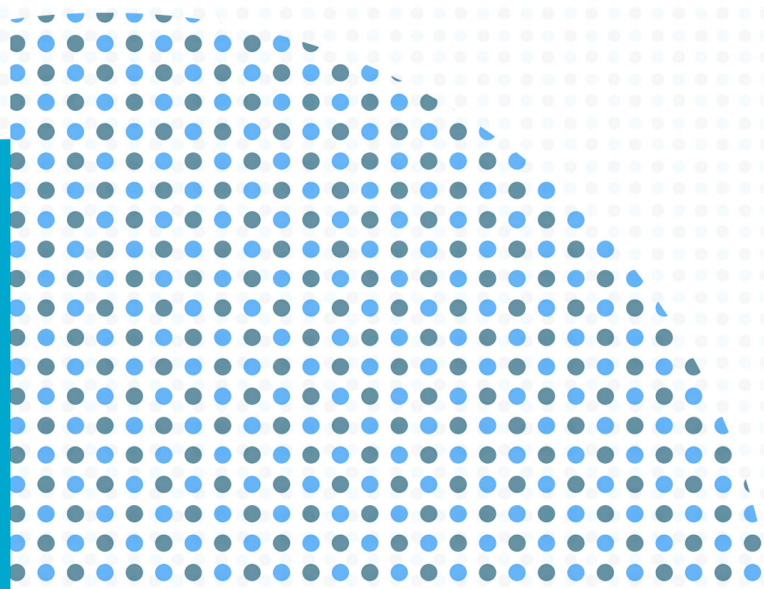


Дефолты

в металлургической отрасли 2015-2019



Дефолты в металлургической отрасли 2015-2019

Специфика металлургической отрасли обуславливает высокие риски дефолтов.

Металлургия примерно раз в 5 лет испытывает резкое снижение финансовых показателей во время циклических спадов на рынке. При этом отрасль капиталоемкая и для осуществления проектов по модернизации или просто поддержанию мощностей в работе, приходится брать на себя риск и привлекать крупные суммы на долговом рынке. Те компании, которые на момент циклических кризисов оказываются в середине инвестиционного цикла или имеют высокую долговую нагрузку, зачастую становятся неплатежеспособными.

Долговая нагрузка в отрасли критически высока.

По данным OECD показатель Чистый долг/EBITDA в отрасли в 2016 г. составлял 4,5, а средний уровень 2012-2016 гг. – около 4,0. При спаде

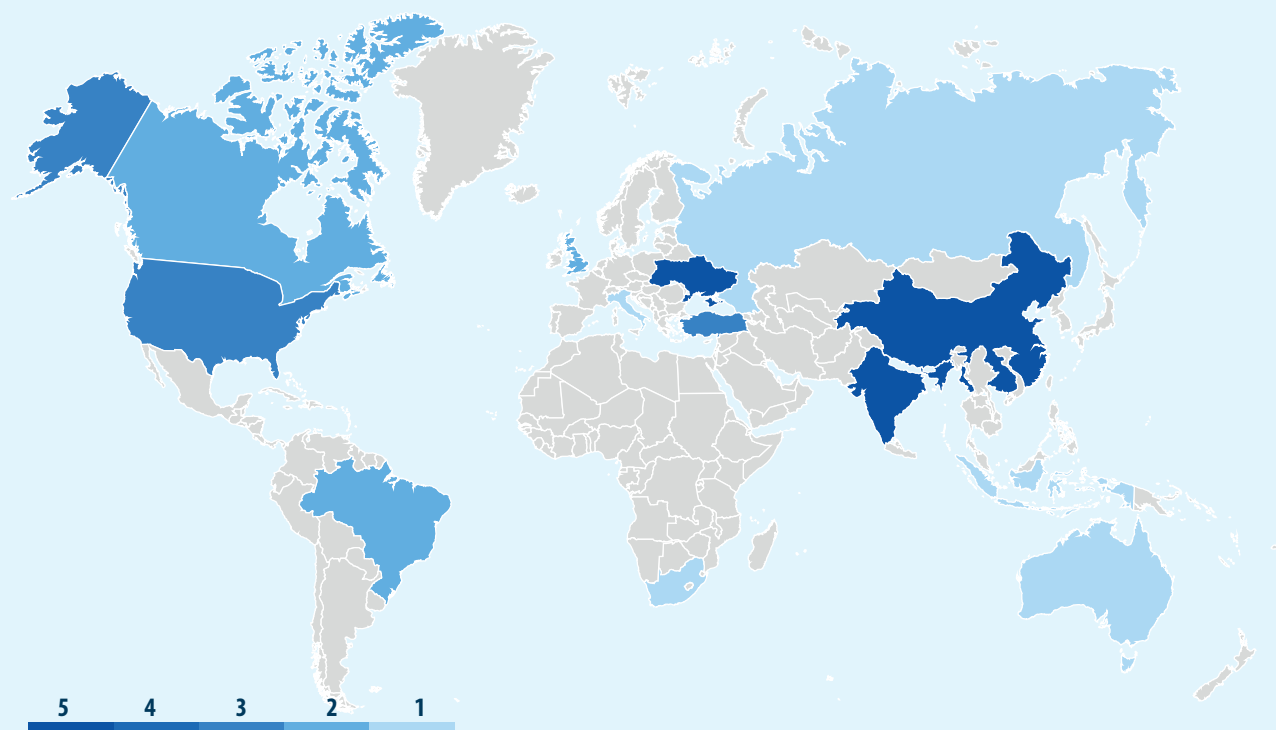
на рынке данный показатель вырастает до 5-6, что говорит о высокой вероятности не обслужить долги. Так как это среднее значение показателя, то у ряда компаний оно значительно выше.

