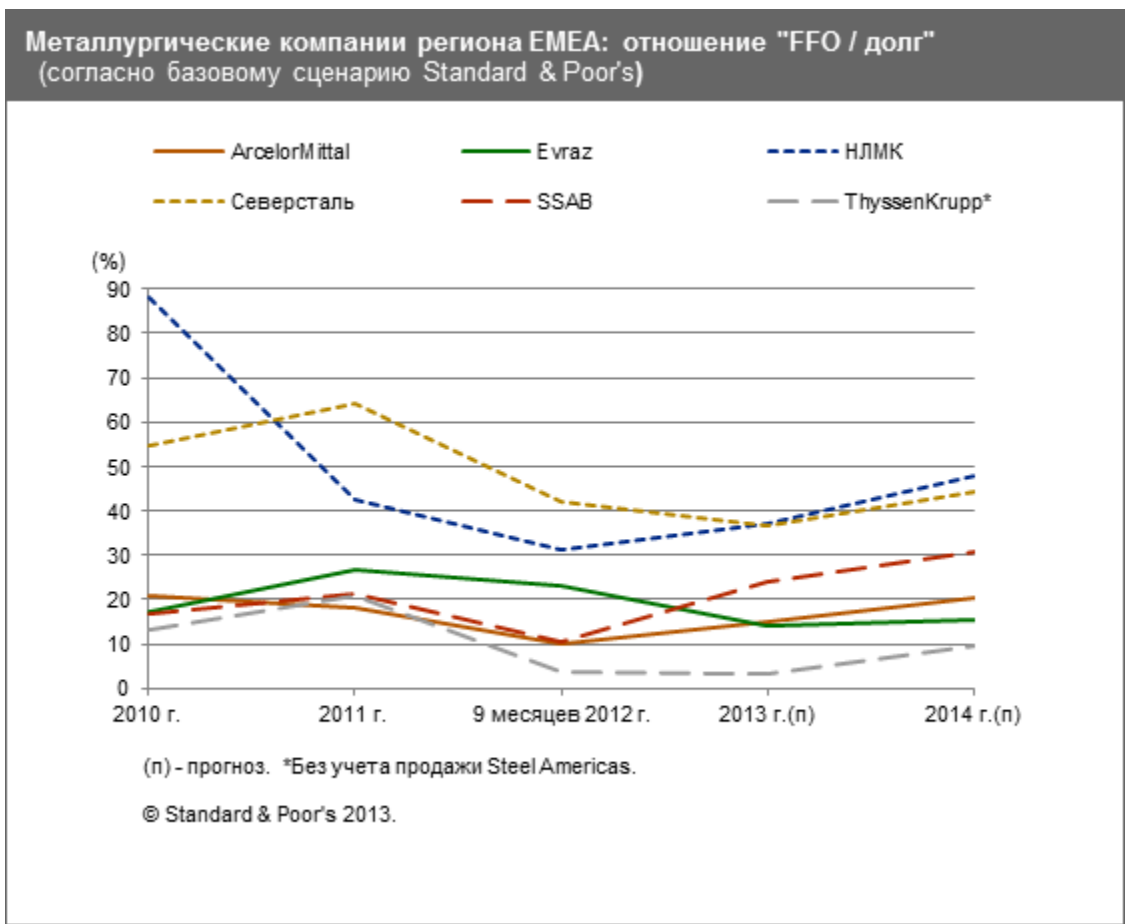
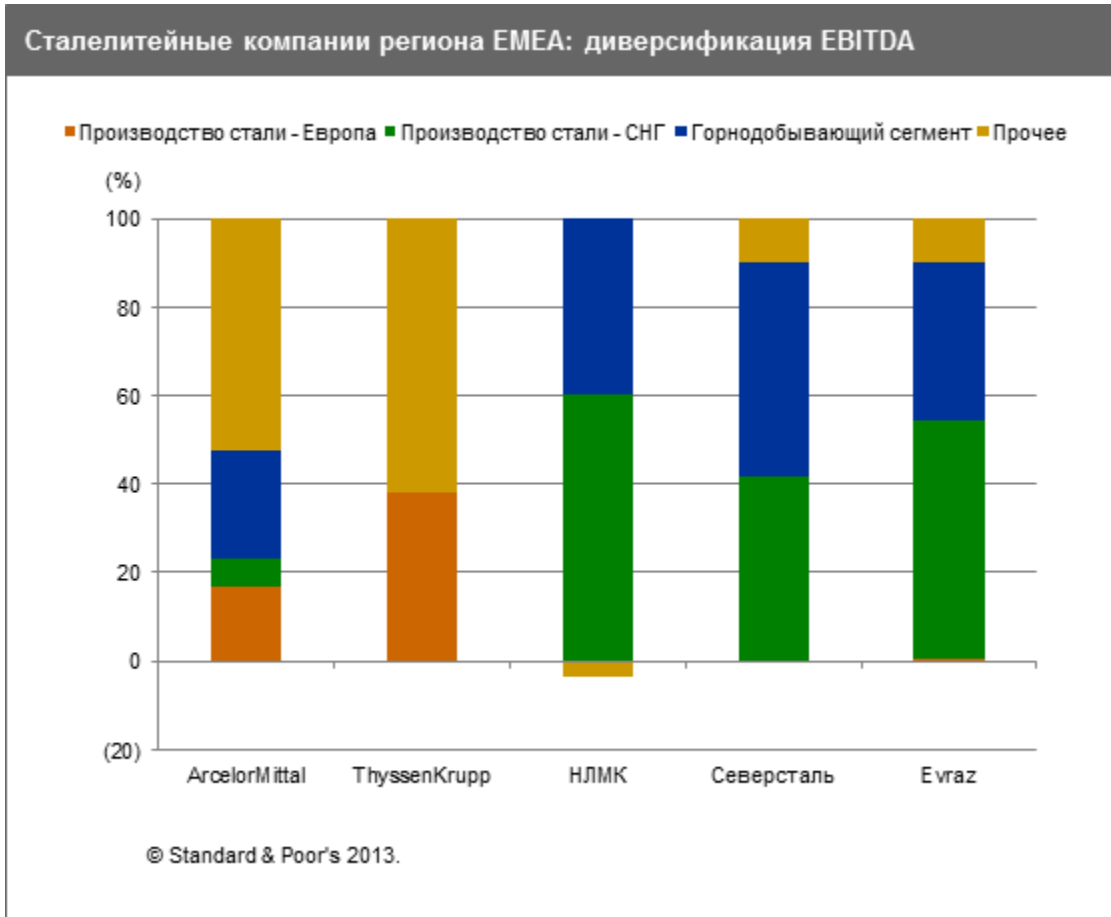


