

ЛАРИСА ЛОЗНОВА

Управляющий директор — руководитель международной практики рейтингов нефинансовых организаций

+7 (495) 139 04 88

larissa.loznova@acra-ratings.ru

ВАСИЛИЙ ТАНУРКОВ

Директор, группа корпоративных рейтингов

+7 (495) 139 03 44

vasilii.tanurcov@acra-ratings.ru

ИЛЬЯ МАКАРОВ

Директор, группа корпоративных рейтингов

+7 (495) 139 04 80, доб. 220

ilya.makarov@acra-ratings.ru

АЛЕКСАНДР ГУЩИН

Директор — руководитель направления среднего бизнеса, группа корпоративных рейтингов

+7 (495) 139 04 89, доб. 121

alexander.gushchin@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

СВЕТЛАНА ПАНИЧЕВА

+7 (495) 139 04 80, доб. 169

svetlana.panicheva@acra-ratings.ru

КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКТОР | РОССИЯ

УСТОИТ ЛИ КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА

Нефтегазовая отрасль, металлургия и транспорт

Российский корпоративный сектор на сегодняшний день столкнулся с самыми серьезными вызовами за последние десятилетия, и обусловлены эти вызовы не внутренними факторами, а постоянно усиливающимися внешними шоками. Хотя в экономике в минувшие пять лет темпы роста ВВП были невысокими, ключевые отрасли демонстрировали устойчивые финансовые и операционные показатели, и массового снижения их кредитного качества не происходило.

После существенного спада в 2020 году, вызванного пандемией, в 2021-м корпоративный сектор показал признаки восстановления к допандемийным уровням и умеренный рост основных операционных показателей. Кредитный риск в секторе оставался стабильным, ощутимых признаков его ухудшения не наблюдалось.

С конца февраля текущего года резко возросло количество внешних негативных факторов, что прежде всего оказывает влияние на указанные ниже показатели.

- Резкий рост ключевой ставки существенно повлиял на стоимость долга — как публичного, так и банковского, — что негативно сказалось на уровнях покрытия процентных платежей по всем категориям заемщиков, а также заставило их сократить объемы планируемых капитальных затрат, которые предполагалось финансировать заемными средствами.
- Уход с рынка большинства иностранных производителей, поставщиков оборудования и компонентов, а также участников совместных с российской стороной проектов сделал невозможным дальнейшую реализацию проектов по модернизации в ряде отраслей и привел к переходу на выпуск устаревшей продукции. В тех случаях, когда удалось найти замену вышедшему оборудованию и компонентам, произошло существенное

удлинение цепочек поставок и удорожание транспортной составляющей. Однако по некоторым категориям оборудования и компонентов у компаний имелись запасы, что позволит многим из них удержать свои операционные показатели на текущем уровне до конца 2022 года. В связи с этим АКРА не ожидает резкого падения объемов выручки и операционного денежного потока, а также существенного снижения рентабельности производства в корпоративном секторе минимум до конца 2022-го. Это должно сдержать процесс ухудшения кредитного качества заемщиков в части роста у них долговой нагрузки.

- Серьезное влияние финансовых санкций, связанных с закрытием рынка еврооблигаций и банковского финансирования для российских заемщиков, выражается в резком сокращении источников ликвидности, особенно для крупных российских компаний, которые были встроены в международную финансовую систему. Кроме того, часть компаний уже попала или в ближайшее время может попасть в ситуацию технического дефолта по своим международным финансовым обязательствам в связи с невозможностью осуществлять платежи либо из-за блокировки счетов, либо из-за запрета на перевод денежных средств через западные банки-корреспонденты. Пока вопрос о том, как поведут себя держатели еврооблигаций и будут ли объявлены дефолты по ним, остается открытым. АКРА не ожидает массовых дефолтов в краткосрочной перспективе, но если во втором полугодии ситуация не изменится или ухудшится, то к концу года вероятность объявления дефолтов может возрасти.