Особую важность в таких условиях играет доступ к капиталу.

Компании из стран с развитыми финансовыми рынками привлекают долг на длинный срок и, таким образом, снижают риск попадания сроков погашения долга на неблагоприятный период. Компании из развитых стран имеют больше шансов на рефинансирование задолженности.

Этот тезис подтверждается практически отсутствием в списке банкротов компаний из развитых стран, за небольшими исключениями, которые связаны, как правило, с действиями государства. На British Steel ключевое влияние оказал Brexit. Несколько кейсов

Количество дефолтов в металлургической отрасли в разрезе стран в 2015-2019 гг., ед.



связаны с запретом компаниям осуществлять деятельность ввиду значительного вреда для окружающей среды: Ilva, ERP Iron Ore. Делает разницу и стоимость привлечения средств: от 1-2% в ЕС (Thyssenkrupp-2023 – 1,875%) до 10,25% в Украине (Интерпайп-2024).

Компании из развивающихся стран более подвержены дефолтам.

Как правило это происходит после циклических спадов на рынке:

- Индия в 2017 г. – 5 дефолтов,
- Турция в 2019 г. – 3 дефолта,
- Китай 2016-2018 гг. – 5 дефолтов,
- Бразилия 2016-2017 гг. – 2 дефолта,
- Украина 2009-2015 гг. – 5 дефолтов.

Зачастую причиной дефолтов становятся неудачные M&A сделки.

Интересен кейс с российской вертикально-интегрированной компанией Мечел, которая провела целый ряд крупных сделок как до кризиса 2008-2009 г., так уже и после, когда столкнулась с проблемами. Ярким примером является покупка Донецкого электрометаллургического завода в 2011 г. за \$537 млн. Но уже в 2012 г. Мечел пытался продать завод. Много разговоров по поводу активности на рынке слияний-поглощений Liberty House Санджива Гупты, предрекающих компании проблемы. Например, осенью 2019 г. компания Infrabuild, австралийский актив группы, не смог разместить облигации в полном объеме несмотря на купон в 12%. Liberty House в течение 2017-2019 гг. завершил сделок со «стрессовыми» активами, которым для эффективной работы нужно вливание капитала.

Ситуация усугубляется избытком мощностей в отрасли.

Хотя к 2019 г. ситуация улучшилась, и уровень использования мощностей вырос до 81,6%, все равно

на рынке присутствует 420 млн. т свободных мощностей. Это создает постоянное давление предложения на рынок даже в периоды хорошего спроса. Соответственно, маржа производителей долгосрочно недостаточна для существенных инвестиций и снижения долговой нагрузки. Средняя рентабельность по EBITDA компаний отрасли составляет 10%.