Диаграмма 2



По нашему мнению, российские металлургические компании будут и в дальнейшем использовать преимущества низкозатратного производства и улучшение ситуации на внутреннем рынке для поддержания загрузки производственных мощностей на уровне, близком к оптимальному. Тем не менее в 2013 г. показатели их маржи будут находиться под давлением, а уровень прибыли, вероятнее всего, не изменится по сравнению с 2012 г. Кроме того, российские компании будут по-прежнему получать значительную часть EBITDA от своего горнодобывающего сегмента.

Мы ожидаем, что в таких неблагоприятных экономических условиях только SSAB и НЛМК будут демонстрировать положительное значение свободного денежного потока от операционной деятельности (FOCF) благодаря более низкому уровню капитальных расходов, поскольку обе группы практически завершили выполнение инвестиционных программ. Мы считаем, что большинство компаний (в том числе ArcelorMittal, «Северсталь» и Evraz) будут генерировать денежный поток, обеспечивающий уровень безубыточности, за счет сокращения капитальных расходов либо их сохранения на уровне, близком к уровню расходов на техническое обслуживание. Мы также ожидаем, что FOCF ThyssenKrupp будет нейтральным. Вместе с тем мы полагаем, что компания будет испытывать давление ввиду отрицательной величины FOCF, генерируемой компаниями Inoxum и Steel Americas, выведенными

из состава группы. По нашим оценкам, эта величина составит немного более 1 млрд евро. Inoxum была продана только в конце 1-го финансового квартала года, а продажа Steel Americas вряд ли будет завершена до 2-го полугодия календарного года даже в случае заключения сделки. Основная часть отрицательного значения FOCF будет нейтрализована притоком денежных средств от продажи Inoxum в декабре прошлого года.

Стремясь обеспечить нейтральное значение дискреционного денежного потока, ThyssenKrupp и ArcelorMittal уже сократили объем дивидендов. По нашему мнению, другие компании также сократят выплаты в 2013 г.

Продажи активов и выпуск акций могут способствовать сокращению долга

Мы полагаем, что в сложных в настоящее время условиях операционной деятельности очень немногие европейские металлургические компании смогут улучшить характеристики кредитоспособности при помощи повышения операционных показателей. К тому же их капитальные расходы и дивидендные выплаты уже находятся на низком уровне. Поэтому мы ожидаем, что продажа активов и выпуск акций могут стать основным способом снижения уровня финансового рычага.