По мнению АКРА, степень влияния негативных экономических факторов на отдельные отрасли корпоративного сектора РФ будет отличаться в зависимости от встроенности той или иной отрасли в глобальные рынки и от общей устойчивости бизнеса к негативному внешнему воздействию как в части изменения операционной среды, так и с точки зрения общего ухудшения финансовых условий ведения бизнеса.

Корпоративный сектор РФ, представленный крупнейшими игроками, в целом имеет запас прочности для сохранения кредитного качества до конца 2022 года. Скорость его ухудшения будет зависеть от постепенного исчерпания накопленного запаса прочности, а также от объема и темпов введения уже принятых санкционных мер, способных оказать трансформационное влияние на кредитное качество сектора в 2023 году и в дальнейшем.

Детально рассмотрим влияние структурных сдвигов в экономике на наиболее значимые для российской экономики отрасли.

Нефтегазовая отрасль

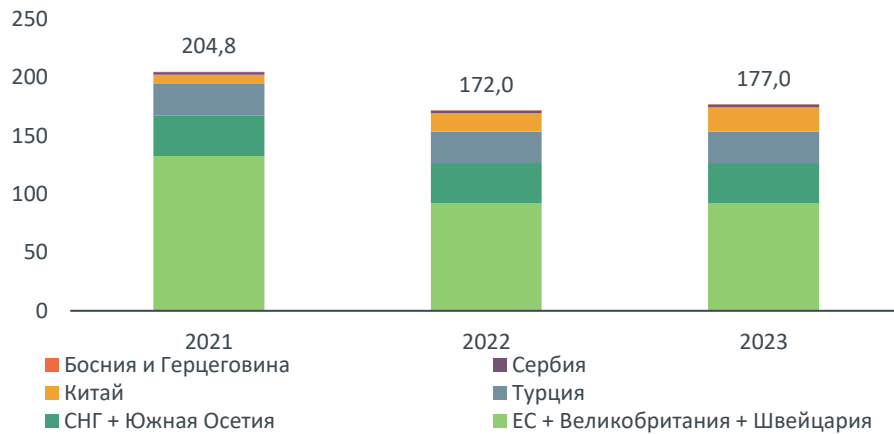
Снижение спроса на газ и переориентация потребителей на СПГ в результате резкого роста цен и появления планов по постепенному отказу от российских энергоносителей в Европе, а также отказ части европейских стран оплачивать газовые поставки в рублях приведут к снижению экспорта трубопроводного газа в Европу примерно на 40 млрд кубометров в текущем году. При этом на страны, отказавшиеся оплачивать газ в рублях, в 2021 году приходилось 30,4 млрд кубометров трубопроводного экспорта российского газа. Дополнительно существует риск полной остановки транзита через ГТС Украины: в мае прекратилась прокачка газа через ГИС «Сохрановка», что уже на треть сократило возможности транзита через Украину.

Полное прекращение транзита газа через территорию Украины несет в себе риск дополнительного снижения поставок на 15 млрд кубометров в 2022 году.

В случае принятия дополнительных санкционных мер, ограничивающих (а впоследствии и прекращающих) потребление российского газа в Европе, можно предполагать дальнейшее сокращение экспорта на европейском направлении в 2023–2024 годах. Начиная с 2025–2027 годов у Европы появится возможность продолжить снижение потребления российского газа за счет ввода новых мощностей по производству СПГ в Катаре и США.

Одновременно со снижением поставок газа в Европу будет происходить рост экспорта на китайском направлении. Так, экспорт трубопроводного газа в Китай по газопроводу «Сила Сибири» в 2025 году вырастет на 30 млрд кубометров к показателю 2021 года. Однако стоит отметить, что при значительном сокращении потребления российского газа в Европе полное перенаправление этих объемов на другие направления не представляется возможным. Следовательно, газодобывающая отрасль столкнется с необходимостью сокращения добычи и консервации ряда действующих скважин.