10% средний уровень рентабельности по EBITDA в отрасли

Высокую важность приобретает процесс прогнозирования

Например, цены на ЖРС с января по декабрь 2014 г. снизились на 50%, а к сентябрю 2015 г. – еще на 20%. Цены на арматуру в 2019 г. упали на 15% за 4 месяца с июля по октябрь. Текущая ситуация с эпидемией коронавируса также повышает неопределенность и грозит резким падением как экономике Китая, так и ценам на сырьевые товары. Учитывая слабую предсказуемость ситуации, компании очень аккуратно подходят к реализации инвестиционных проектов и сделкам слияния-поглощения. Важная задача для компаний – обеспечение устойчивости и правильного баланса между темпами развития и снижением рисков.

Слабое развитие в металлургической отрасли инструментов хеджирования.

Актуальность данных инструментов растет с повышением волатильности на рынке. Фьючерсный рынок недавно работает только в Китае (руда, арматура). По мнению World Steel Dynamics, кризис 2019 г. подтолкнет к развитию рынка деривативов на металлопродукцию и за пределами Китая, так как необходимость хеджировать ценовой риск как никогда велика.

В Украине практически все крупные участники металлургического рынка прошли через процедуру технического дефолта.

Все компании привлекли значительные обязательства, в т.ч. за рубежом, для реализации крупных инвестиционных проектов:

- ИСД вкладывал значительные суммы в модернизацию Алчевского МК и Алчевского КХЗ. Заявленные суммы инвестиций в 2005-2008 гг. составляли \$3,5 млрд. В результате, на тот момент, заводы являлись наиболее технически современными в Украине, а ИСД в 2007 г. занимал 25-е место среди крупнейших металлургических компаний мира.
- Интерпайп инвестировал \$700 млн. в строительство электросталеплавильного завода, на замену мартеновского цеха Нижнеднепровского ТЗ.
- Метинвест Холдинг в 2008-2013 гг. инвестировал \$4,4 млрд. в модернизацию как металлургических, так и горнорудных активов.
- Донецксталь смогла построить самую технически продвинутую обогатительную фабрику в Европе, также строили электросталеплавильный завод. Инвестиции в течение 2010-2013 гг. составили около \$1 млрд.
- Ferrexpo вкладывал в повышение эффективности Полтавского ГОКа и строил два новых. Сумма капитальных инвестиций за 2007-2014 гг. составила \$2 млрд.

В период кризисов 2008-2009 гг. и 2014-2015 гг. компании столкнулись с трудностями при обслуживании данных долгов. Конфликт на Донбассе и потеря активов нанесли по отрасли серьезный удар. Как результат, ИСД и Донецксталь фактически прекратили свое существование.

4,0

средний уровень Чистого долга к EBITDA в отрасли

Риски дефолтов в будущем возрастут.

Глобальные тренды обуславливают в отрасли ситуацию, когда несмотря на долгосрочно слабую конъюнктуру, компании вынуждены наращивать инвестиции для сохранения конкурентоспособности. Это скорее усугубит ситуацию с долговой нагрузкой в отрасли, что повысит риски новых дефолтов в перспективе 3-5 лет.

Капиталоемкий бизнес в циклической отрасли, в развивающихся странах несет в себе высокие риски. Для украинских производителей ситуацию могли бы изменить:

- Улучшение инвестиционного климата – для повышения возможностей рефинансирования, привлечения средств на более длительный срок;
- Взвешенная регуляторная политика – для повышения предсказуемости и предотвращения негативного влияния на конкурентоспособность;
- Развитие внутреннего рынка металлопродукции – для повышения устойчивости бизнеса в кризисные моменты.

