

10 июля 2020

АО «Загорский трубный завод»

Ведущие аналитики:

Илья Макаров, директор
+7 (495) 139-0480, доб. 220
ilya.makarov@acra-ratings.ru

Василий Танурков, директор
+7 (495) 139-0344
vasilii.tanurcov@acra-ratings.ru

Компоненты кредитного рейтинга	Вес	
Отраслевой риск-профиль	Низкий риск	5%
Операционный риск-профиль	bbb	46%
Рыночная позиция	Сильная	
Бизнес-профиль	Средний	
Географическая диверсификация	Слабая	
Корпоративное управление	Средний уровень	
Финансовый риск-профиль	bbb+	49%
Размер	Меньше среднего	
Рентабельность	Средняя	
Долговая нагрузка	Низкая	
Обслуживание долга	Высокое покрытие	
Ликвидность	Средняя	
Денежный поток	Сильный	
ОСК	bbb+	
Аналитические корректировки	0	
Финальная ОСК	bbb+	
Поддержка	0	
Государственная поддержка	0	
Групповая поддержка	0	
Иностранная поддержка	0	
Кредитный рейтинг	BBB+(RU)	

Краткая информация
о компании

[АО «Загорский трубный завод»](#) (далее — Компания, ЗТЗ) — один из крупнейших в России производителей труб большого диаметра (ТБД). Основным видом деятельности Компании является производство электросварных ТБД для нефте- и газопроводов. Компания также производит трубы с пенополиуретановой изоляцией (ППУ). В 2019 году выручка Компании по РСБУ составила чуть менее 45 млрд руб., а объем производства основного товара — ТБД — вырос на 13% по сравнению с предыдущим годом. ЗТЗ является ключевым активом Компании, другие производственные активы отсутствуют. Штат Компании составляет около 1 600 человек. Контрольный пакет (74,99%) принадлежит офшорной структуре Steel Pipe East Limited, конечным бенефициаром которой является Сафин Д. Г. (генеральный директор Компании). 25% принадлежит ООО «Кседос Инвест», подотчетной Егорову Н. Д.

Сильные стороны
компании

- Современное высокотехнологичное производство.
- Достаточно высокая доля рынка ТБД.
- Низкая долговая нагрузка и высокий уровень покрытия процентных платежей.
- Обеспеченность заказами на среднесрочную перспективу.

Слабые стороны
компании

- Слабая географическая диверсификация.
- Сдерживающее влияние фактора «концентрация на одном заводе».
- Отсутствие вертикальной интеграции.
- Масштаб бизнеса Компании оценивается как ниже среднего в сравнении с сопоставимыми производителями труб в России.

Факторы возможного изменения прогноза или рейтинга

«Стабильный» прогноз предполагает с наиболее высокой долей вероятности неизменность рейтинга на горизонте 12–18 месяцев.

К позитивному рейтинговому действию могут привести:

- увеличение рентабельности по FFO до процентных платежей и налогов выше 15%;
- снижение долговой нагрузки (общий долг к FFO до чистых процентных платежей — ниже 1,0x);
- рост средневзвешенной рентабельности по FCF выше 2%.

К негативному рейтинговому действию могут привести:

- существенное увеличение средневзвешенной долговой нагрузки выше уровня 3,5x;
- ухудшение средневзвешенного показателя обслуживания долга ниже уровня 2,5x;
- существенное снижение рыночной доли Компании;
- снижение среднего уровня FFO до процентных платежей и налогов ниже 5 млрд руб.;
- существенное ухудшение доступа к внешним и внутренним источникам ликвидности.

Профиль Группы

ЗТЗ — самый новый (производство на ЗТЗ началось в ноябре 2015 года) и один из самых современных заводов в России по выпуску ТБД, используемых при строительстве магистральных нефте и газопроводов, в ходе прокладки тепловых сетей, а также при строительстве портовой инфраструктуры. Производственные мощности Компании позволяют ей ежегодно выпускать до 750 тыс. тонн ТБД. По состоянию на 31.12.2019 портфель заказов ЗТЗ составил около 700 тыс. тонн, обеспеченность заказами — на период до середины 2021 года.