Рисунок 1. Экспорт трубопроводного газа из России, млрд кубометров



Источник: данные ФТС, расчеты АКРА

По итогам 2022 года трубопроводный экспорт может суммарно сократиться примерно на 20% в годовом сопоставлении, при этом двукратный или трехкратный рост экспортных цен на газ позволит резко увеличить доходы от его экспорта. Переориентация поставок газа с европейского на азиатский рынок потребует дополнительных инвестиций (в СПГ и/или трубопроводы) в размере порядка 100 млрд долл. США до 2030 года.

В то же время планы ЕС по отказу от российского газа будут поддерживать цены на газ на уровне, значительно превышающем средние исторические показатели за последние десять лет. Это позволит аккумулировать необходимые финансовые ресурсы для инвестиций в переориентацию экспорта на азиатские рынки: так, выручка от экспорта газа в 2022 году, согласно прогнозам, превысит 100 млрд долл. США.

АКРА полагает, что при сокращении поставок газа и сохранении высоких цен на него кредитное качество компаний отрасли будет устойчивым до конца 2022 года, а снижение основных кредитных метрик маловероятно. Если в дальнейшем общая ситуация не изменится или дополнительные санкции, ограничивающие потребление российского газа, будут вводиться более активно, то можно ожидать более высоких темпов падения кредитного качества компаний отрасли уже в 2023 году. Поддержку финансовым метрикам отчасти может оказать снижение инвестиций и капитальных затрат, которые ранее планировалось направлять на поддержание или наращивание объемов добычи газа.

Шестой пакет санкций ЕС, принятый третьего июня 2022 года, предполагающий введение полного эмбарго на поставки нефти из России к концу 2022 года, пока согласован только в части нефти, перевозимой танкерами, и не затронул объемы, которые прокачиваются по трубопроводам. Однако велика вероятность того, что эмбарго в полном объеме все же будет введено, в связи с чем в своих оценках добычи и экспорта нефти из России АКРА учитывает полный отказ ЕС от импорта российской нефти к концу 2022 года.

С января по апрель совокупный объем добычи нефти в России составил 176,7 млн т, увеличившись на 5,2% к показателю за тот же период 2021-го. При этом существенное снижение добычи произошло только в апреле: на 4% к апрелю 2021 года и на 8,8% к марту 2022-го. По итогам мая, согласно предварительным данным, можно ожидать некоторое восстановление среднесуточной добычи — примерно на 2–3% относительно апрельского уровня. В марте и апреле началась постепенная переориентация поставок нефти с европейского рынка в страны АТР, при этом быстрого отказа Европы от российской нефти не произошло. Благодаря этому темпы падения добычи и экспорта сдерживаются, что дает российским производителям время, необходимое для переориентации поставок.

На данный момент объем поставок российской нефти в Европу составляет более 100 млн т в год. Три европейские страны (Венгрия, Чехия и Словакия), которые получают нефть трубопроводным транспортом, потребляют в год менее 15 млн т. Соответственно, введение эмбарго приведет к сокращению поставок на европейском направлении на 85 млн т в год и коснется также поставок нефтепродуктов. Основным следствием подобных ограничений станет сокращение добычи нефти.

Переориентация поставок на азиатское направление не заместит в полной мере выпадающие поставки в Европу. Так, например, рост поставок нефти в Китай ограничен из-за возможностей транспортной системы, которая сейчас полностью загружена, а поставки в Индию возможны лишь морским путем, что приведет к росту логистической составляющей и потребует дополнительных скидок к цене.

Согласно оптимистичному сценарию, если снижение объема поставок нефти в Европу будет частично замещаться поставками в Азию, а среднесуточная добыча в период с мая по декабрь 2022 года будет находиться на апрельском уровне, то объем нефтедобычи по итогам года снизится примерно на 20 млн т (3,8%) относительно 524 млн т, добытых в 2021 году.