ArcelorMittal уже выпустила акции объемом 1,75 млрд долл. и облигации с обязательной конвертацией объемом 2,25 млрд долл. в январе 2013 г. Выпуск этих ценных бумаг, а также недавняя продажа 15% акций ArcelorMittal Mines Canada и умеренное улучшение показателя EBITDA (в частности, на американских предприятиях группы) должны способствовать улучшению отношения «FFO / долг» с 10% по состоянию на 30 сентября 2012 г. примерно до 15% в 2013 г.

Мы полагаем, что основным фактором, обуславливающим возможное улучшение характеристик кредитоспособности для ThyssenKrupp, будет продажа компании Steel Americas, которая генерирует отрицательное значение EBITDA и FOCF. В противном случае характеристики кредитоспособности группы, вероятнее всего, останутся очень слабыми: отношение «FFO / долг» составит менее 10%. Мы можем понизить рейтинг ThyssenKrupp на две ступени в зависимости от динамики FOCF группы и возможных действий ее руководства.

Мы также ожидаем, что в 2013 г. характеристики кредитоспособности НЛМК останутся ниже пороговых значений, которые мы считаем соответствующими текущему уровню рейтинга «BBB-», вследствие сохраняющейся низкой рентабельности, несмотря на умеренное сокращение долга, которое мы учитываем в рейтинге. Характеристики кредитоспособности SSAB в 2013 г. могут улучшиться до уровня, соответствующего текущему рейтингу, благодаря повышению показателей прибыли согласно нашему базовому сценарию и, что особенно важно, положительной величине генерируемого FOCF, что, в свою очередь, должно способствовать снижению уровня финансового рычага. По нашему мнению, характеристики кредитоспособности «Северстали» и Evraz в настоящее время предусматривают некоторый запас в рамках рейтинговой категории, и мы ожидаем, что в 2013 г. на фоне сложных условий в отрасли они останутся достаточными, хотя и продемонстрируют некоторое снижение.

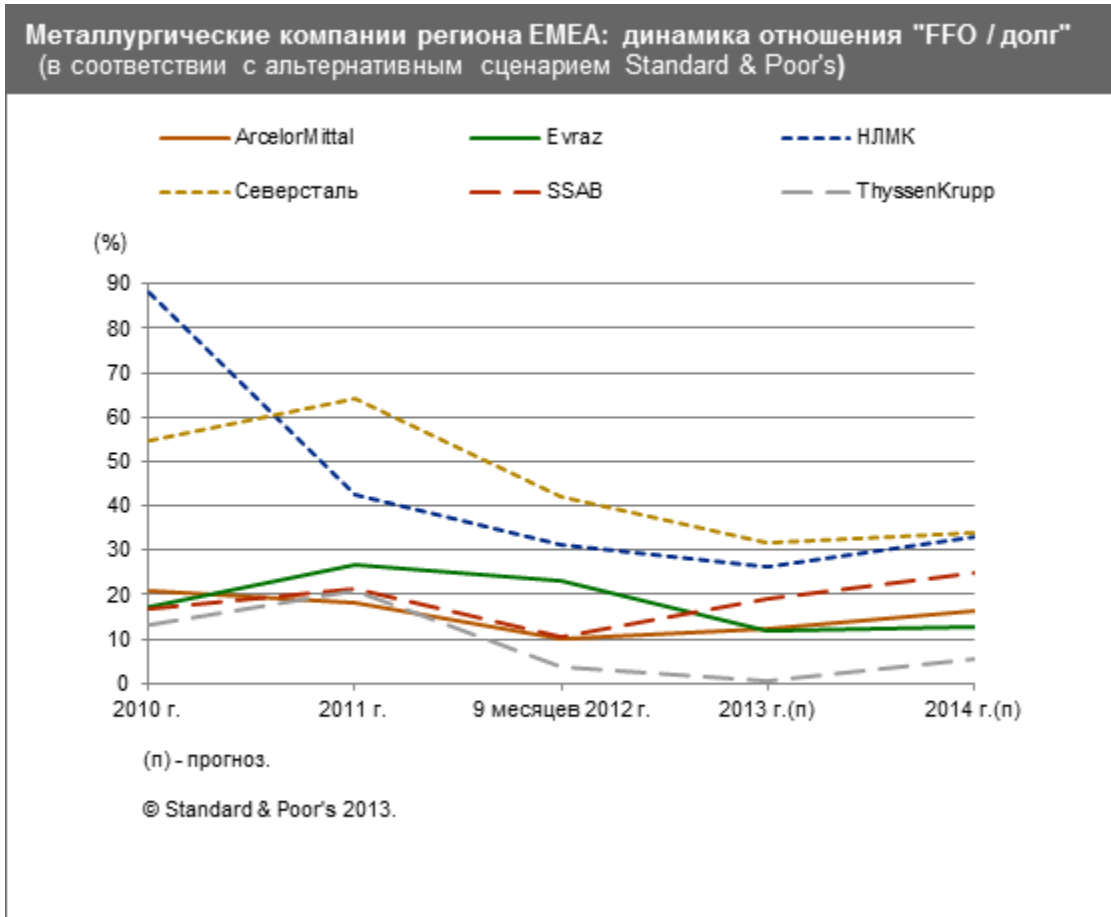
По нашим прогнозам, в 2014 г. отрасль должна продемонстрировать улучшение показателей прибыли и характеристик кредитоспособности благодаря небольшому росту спроса на сталь. Тем не менее мы полагаем, что это