Рисунок 1. Структура выручки ЗТЗ в 2019 году

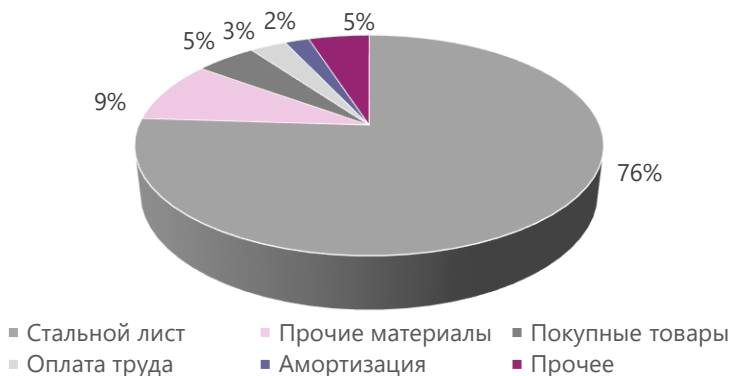


Источник: данные Компании

На собственное производство ТБД приходится 92% выручки Компании, оставшиеся 8% — это выручка от реализации прочей продукции, включая перепродажу покупных ТБД и реализацию труб с ППУ. Продажи данного сегмента носят дискретный характер в зависимости от спроса и необходимости оптимизации графика поставок Компании в рамках действующих контрактов с клиентами.

Основной компонент себестоимости производства ТБД — широкий стальной прокат, на который приходится 76% затрат. Ключевыми поставщиками проката выступают крупнейшие российские сталелитейные компании, такие как ПАО «Северсталь» и ПАО «ММК».

Рисунок 2. Структура себестоимости ЗТЗ в 2019 году



Источник: данные Компании

Отраслевой риск-профиль

АКРА оценивает базовый риск металлургической отрасли как низкий, несмотря на ее цикличность. Этот сектор имеет существенные барьеры для входа новых игроков, учитывая высокую капиталоемкость металлургического производства. Производство ТБД — отдельный сегмент в металлургии, отличающийся высокой технологичностью. К данному виду труб предъявляются высокие требования с точки зрения экологичности, коррозионной стойкости и физических параметров, поскольку ТБД применяются для строительства магистральных нефте- и газопроводов высокого давления.

Отраслевой риск-профиль Компании характеризуется низким уровнем риска.

Таблица 1. Распределение отраслей российской экономики по группам риска

1 группа (вес 10%)	Электроэнергетика: сети	Транспорт: инфраструктура	Телекоммуникации
2 группа (вес 5%)	Нефтегазовая и химическая отрасли	Металлургия	Электроэнергетика: генерация
3 группа (вес 0%)	ВПК	Розничная торговля	Добыча полезных ископаемых
	Транспорт: перевозчики	Машиностроение	Сельское хозяйство
	Пищевая промышленность	Здравоохранение	IT & медиа
4 группа (вес 15%)	Недвижимость	Лесная и деревообрабатывающая промышленность	Нефтесервисные компании
5 группа (вес 30%)	Инфраструктурное строительство	Жилищное строительство	Трейдинг