В пессимистичном сценарии, который на сегодняшний день представляется более вероятным, при отказе Европы от российской нефти падение добычи во втором полугодии существенно ускорится и по итогам 2022 года может составить от 50 до 80 млн т (9,5–15%) в годовом сопоставлении. В то же время данный сценарий предполагает и более высокие цены на нефть на мировом рынке, которые в значительной степени компенсируют убытки российской нефтедобычи от сокращения объемов. Так, с января по апрель 2022 года баррель нефти марки Urals в среднем стоил 84,68 долл. США по сравнению с 60,47 долл. США в 2021 году. Следовательно, даже сохранение до конца года нефтяных цен на уровне, достигнутом в первые четыре месяца, способно компенсировать ожидаемое снижение объемов добычи (в 2021 году средняя цена барреля нефти Urals составляла 72,88 долл. США).

Во второй половине 2022 года кредитное качество компаний отрасли начнет ухудшаться, а при сохранении текущей ситуации этот процесс может ускориться в 2023 году. Некоторую поддержку кредитным метрикам представителей отрасли способно оказать как сокращение капитальных затрат на разработку новых месторождений, так и увеличение добычи. Кроме того, высокие цены

на нефть должны поддержать уровень рентабельности и размер операционного денежного потока, а наличие у компаний отрасли ранее накопленной ликвидности должно способствовать сохранению их финансовой устойчивости в краткосрочной перспективе.

Металлургия

Согласно данным международной металлургической ассоциации World Steel, производство стали в России за первые три месяца 2022 года снизилось на 1,2% год к году, что представляется неплохим результатом, учитывая более глубокое падение объемов производства стали в мире (на 6,8% за тот же период). Однако невысокие темпы восстановления мировой экономики после пандемии и нарастающий эффект от санкционных ограничений для российских металлургических компаний могут привести к более существенному сокращению производства стали в России по результатам 2022 года.

АКРА полагает, что в случае реализации пессимистичного сценария выпуск стали в России может сократиться на 3% год к году, или примерно на 74 млн т. Глубина падения отчасти может быть нивелирована благодаря стимулированию внутреннего спроса и снижению импорта, в том числе с территории Украины. С учетом закрытия рынка Европы российские компании вынуждены пересматривать логистику экспортных поставок и переориентировать экспортные объемы на другие рынки — Ближний Восток, Египет и Азию. Так, в апреле российские экспортеры увеличили поставки стальных полуфабрикатов в Китай до 0,4 млн т, что в пять раз превышает показатель за весь 2021 год. Вероятно, в дальнейшем эта тенденция сохранится, учитывая локдаун, введенный на некоторых китайских территориях. При этом стоит отметить, что по отношению к продукции, произведенной российскими стальными компаниями, в Китае применяются значительные скидки.

Ситуация с кредитной нагрузкой у компаний отрасли опасений не вызывает, даже если предположить снижение объемов реализации продукции. В связи с этим высока вероятность того, что их кредитные рейтинги останутся на текущих уровнях. Высокие цены на мировом рынке позволяют производителям компенсировать снижение объема выпуска, тогда как маржинальность продаж российских сталелитейных компаний на внутреннем рынке, скорее всего, снизится. Согласно требованию правительства, компаниям отрасли следует уходить от привязки внутренних цен к экспортным и формировать отпускные цены по принципу «затраты плюс некоторая маржа» (особенно в случае поставок продукции для крупных государственных инфраструктурных проектов).

Транспорт

В сегменте грузовых железнодорожных перевозок в среднесрочной перспективе может наблюдаться тенденция к снижению с учетом отказа европейских потребителей от угля и нефтепродуктов (на уголь приходится около 30% всех перевезенных грузов по сети ОАО «РЖД»). Так, погрузка на сети РЖД за январь — апрель 2022 года составила 410,3 млн т, что на 1,1% меньше показателя аналогичного периода прошлого года.

Переориентация потоков с европейского направления на восточное может частично компенсировать падение объема перевозок, однако на данный момент пропускная способность железнодорожной инфраструктуры на восточном направлении используется на 100% и для увеличения объемов необходимо расширять пропускную способность БАМа и Транссиба, а также увеличивать перевалочные мощности в восточных портах.