Кейсы дефолтов в металлургической отрасли в мире

Страна	Предприятие	Год	Примечание
США	Bayou Steel Group	2019	Процедура банкротства инициирована компанией. Компания пострадала от повышения импортных тарифов на лом из Китая. В 2019 г. группа Liberty Steel получила одобрение суда на покупку Bayou Steel.
Индонезия	Krakatau Steel	2019	Компания провела реструктуризацию задолженности перед банками-кредиторами. Неплатежеспособность вызвана наплывом дешевого китайского импорта и проблемами внутреннего менеджмента (коррупция при закупках).
ЮАР	Robor	2019	Производитель труб. Находится на ликвидации в результате сокращения спроса на внутреннем рынке ЮАР, наплыва китайского импорта и потери конкурентоспособности после повышения тарифов на электроэнергию
Турция	Özborsan Pipe	2019	Производитель сварных труб, крупнейший в стране. 80% продукции экспортировалось. Негативно на предприятие повлияло падение цен на мировых рынках, пошлина в США.
Великобритания	British Steel	2019	Компания нуждается в ликвидности для покрытия убытков. ЕС в результате Brexit отказал компании в бесплатных квотах на выбросы CO ₂ , в связи с чем компания запросила помощи у государства для осуществления платежей за выбросы. Негативно на результаты компании также повлияли падение спроса внутри страны и девальвация фунта. Покупку активов компании рассматривало множество игроков: Liberty Steel, Erdemir, Evraz, Saarlsh, Jingye Group.
Турция	ÇEL-MER Çelik Endüstrisi	2018	Один из крупнейших производителей стали в стране. Начал испытывать трудности с обслуживанием долгов после девальвации лиры и падения спроса на внутреннем рынке Турции.
Канада	Hamilton Spec. Bar	2018	Процедура банкротства инициирована кредиторами. В 2018 г. компания ликвидирована.
Китай	Kingtec Steel Corporation	2018	Процедура банкротства инициирована самой компанией. Среди причин – ухудшение бизнес-условий (в т.ч. замедление роста спроса на сталь), высокие расходы на сырье и транспортировку готовой продукции (из-за удаленного расположения завода), высокая долговая нагрузка.
Китай	Xilin Iron & Steel Group Co Ltd	2018	Металлургический комбинат. Компания согласовала с кредиторами план реструктуризации задолженности.

Кейсы дефолтов в металлургической отрасли в мире

Страна	Предприятие	Год	Примечание
США	ERP Iron Ore	2018	Производитель ЖРС. Процедура банкротства инициирована компанией. ERP Iron Ore пыталась перезапустить производство окатышей на заводах, приобретенных у компании-банкрота Magnetation, но Environmental Protection Agency выступила против, т. к. не было необходимого оборудования для контроля загрязнения окружающей среды. Активы компании проданы на аукционе. Завод в Иллинойсе приобрела PPL Acquisition Group, завод в Миннесоте - Altos Hornos de Mexico.
Индия	Adhunik Metaliks	2017-2019	Предприятие оказалось не в состоянии обслуживать долги в сумме \$110 млн. Интерес к покупке активов проявлял Liberty House, но кредиторы не согласовали план санации, предприятие проходит процедуру ликвидации.
Индия	Essar Steel	2017	Ситуацию с платежеспособностью компании усугубило банкротство американской дочки Essar Steel Minnesota. Это проект по строительству ГОКа и фабрики окомкования. Сумма инвестиций - \$2,2 млрд. Essar Steel была гарантом выполнения обязательств своего американского проекта. Процедура банкротства инициирована банками по указанию Центробанка Индии. В 2019 г. завод приобретен консорциумом ArcelorMittal и Nippon Steel.
Индия	Monnet Ispat	2017	Проблемы начались в 2014 г., когда Верховный Суд Индии аннулировал лицензии угольных шахт предприятия и наложил штрафные санкции. Ситуацию усугубило падение цен из-за китайского демпинга. Процедура банкротства инициирована банками по указанию Центробанка Индии. В 2018 г. завод приобретен консорциумом Aion Investments и JSW Steel.
Индия	Bhushan Steel	2017	Процедура банкротства инициирована банками по указанию Центробанка Индии. В 2018 г. завод приобретен Tata Steel.
Индия	Electrosteel Steels	2017	Процедура банкротства инициирована банками по указанию Центробанка Индии. В 2018 г. завод приобретен Vedanta Ltd.
Бразилия	Aço Cearense	2017	Компания оказалась в середине инвестиционного цикла, когда в 2014 г. в отрасли наступил кризис, резко упали цены и компания не смогла погасить долг порядка \$400 млн. В результате реструктуризации в 2018 г. компания списала 50% долга.