Источник: АКРА

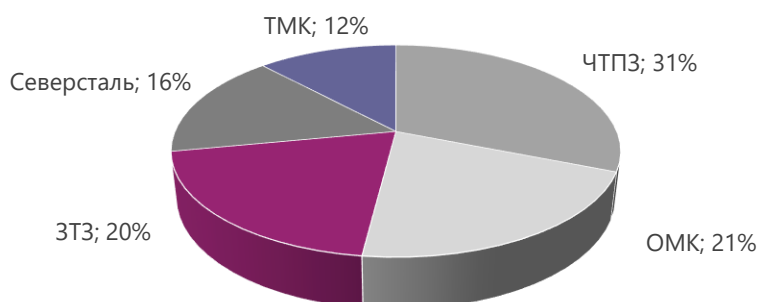
Операционный риск-профиль

Рыночная позиция

По итогам 2019 года доля Компании на российском рынке ТБД составила 20%. При этом следует отметить высокую концентрацию данного сегмента (в 2019 году совокупная доля пяти наиболее крупных компаний в общем объеме производства ТБД составила 97%), а также его невысокую цикличность. ТБД используются при строительстве новых трубопроводов, темпы и масштабы которого могут варьироваться в зависимости от рыночного спроса и цен на углероды (демонстрируют негативный тренд в последние годы). Тем не менее поддержку устойчивому спросу на ТБД оказывает необходимость проведения потребителями данных труб текущих ремонтов и обновлений трубопроводной инфраструктуры.

Рыночная позиция Компании оценивается как сильная.

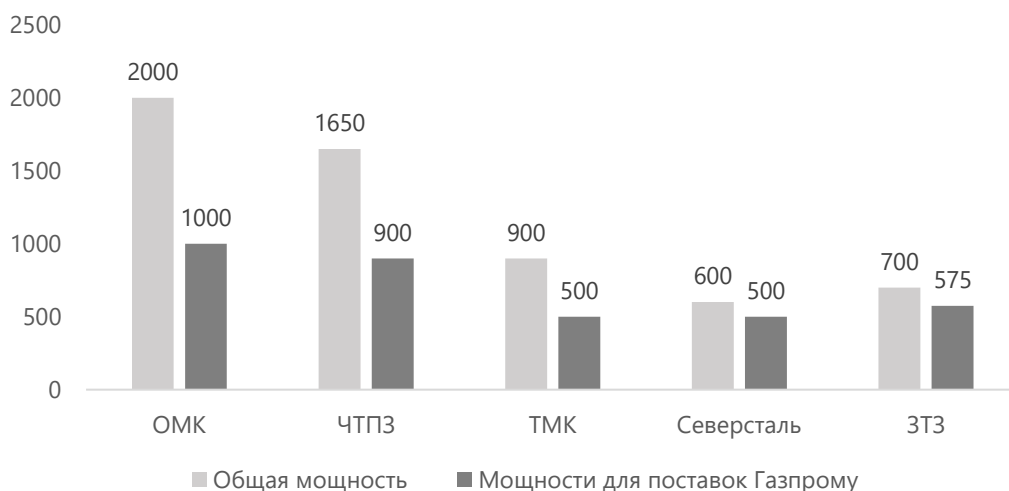
Рисунок 3. Рынок ТБД в России в 2019 году



Источник: Металл Эксперт, данные Компании

Основные потребители ТБД в России — это ПАО «Газпром» (далее — Газпром; [рейтинг АКРА — AAA\(RU\), прогноз «Стабильный»](#)) и ПАО «Транснефть», реализующие крупные инвестиционные проекты по строительству нефте- и газопроводов. С учетом этого основные мощности российских трубных компаний по производству ТБД ориентированы на поставки для Газпрома.

Рисунок 4. Мощности по производству ТБД в России, тыс. тонн



Источник: Металл Эксперт, данные Компании

Бизнес-профиль

Бизнес-профиль Компании оценивается как средний.

Бизнес-профиль ЗТЗ оценивается как средний, что обусловлено двумя разнонаправленными факторами. С одной стороны, 92% выручки Компании приходится на ТБД — продукцию с высокой добавленной стоимостью, а с другой — у ЗТЗ отсутствует вертикальная интеграция, в связи с чем используемый для выпуска ТБД широкий прокат полностью закупается у сторонних производителей (ПАО «Северсталь» и ПАО «ММК»). Субфактор диверсификации рынков сбыта также оценен на уровне ниже среднего, учитывая зависимость поставок ЗТЗ от потребности ключевого потребителя его продукции — Газпром (91% портфеля заказов).