Для перенаправления экспорта таких нефтепродуктов, как сжиженные углеводороды (преимущественно экспортировавшиеся в Европу), в азиатские страны необходимо строительство терминалов на восточном побережье.

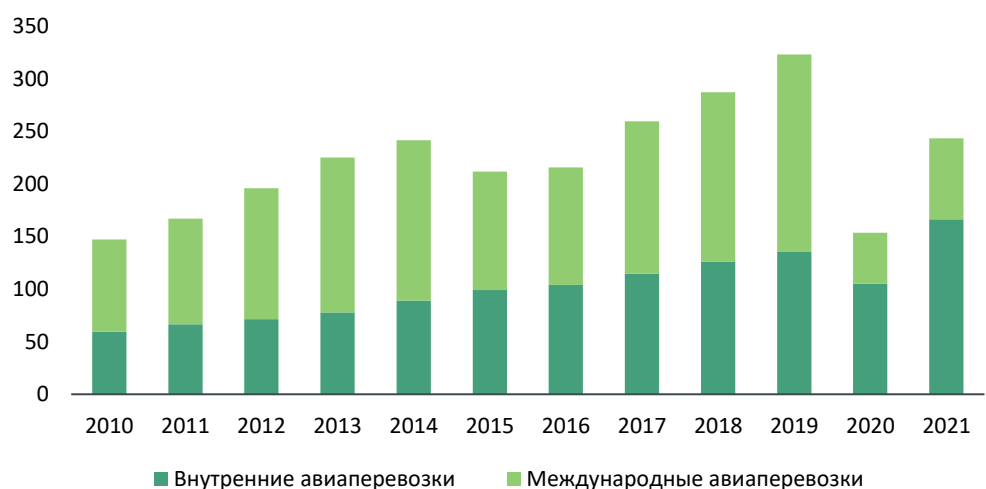
Рынок авиаперевозок столкнулся со вторым серьезным вызовом за последние три года. В конце 2021 года перевозки пассажиров приблизились к допандемийным уровням после кризисного для отрасли 2020 года, что произошло в основном за счет внутренних направлений. Ожидалось, что в 2022-м могут начать активно восстанавливаться и международные направления, однако сложившаяся ситуация с высокой вероятностью приведет к значительным изменениям в отрасли.

Во-первых, если до пандемии объемы международных и внутрироссийских перевозок были примерно равными, то в среднесрочной перспективе доля внутренних рейсов будет составлять около 75–80%. Сокращение более маржинального сегмента на фоне повышенной инфляции, рост стоимости топлива и падение доходов населения способны оказывать существенное давление на и без того низкую рентабельность в течение ближайших нескольких лет. Это обуславливает высокую потребность сектора в государственной поддержке.

Во-вторых, авиарынку необходимо адаптировать свой флот к новым реалиям, поскольку поставки воздушных судов западного производства и запчастей к ним остановлены. Часть оставшегося в России флота иностранного производства продолжит эксплуатироваться, но до момента выработки его ресурса необходимо существенное наращивание собственного производства самолетов при параллельной доработке и создании конкурентных решений в области гражданской авиации, так как текущие объемы выпуска не позволят заместить иностранные суда.

Сложности на авиационном рынке могут привести к частичному перетоку пассажиров на железнодорожный транспорт, что способно поддержать перевозки в этом сегменте, на протяжении последних нескольких лет заметно отстававшие по темпам роста от воздушных. АКРА внимательно следит за операционными и финансовыми результатами клиентов Агентства в транспортной отрасли. Благодаря тому, что многие из них относятся к сегменту инфраструктуры, а не перевозчиков, их финансовое состояние, а следовательно, их кредитные рейтинги, характеризуются большей устойчивостью.

Рисунок 2. Пассажирооборот, млрд пассажиро-километров



Источник: Росавиация

(С) 2022

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Садовническая набережная, д. 75
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.