улучшение будет очень постепенным, а показатели EBITDA останутся ниже уровней 2010-2011 гг. до тех пор, пока не начнется возможное ускорение роста в 2015-2016 гг. Принимая во внимание текущие изменения мирового предложения и спроса на сталь, мы не считаем, что отрасль может вернуться к таким же уровням сверхприбыли, как в 2007-2008 гг., на пике цикла. Кроме того, восстановление экономического роста будет по-прежнему зависеть от улучшения экономической ситуации в Европе и во всем мире. В противном случае слабые характеристики кредитоспособности и негативная тенденция динамики рейтингов могут сохраниться в 2014 г.

Ухудшение прогноза развития экономики может привести к понижению рейтингов

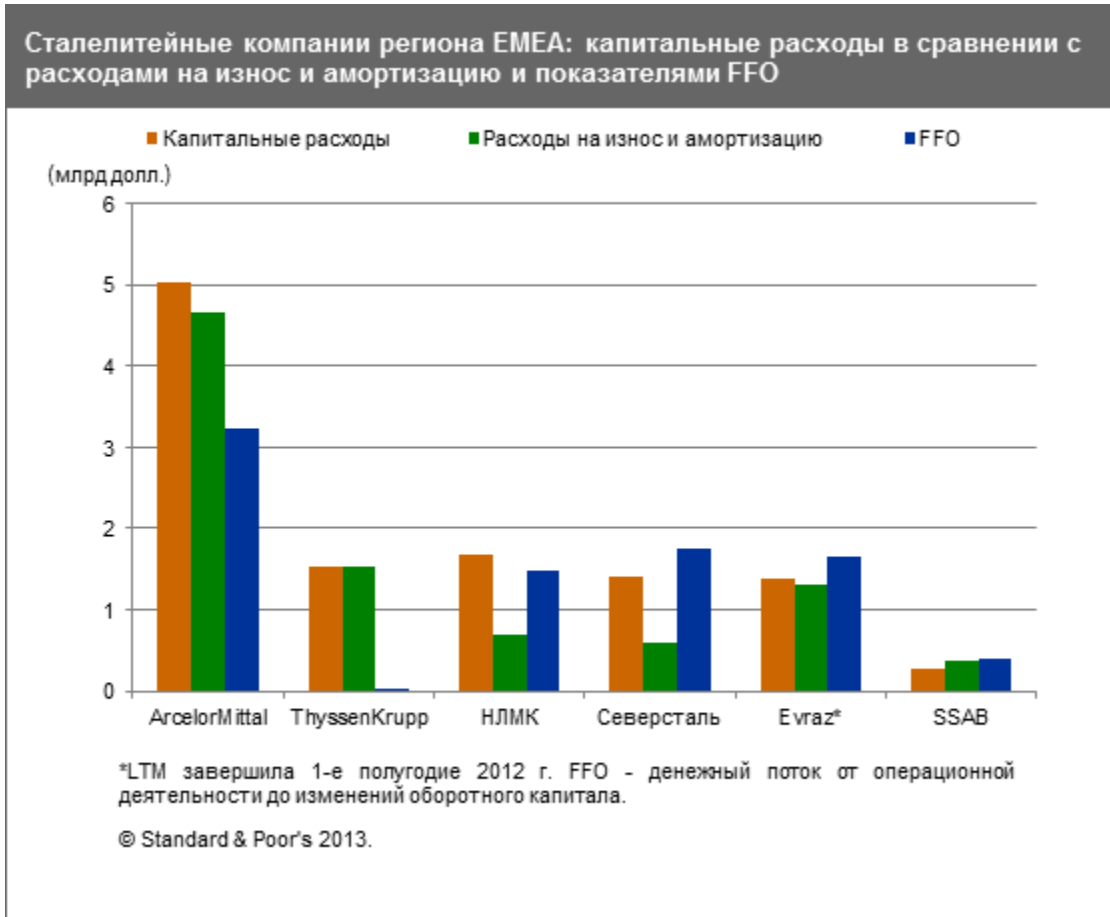
Мы полагаем, что прогноз для металлургических компаний региона ЕМЕА может стать еще более неблагоприятным, чем предусмотрено в нашем базовом сценарии. Более глубокая рецессия, при которой ВВП стран еврозоны снизится на 1,6% в 2013 г. и останется без изменений в 2014 г., является основной зоной риска. В настоящее время экономисты Standard & Poor's оценивают вероятность такого сценария как один к четырем (дополнительную информацию см. в статье «Еврозона вступает в 2013 год в условиях неопределенности и возможной новой рецессии», опубликованной 13 декабря 2012 г.). Мы предполагаем, что в случае рецессии реальный и видимый спрос на сталь снизятся примерно на 5%, в результате чего коэффициент загрузки производственных мощностей составит менее 70% в течение года, а показатели EBITDA компаний продолжат снижаться. В настоящее время эти изменения не предусматриваются в нашем базовом сценарии, и в случае их реализации они, вероятнее всего, приведут к дальнейшему понижению рейтингов компаний металлургической отрасли, поскольку большинство из них имеют лишь ограниченные возможности сохранения характеристик кредитоспособности при ухудшении условий в отрасли.