Географическая диверсификация

Географическая диверсификация Компании оценивается как слабая.

Основным рынком сбыта продукции Компании является РФ, при этом почти весь производимый на ЗТЗ объем ТБД сейчас поставляется Газпрому. Компания планирует частично диверсифицировать рынки сбыта и проводит работу по постепенному выходу на рынки других стран. Так, в 2019 году Компания поставила в Узбекистан небольшой объем ТБД, а в 2020 году планирует увеличить поставки в эту страну до 50 тыс. тонн. Кроме того, ведутся работы по сертификации ТБД для поставок в Венгрию и Болгарию, а также планируется расширить портфель заказчиков в РФ (за счет продажи продукции Компании ПАО «Газпром нефть» и ПАО «Транснефть»).

Уровень корпоративного управления Компании оценивается как средний.

Корпоративное управление

Корпоративное управление ЗТЗ, по оценкам АКРА, соответствует среднему значению для российского корпоративного сегмента.

Стратегия управления

Компания демонстрирует довольно успешную реализацию стратегии агрессивного роста, несмотря на свою непродолжительную историю. Так, строительство завода началось в 2014 году, в 2016-м была отгружена первая коммерческая партия труб, а уже в 2018-м завод вышел на стопроцентную загрузку производственных мощностей, что позволило Компании занять ведущие позиции на рынке.

Управление рисками

Система управления рисками находится на среднем для корпоративного сектора уровне. В определенных случаях ЗТЗ применяет элементы системы риск-менеджмента (например, хеджирование валютного риска), однако единые документы по стратегии и управлению рисками пока не разработаны и не утверждены.

Структура управления

В топ-менеджменте Компании — опытные эксперты с большим стажем работы в отрасли.

Структура группы

Структура группы достаточно простая, а ЗТЗ является основным операционным активом и балансодержателем недвижимости. При этом в оценке структуры группы АКРА учитывает наличие операций со связанными сторонами и считает данные операции экономически обоснованными.

Финансовая прозрачность

Финансовая прозрачность ЗТЗ находится на невысоком уровне. Компания составляет отчетность только по РСБУ, а практика регулярного публичного раскрытия операционных и финансовых показателей у ЗТЗ отсутствует.

Финансовый риск-профиль

Основные предпосылки прогнозирования финансовых показателей и принципы их учета в рейтинговой модели

Для проведения рейтингового анализа АКРА построило финансовую модель денежных потоков ЗТЗ на горизонте 2019–2022 годов. В качестве основных предпосылок для модели использовались как данные Компании, так и оценки Агентства. В рамках рейтинговой модели финансовые показатели Компании усреднялись путем взвешивания. Наибольшие веса — по 30% — имели показатели 2019 и 2020 годов; показателям 2018 и 2021 годов были присвоены веса, равные 15%; на показатели 2017 и 2022 годов пришлось по 5%. При расчете коэффициентов ликвидности учитывались только прогнозные показатели 2020–2022 годов в соотношении 60%–30%–10% соответственно.

Оценка финансового риск-профиля ЗТЗ соответствует рейтинговому уровню bbb+ благодаря низкому значению долговой нагрузки и высокому покрытию фиксированных платежей.

Размер и рентабельность

Сдерживающее влияние на уровень финансового риск-профиля Компании — и в конечном счете на ее ОСК — оказывает в первую очередь размер бизнеса Компании, выраженный в абсолютном значении показателя операционного денежного потока (FFO) до чистых процентных платежей и налогов. Кроме того, рентабельность Компании по FFO до процентных платежей и налогов незначительно уступает среднему уровню в трубном сегменте рынка и существенно ниже значений рентабельности вертикально интегрированных металлургических холдингов.