Кейсы дефолтов в металлургической отрасли в мире

Страна	Предприятие	Год	Примечание
Китай	Chongqing Iron and Steel Company	2017	Металлургический комбинат. Причины банкротства – избыток мощностей в отрасли, низкие цены на сталь, рост расходов на рабочую силу. Компания успешно провела реструктуризацию задолженности при вмешательстве Baosteel. В конце текущего года Baosteel может приобрести Chongqing Iron and Steel.
Австралия	Arium	2016	Процедура банкротства инициирована компанией. В 2017 г. приобретена Liberty House Group.
Китай	Bohai Steel Group	2016	Причиной банкротства стало падение цен на сталь до рекордных минимумов в 2015 г., после чего компания не смогла обслуживать кредиты. В январе 2019 г. суд одобрил план реструктуризации. Согласно нему, активы Bohai Steel будет разделена на 2 части: стальные (17 компаний) и нестальные (31 компания). Часть стальных активов планирует приобрести Tangshan Delong Steel. Реструктуризация затянулась из-за споров между местным правительством и кредиторами.
Бразилия	MMX Mineracao	2016	Компания занималась производством ЖРС. Причина банкротства – перегруженность долгами на фоне падения цен на сырье в 2014-2015 гг. Компания не смогла достичь ожидаемых финансовых результатов.
Турция	Yolbulan Metal	2016	Производитель длинного проката. Находится в процедуре добровольного банкротства. Долг компании в 2016 г. составлял порядка \$70 млн. или 50% от годового дохода. Причина банкротства – падение спроса на продукцию, волатильность цен, укрепление иностранных валют
Китай	Dongbei Special Steel	2016	Производитель специальных марок стали. Процедура банкротства инициирована банками-кредиторами. Компания провела реструктуризацию долгов и продолжает работать.
Италия	Ilva	2015-2020	В 2015 г. признано неплатежеспособным в связи с невозможностью обслуживать долг в размере €3 млрд. Причина – мощности компании остановлены в результате признания компании виновной в значительных объемах вредных выбросов и нанесении ущерба здоровью. Завод национализирован, в последствии продан ArcelorMittal, который рассматривает отказ от сделки.
Великобритания	Teesside Steelworks	2015	Комбинат полного цикла. Несколько раз менял собственника с 1999 г., периодически останавливался, последний раз в 2014 г. в связи со снижением спроса на производимую продукцию. Ликвидирован.
США	Magnetation LLC	2015	Производитель окатышей. Банкротство связано с избытком предложения железной руды, из-за которого упали цены. Компания ликвидирована.
Канада	U.S. Steel Canada	2014	Металлургический комбинат. Процедура банкротства инициирована компанией. В 2016 г. продана Bedrock Industries.

Кейсы дефолтов в металлургической отрасли Украины и СНГ

Страна	Предприятие	Год	Примечание
Украина	Ferrexpo	2015	Компания самостоятельно предложила инвесторам реструктуризацию еврооблигаций и провела ее в 2015 г. в два этапа (в феврале - \$500 млн. и июне - \$287 млн.). Общая сумма кредитов и займов компании на конец 2014 г. составляла \$1,3 млрд. Средства привлекались для реализации проектов строительства двух новых ГОКов. По состоянию на конец 2014 г. долговая нагрузка компании не была столь значительной. EV/EBITDA составлял 1,4. В 2015 г. – 2,8.
Украина	Метинвест Холдинг	2014-2017	В результате конфликта на Донбассе и резкого падения цен на ЖРС и металлопродукцию, осенью 2014 г. Метинвест Холдинг обратился к кредиторам с предложением о реструктуризации еврооблигаций на сумму \$500 млн. В 2015-2017 гг. была проведена реструктуризация долга объемом \$2,29 млрд. Уже в начале 2018 г. группа смогла вновь выйти на долговой рынок, выпустила новые еврооблигации, рефинансировала имевшуюся задолженность и привлекла новые средства.
Россия	Мечел	2013-2020	Кризис компании вызван неэффективными поглощениями и рискованной финансовой политикой. Реструктуризация долга проводилась с 2013 г. несколько раз, так как в кризис 2014-2015 гг. компания вновь оказалась неспособна обслуживать обязательства. Ввиду значительных выплат по кредитным обязательствам, капитальные инвестиции были в значительной степени сокращены. В 2018 г. долг составлял \$9.16 млрд., в основном перед российскими госбанками. Компания работает с достаточно высокой рентабельностью по EBITDA – 19% за 9 мес. 2019 г. EV/EBITDA компании в 2015 г. находился на уровне 11, в 2018 г. – 5,6, в 2019 г. – 6,9. В 2019 г. кредиторам был отправлен запрос на продление сроков погашения долга с 2020 г. до 2024 г.