Диаграмма 3



Прежде всего большинство компаний имеет небольшой запас в рамках текущих рейтингов. Во-первых, эти компании предусмотрели очень низкий уровень капитальных расходов в своих бюджетах на 2013 г. (см. диаграмму 4) — немногим выше уровня расходов на техническое обслуживание. Как показывает сравнение с расходами на амортизацию, в 2011-2012 гг. капитальные расходы уже были на низком уровне. Во-вторых, компании уже сократили объем дивидендов. Любые продажи активов, которые может рассматривать руководство компаний, будет трудно осуществить в условиях рыночной нестабильности. Наконец, мы полагаем, что программы обеспечения эффективности и сокращения производственных мощностей будет трудно реализовать ввиду сопротивления со стороны профсоюзов и государственных органов. Кроме того, выполнение таких программ обычно требует авансовых расходов и значительного времени для получения отдачи.

Диаграмма 4



Еще один риск связан с ценами на железную руду и уголь, на долю которых приходится значительная часть прибыли ArcelorMittal и российских производителей стали. Эти сырьевые товары сильнее зависят от темпов роста экономики Китая, основного мирового импортера, и поэтому в меньшей степени чувствительны к изменениям слабой европейской экономики. Однако если рецессия в Европе приведет к изменению настроений инвесторов или в случае замедления темпов роста китайской экономики, цены на сырьевые товары также снизятся, что приведет к дальнейшему ухудшению показателей вертикально интегрированных компаний.

Наконец, если не подтвердится наша оценка экономического роста в США (примерно на 3%) и связанного с ним улучшения ситуации на американском рынке стали, то ArcelorMittal и SSAB вряд ли смогут улучшить свои показатели EBITDA. Кроме того, ThyssenKrupp будет труднее продать компанию Steel Americas.

В результате слабого баланса предложения и спроса показатели рентабельности останутся под давлением

Негативный прогноз для сталелитейной отрасли определяется нашими ожиданиями сохранения неблагоприятного

баланса предложения и спроса. Учитывая, что спрос на сталь зависит от роста ВВП и что наши экономисты ожидают нулевой рост ВВП в еврозоне, мы прогнозируем дальнейшее снижение реального спроса на сталь в 2013 г. примерно на 2-3% (см. диаграммы 5, 6 и 7). Это обусловлено тем, что для реального спроса на сталь обычно необходим рост ВВП на уровне не ниже 1-2%, а также нашими прогнозами относительно снижения роста или стагнации в основных отраслях, которые являются потребителями стали, в 2013 г. По нашим оценкам, видимый спрос на сталь (учитывающий изменение товарно-материальных запасов клиентов) будет превышать реальный спрос и в целом не изменится по сравнению с предыдущим годом. Клиенты, вероятнее всего, будут иметь значительные потребности в возобновлении запасов после их существенного сокращения во 2-м полугодии 2012 г.