Размер Компании оценивается на уровне ниже среднего, рентабельность средняя.

*Долговая нагрузка
Компании оценивается
как низкая.*

*Покрытие процентных
платежей Компании
оценивается как высокое.*

*Ликвидность Компании
оценивается как средняя.*

*Денежный поток
Компании оценивается
как умеренный.*

Долговая нагрузка и обслуживание долга

Отношение общего долга к FFO до чистых процентных платежей по результатам 2019-го снизилось до 2,0х, что в два раза ниже значения 2018 года. Агентство положительно оценивает финансовую политику ЗТЗ, направленную на поддержание адекватного уровня долговой нагрузки и предусматривающую полное отсутствие дивидендных выплат. С учетом дальнейшего снижения долговой нагрузки и стабилизации показателя FFO до чистых процентных платежей АКРА ожидает, что отношение общего долга к FFO до чистых процентных платежей продолжит снижаться и к концу 2020 года достигнет 1,0х.

Ликвидность и денежный поток

На 2020 год приходится пик погашений по существующим кредитным линиям, а объем денежных средств на счете Компании и в рамках невыбранной кредитной линии ограничен, поэтому свободный денежный поток (FCF) ЗТЗ в этом году является критическим для исполнения графика погашений. АКРА ожидает значительное увеличение FCF в 2020-м в годовом сопоставлении вследствие снижения инвестиций в оборотный и основной капитал, что будет способствовать успешному прохождению пика погашений. Учитывая невысокий уровень диверсификации базы банков-кредиторов и неравномерный период погашений, уровень ликвидности Компании оценивается как средний.

АКРА полагает, что с учетом ожидаемого снижения цен на листовую прокат в России и контрактов, подписанных Компанией с ключевым потребителем на поставки трубной продукции, среднее значение рентабельности по FFO до процентных платежей и налогов составит 12% за период с 2020 по 2023 год. Средний уровень рентабельности, невысокие капитальные расходы и отсутствие дивидендных выплат определяют умеренное значение денежного потока Компании. Основная часть капитальных вложений идет на расширение номенклатуры производимой продукции.

Компоненты рейтинга

Оценка собственной кредитоспособности (ОСК): bbb+.

Рейтинги выпусков

Эмиссии в обращении отсутствуют.

Ключевые допущения

- реализация продукции по ценам, базирующимся на данных Компании по действующим контрактам; объемы реализации соответствуют плану, предоставленным ЗТЗ;
- рост затрат Компании в соответствии с контрактными ценами на сырье и инфляционными ожиданиями АКРА;
- сохранение положения одного из ключевых поставщиков ТБД для Газпрома;
- отсутствие дивидендных выплат.

Регуляторное раскрытие

Кредитный рейтинг АО «ЗТЗ» был присвоен по национальной шкале для Российской Федерации на основе [Методологии присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации](#), а также [Основных понятий, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности](#).

Впервые кредитный рейтинг АО «ЗТЗ» был опубликован АКРА 22.05.2019. Очередной пересмотр кредитного рейтинга и прогноза по кредитному рейтингу АО «ЗТЗ» ожидается в течение одного года с даты опубликования пресс-релиза по итогам последнего пересмотра.

Кредитный рейтинг был присвоен на основании данных, предоставленных АО «ЗТЗ», информации из открытых источников, а также баз данных АКРА. Кредитный рейтинг является запрошенным, АО «ЗТЗ» принимало участие в процессе присвоения кредитного рейтинга.

Факты существенного отклонения информации от данных, зафиксированных в официально опубликованной финансовой отчетности АО «ЗТЗ», не выявлены.

АКРА не оказывало АО «ЗТЗ» дополнительных услуг. Конфликты интересов в рамках процесса присвоения кредитного рейтинга выявлены не были.