Страна	Предприятие	Год	Примечание
Украина	ИСД	2009-2015	В результате кризиса 2008-2009 гг. корпорация оказалась не способна обслуживать долг в размере около \$3,0 млрд., который был привлечен для реализации крупных инвестпроектов. Достигнуть соглашения о реструктуризации с кредиторами не удалось, кредиторам оплачивались только проценты. В 2010 г. контрольный пакет акций корпорации был продан консорциуму российских инвесторов. Потеря активов в результате конфликта на Донбассе и падение цен на мировых рынках в 2014-2015 гг. сделало ИСД окончательно неплатежеспособным.
Украина	Интерпайп	2009-2019	В 2009 г. компания допустила дефолт по банковским кредитным линиям и еврооблигациям на \$200 млн. Причины связаны с отрицательным денежным потоком и существенными инвестиционными расходами на строительство электрометаллургического завода на замену мартеновским печам Нижнеднепровского ТХЗ. В 2010 г. Интерпайп реструктуризовал еврооблигации. В 2011 г. реструктуризированы долги перед банками на \$877 млн. В 2013 г. Интерпайп снова допустил дефолт. Причина связана с отказом России выделить квоты на беспошлинные поставки труб. Реструктуризация долгов завершена только в 2019 г.
Украина	Донецксталь	2009-2018	На момент мирового экономического кризиса компания имела большой кредитный портфель, который формировался для реализации инвестпроектов. Ухудшение конъюнктуры рынка не позволило обслуживать долги. В 2010-2011 гг. проведена реструктуризация. В 2017 г. группа утратила контроль над активами в Донецке и перестала погашать долги. В 2018 г. долю в компании приобрел Метинвест Холдинг.

ООО «ГМК-Центр»
ЕГРПОУ 42306047
01024 Украина г. Киев ул. Шелковичная 42-44
+38 044 333 76 18

Директор

Станислав Зинченко

+38 044 333 76 18
s.zinchenko@gmk.center

Главный аналитик

Андрей Тарасенко

+38 044 333 76 18
a.tarasenko@gmk.center

Аналитик, к.э.н.

Андрей Глущенко

+38 044 333 76 18
a.glushchenko@gmk.center

Данный отчет может быть использован только в информационных целях.

Приведенные в отчете аналитические исследования, выводы являются достоверными только с учетом указанных предположений и ограничительных условий. Выводы и рекомендации являются личными, беспристрастными и профессиональными суждениями сотрудников ООО «ГМК-Центр».

Сотрудники ООО «ГМК-Центр» не имеют личной или финансовой заинтересованности в предмете исследования.

Исследования базируются на информации из общедоступных источников, в том числе средств массовой информации и сети Интернет. ООО «ГМК-Центр» считает эту информацию достоверной и не проводит независимую проверку ее точности и полноты. ООО «ГМК-Центр» не несет ответственности за достоверность использованной информации.

Приведенные в отчете выводы актуальны лишь на дату отчета. Изменение рыночных, макроэкономических, политических условий может привести к значительным изменениям результатов исследования.

Отчет предназначен для использования исключительно в качестве целого документа. Разделение или изменение любого раздела или страницы запрещены и делают отчет недействительным.