Диаграмма 5

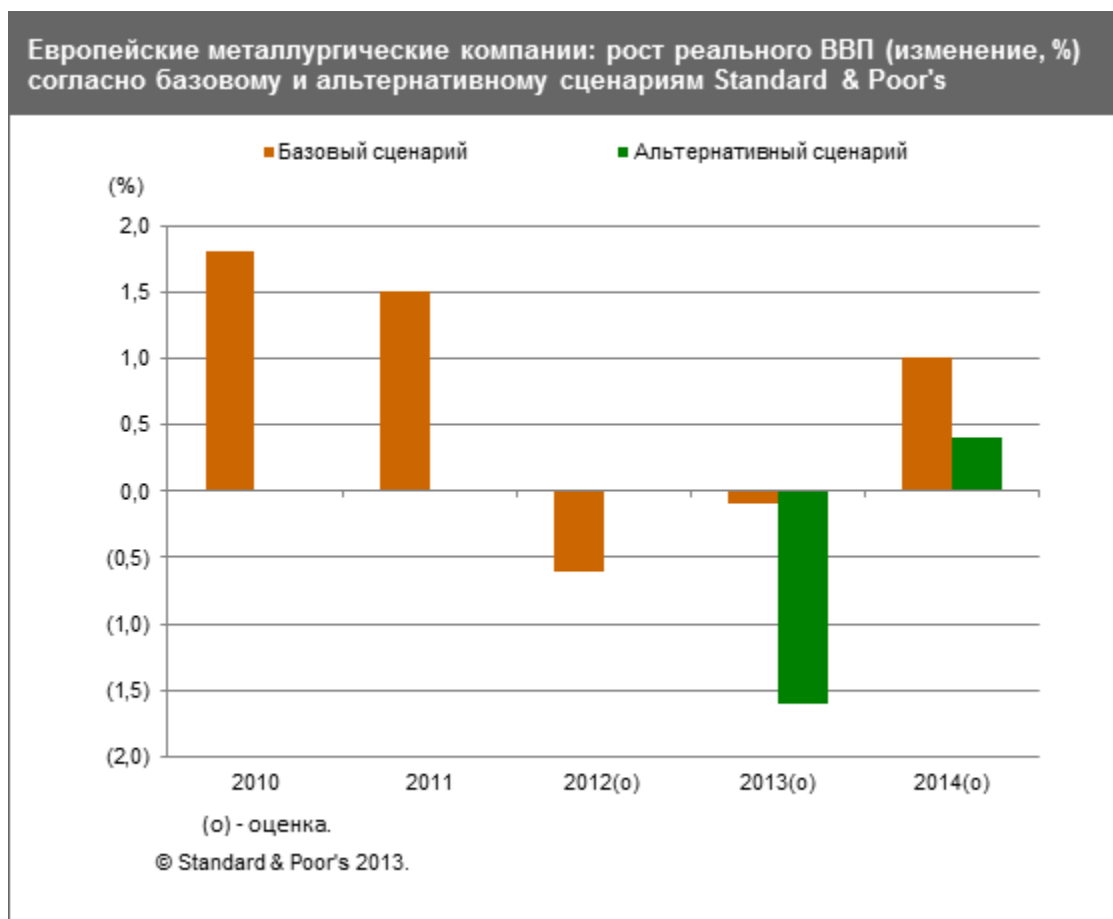
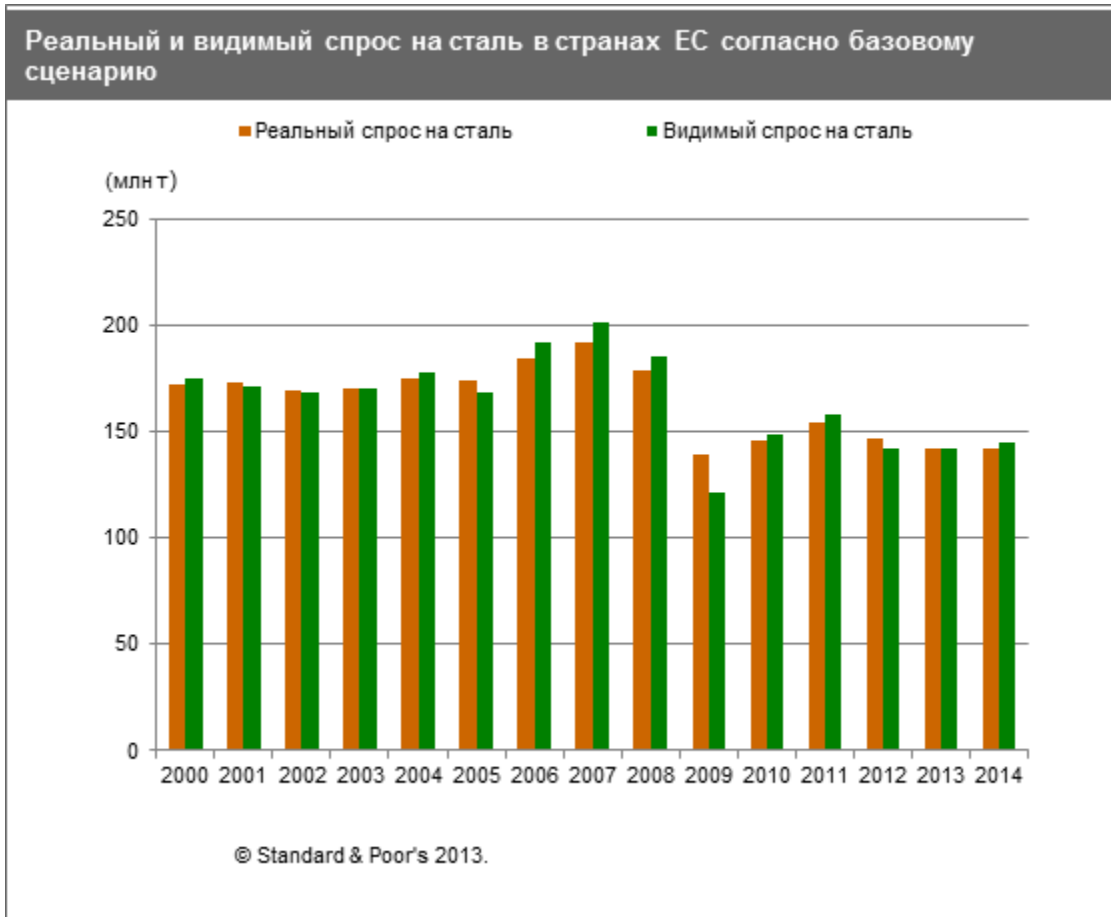