Приложение 1. Сравнительный анализ

Основной компанией для сравнения является ПАО «Кокс» (рейтинг АКРА — [A-\(RU\)](#), [прогноз «Стабильный»](#)). Более высокий рейтинг ПАО «Кокс» обусловлен в основном более сильным операционным риск-профилем (сильная рыночная позиция, хорошая географическая диверсификация и высокая рентабельность).

Таблица 2. Сравнение с сопоставимой компанией

Компоненты кредитного рейтинга		Вес	Компоненты		Вес
АО «ЗТЗ»			ПАО «Кокс»		
Отраслевой риск-профиль	Низкий риск	5%	Низкий риск	5%	
Операционный риск-профиль	bbb	46%	a+	42%	
Рыночная позиция	Сильная		Сильная		
Бизнес-профиль	Средний		Сильный		
Географическая диверсификация	Слабая		Сильная		
Корпоративное управление	Средний уровень		Средний уровень		
Финансовый риск-профиль	a-	49%	bbb	53%	
Размер	Средний		Средний		
Рентабельность	Средняя		Высокая		
Долговая нагрузка	Низкая		Высокая		
Обслуживание долга	Высокое покрытие		Среднее покрытие		
Ликвидность	Средняя		Сильная		
Денежный поток	Средний		Средний		
ОСК	bbb+		a-		
Поддержка	0		0		
Кредитный рейтинг	BBB+(RU)		A-(RU)		

Приложение 2. Фактические и прогнозные финансовые и расчетные показатели

	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П
Продажи и рентабельность, млн руб.						
Выручка	13 776	39 091	44 852	41 417	41 333	42 119
<i>динамика</i>		183,8%	14,7%	-7,7%	-0,2%	1,9%
Валовая прибыль	1 505	4 694	7 632	8 254	6 559	6 816
<i>рентабельность</i>	10,9%	12,0%	17,0%	19,9%	15,9%	16,2%
FFO до фиксированных платежей и налогов	922	1 810	4 677	6 121	4 456	4 668
<i>рентабельность</i>	6,7%	4,6%	10,4%	14,8%	10,8%	11,1%
FFO до чистых процентных платежей и налогов	1 287	2 323	4 572	6 121	4 456	4 668
<i>рентабельность</i>	9,3%	5,9%	10,2%	14,8%	10,8%	11,1%
Чистая прибыль	-634	587	2 769	4 713	2 644	2 980
<i>рентабельность</i>	-4,6%	1,5%	6,2%	11,4%	6,4%	7,1%
Баланс, млн руб.						
Внеоборотные активы	7 380	9 123	10 582	10 193	9 844	9 532
Чистый оборотный капитал	2 137	-6 302	1 603	-1 790	-2 315	-2 317
Скорр. денежные средства	158	5 053	288	1 000	1 000	1 000
Капитал	371	958	3 727	9 742	12 386	15 366
Общий долг	8 992	6 970	8 808	5 030	3 080	301
Скорр. общий долг	8 992	6 970	8 808	5 030	3 080	301
Денежные потоки, млн руб.						
FFO	142	966	3 755	4 334	3 525	3 824
CFO	-562	9 412	-4 121	3 721	2 482	3 312
Капитальные затраты + НМА	-150	-1 752	-728	-532	-532	-532
Выплата дивидендов	0	0	0	0	0	0
FCF	-711	7 660	-4 849	3 188	1 950	2 780
<i>рентабельность</i>	-5,2%	19,6%	-10,8%	7,7%	4,7%	6,6%
NFCF	162	4 843	-4 508	-1 208	182	1 635
Долговая нагрузка и ликвидность						
Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	9,8	4,0	2,0	1,0	0,8	0,1
FFO до чистых процентных платежей / Процентные платежи	1,2	2,2	7,2	7,7	14,1	39,8
Коэффициент краткосрочной ликвидности				0,9	1,7	3,3

Источник: данные АО «ЗТЗ», расчеты АКРА

(С) 2020

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 представляют 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.