Диаграмма 6



Диаграмма 7



Что касается предложения, мы ожидаем, что государственные органы и профсоюзы западноевропейских стран будут и в дальнейшем препятствовать комплексной реструктуризации отрасли, которая могла бы привести к сокращению избыточных мощностей с высокими издержками. Вместе с тем мы считаем, что в новых условиях мировой сталелитейной отрасли производители стали в Европе занимают в основном неблагоприятное положение на мировой кривой затрат вследствие недостатка внутренних источников сырья, высоких затрат на энергоносители и рабочую силу и жестких экологических требований. Поэтому мы считаем, что коэффициенты использования производственных мощностей у западноевропейских производителей стали будут и в дальнейшем почти всегда составлять 70-80% (см. диаграмму 8). В такой ситуации показатели маржи останутся под давлением в результате высоких постоянных затрат на производство одной тонны стали, с одной стороны, а с другой стороны — ввиду незначительного спреда между ценами на сталь и сырье, который не может улучшиться до тех пор, пока производители стали не восстановят свою конкретную позицию, которая позволила бы им сильнее влиять на ценообразование.

Диаграмма 8



В 2014 г. мы прогнозируем лишь умеренное улучшение баланса предложения и спроса. Мы ожидаем, что реальный спрос на сталь в целом останется стабильным на фоне низкого роста ВВП на уровне 1%, а видимый спрос может незначительно увеличиться вследствие улучшения прогноза развития экономики. По нашему мнению, в России сохранится благоприятная ситуация. Мы прогнозируем дальнейшее повышение спроса на сталь благодаря значительному росту ВВП в России (на 3-4%) и расходам на развитие инфраструктуры в связи с проведением Зимних Олимпийских игр в Сочи в 2014 г. и Чемпионата мира по футболу в 2018 г. Вместе с тем российские производители стали, на наш взгляд, сталкиваются с такими же проблемами, что и европейские. От 40 до 60% производимой стали они экспортируют на рынки ЕС и тесно связанные с ними рынки ближневосточного региона. Поэтому динамика российских экспортных и внутренних цен на сталь сильно зависит от изменений на европейском рынке, а показатели маржи в России могут существенно повыситься только в случае улучшения баланса предложения и спроса в Европе. Тем не менее мы ожидаем, что показатели маржи российских производителей стали останутся намного выше показателей аналогичных европейских компаний, учитывая существенные преимущества российских компаний в уровне издержек и интеграцию в производство сырья.

На наш взгляд, колебания цен на сырьевые товары не будут оказывать значительного влияния на показатели маржи

Сталелитейные компании стран EMEA готовятся еще к одному году слабого спроса и низкой рентабельности

невертикально интегрированных сталелитейных компаний в 2013 г., даже несмотря на то, что временной лаг между изменением цен на сырье и цен на сталь может способствовать волатильности квартальных показателей. Тем не менее компании, которые генерируют значительную часть EBITDA в горнодобывающем сегменте (ArcelorMittal и российские производители), будут подвержены рискам, связанным с изменениями цен на сырье, в случае снижения цен на железную руду и уголь.

© 2013 Standard & Poors Financial Services LLC. Все права защищены.

Модификация, обратная разработка, воспроизведение или распространение контента (в том числе рейтингов, результатов кредитного анализа, данных о кредитоспособности, оценок, а также моделей, компьютерных программ и иных приложений и выходных данных, полученных на основе Контента) полностью или частично — в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было способами, а также его хранение в базах данных и поисковых системах без предварительного полученного письменного разрешения Standard & Poor's Financial Services LLC или его структурных подразделений (вместе - S&P) запрещены. Незаконное или несанкционированное использование Контента запрещено. Компания S&P и независимые провайдеры, а также их директора, должностные лица, акционеры, сотрудники или агенты (далее — «Стороны S&P») не гарантируют точность, полноту, своевременность и пригодность Контента. Стороны S&P не несут ответственности ни за какие ошибки или упущения (по неосторожности и других обстоятельствах) независимо от их причины, за последствия использования Контента, а также за защиту и хранение данных, введенных пользователем. Контент предоставляется на условии «как есть». СТОРОНЫ S&P НЕ ДАЮТ НИКАКИХ ВЫРАЖЕННЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, В ЧАСТНОСТИ (НО НЕ ТОЛЬКО) ГАРАНТИЙ СООТВЕТСТВИЯ НАЗНАЧЕНИЮ ИЛИ ПРИГОДНОСТИ К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ В КАКИХ-ЛИБО ИНЫХ ЦЕЛЯХ, ГАРАНТИЙ ОТСУТСТВИЯ ПРОГРАММНЫХ ОШИБОК И ДЕФЕКТОВ, ГАРАНТИЙ БЕСПЕРЕБОЙНОЙ РАБОТЫ КОНТЕНТА И ЕГО СОВМЕСТИМОСТИ С ЛЮБЫМИ НАБОРАМИ АППАРАТНЫХ ИЛИ ПРОГРАММНЫХ УСТАНОВОК. Стороны S&P ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные, случайные, присуждаемые в порядке наказания, компенсаторные, штрафные, определяемые особыми обстоятельствами дела убытки и издержки, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущенный доход, упущенную выгоду и скрытые издержки или убытки, причиненные по неосторожности), связанные с каким бы то ни было использованием Контента, — даже будучи предупрежденными о возможности таких последствий.

Результаты кредитного анализа и других видов анализа, включая рейтинги и утверждения, содержащиеся в Контенте, представляют собой мнения, причем мнения на дату их выражения, и не являются констатацией факта. Мнения S&P, исследования, и оценка рейтинга (описанные ниже) не являются рекомендацией покупать, удерживать до погашения или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения и не касаются вопроса пригодности той или иной ценной бумаги. S&P не обязуется обновлять Контент после публикации в той или иной форме (том или ином формате). Полагаться на Контент не следует, поскольку он не может заменить собой знания, способность суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных и иных бизнес-решений. S&P не выполняет функции фидуциария или инвестиционного консультанта, за исключением случаев регистрации в качестве такового. S&P получает информацию из источников, являющихся, по его мнению, надежными, но не проводит аудит и не берет на себя обязанность по проведению всесторонней проверки или независимой верификации получаемой информации.

По мере того, как регулирующие органы позволяют рейтинговому агентству в определенных целях регулирования подтверждать в одной юрисдикции рейтинг, присвоенный в другой юрисдикции, S&P оставляет за собой право присваивать, отзывать или приостанавливать такое подтверждение в любое время и по своему усмотрению. Стороны S&P отказываются от каких-либо обязательств, как бы то ни было, вытекающих из присвоения, отзыва или приостановления подтверждения рейтинга, а также какой-либо ответственности за любой ущерб, заявленный, как понесенный в результате указанных действий.

Некоторые виды деятельности бизнес-подразделений S&P осуществляются отдельно для обеспечения их независимости и объективности. Поэтому одни бизнес-подразделения S&P могут располагать информацией, которой нет у других бизнес-подразделений. В S&P действуют правила и процедуры, предназначенные для обеспечения конфиденциальности определенной непубличной информации, получаемой в ходе каждого аналитического процесса.

S&P может получать вознаграждение за присвоение рейтингов и определенные виды кредитного анализа. Как правило, оно выплачивается эмитентами или андеррайтерами ценных бумаг, а также должниками по обязательствам. S&P оставляет за собой право на распространение своих мнений и аналитических материалов. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P публикуются на веб-сайтах — www.standardandpoors.com (доступ — бесплатный), а также www.ratingsdirect.com, www.globalcreditportal.com и www.spcapitaliq.com (доступ по подписке), но могут распространяться и другими способами, в том числе через публикации S&P и независимых дистрибьюторов. Дополнительную информацию, касающуюся оплаты наших рейтинговых услуг, можно получить по адресу: www.standardandpoors.com/usratingsfees.