

## **ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ КАК ИСТОЧНИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ ОПЕРАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**

*И.В. Смирнова*

Проанализированы облигации эмитентов металлургического сектора с точки зрения их привлекательности для инвестора. Проведены статистические исследования количества первичного размещения и операций на вторичном рынке акций и облигаций. Составлен рейтинг компаний металлургического сектора фондового рынка по количеству привлеченных долговых финансовых ресурсов. Было выявлено, что дивидендная доходность превышает доходность по депозитным вкладам в банках РФ. Исследовано преимущество налогообложения для инвестора при покупке облигаций. Проанализирована ликвидность облигаций. Определены ликвидные ценные бумаги отечественных эмитентов – металлургических компаний.

Ключевые слова: металлургия, купонная доходность, биржевые и корпоративные облигации, налогообложение, ликвидность облигаций.

В течение длительного времени облигация считалась достаточно примитивным и не гибким способом вложения капитала. Однако сегодня облигации относятся к одному из наиболее конкурентоспособных инвести-

ционных инструментов, способных принести инвестору не только текущий доход в виде текущего процента, но ощутимую выгоду в виде прироста капитала. Отличительной особенностью облигационных займов от акционерного финансирования является то, что владельцы кредитных ресурсов обладают меньшим риском невозврата своих вложений в отличие от акционеров. Целями облигационного займа могут выступать: выполнение текущих или предстоящих задач эмитента, финансирование перспективных проектов, рефинансирование задолженностей, финансирование дополнительных проектов, не имеющих отношение к основному виду деятельности эмитента.

Объектом исследования выбраны публичные предприятия металлургического сектора, обращающие свои финансовые инструменты на фондовом рынке.

Металлургическая отрасль на сегодняшний день хотя и претерпевает некоторую стагнацию «благодаря» падению цен на металлопродукцию и снижению внутреннего спроса, но обладает достаточно высоким потенциалом. Это происходит вследствие роста внутреннего спроса за счет развития машиностроения, строительства, нефтяной, газовой промышленности и транспорта, а также за счет перехода на новые технологии производства стали. Так, за период с 2000–2015 гг. произошло снижение производства мартеновской стали с 27 до 3 %, производство электростали увеличилось с 15 до 30 %, конверторной стали – с 58 до 67 %. Данные изменения в технологии металлургического производства стали доступными в том числе и благодаря привлечению инвесторов в металлургическую отрасль. Согласно статистическим исследованиям за период с 2011 по 2016 год доля инвестиций в основной капитал в ВВП составляет в среднем 20 процентов [1].

Исторически сложилось так, что финансирование металлургической отрасли осуществляется за счет средств инвесторов и внутренних собственных источников. К внутренним источникам относят прибыль компании и накопленные амортизационные отчисления. Указанные источники финансирования ограничены и не всегда могут выполнять функцию прироста капитала (табл. 1, 2).

Таблица 1  
Степень износа основных фондов в Российской Федерации на конец года

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Все основные фонды	45,3	47,1	47,9	47,7	48,2	49,4	47,7
в том числе по видам экономической деятельности:	49,6	51,1	52,2	51,2	53,2	55,8	55,4
– добыча полезных ископаемых							
– обрабатывающие производства	45,7	46,1	46,7	46,8	46,8	46,9	47,7

\* Источник: составлено по материалам сайта Госстатистики [1].

Таблица 2  
Финансовый результат компаний металлургического сектора, тыс. руб.

	2015	2016	2017	Изменение в % к 2016 г.
ГМК Норникель	146 212 750	122 770 291	123 877 050	100,90
Северсталь	40 105 932	84 704 168	81 690 100	96,44
НЛМК	58 668 501	61 280 484	84 663 251	138,16
АЛРОСА	32 192 498	133 471 465	16 854 208	12,03
Мечел	-31 911 489	88 320 000	нд	-
ММК	30 678 668	67 968 000	67 300 000	99,02
Полюс	3 230 346	261 377 397	12 308 375	4,71
ТМК	-8 934 086	16 813 090	нд	-
ЧТПЗ	5 388 962	4 182 036	нд	-
Ашинский метзавод	-1 114 251	98 377	нд	-

\* Источник: составлено по материалам сайта *Investfunds* [2].

На протяжении анализируемого периода степень износа основных средств неустанно увеличивается, что свидетельствует о невозможности использовать накопленные амортизационные отчисления для инвестиционной деятельности.

Только две компании – НЛМК и ГМК Норникель – смогли увеличить прибыль по сравнению с 2016 годом.

В силу ограниченности собственных источников предприятия не могут позволить себе обеспечить эффективный рост. Именно поэтому компании вынуждены выходить на финансовый рынок в поисках источников средств для потенциального роста. Самыми распространенными финансовыми инструментами для этих целей являются акции и облигации. Отличительным признаком инструментов друг от друга является форма привлечения капитала. Акции характеризуются долевым участием инвестора в деятельности компании. Облигации дают владельцу право долгового требования и в случае банкротства компании – приоритетного погашения ценных бумаг.

Статистика объемов размещения ценных бумаг на фондовом рынке с 2009 по 2017 год представлена в табл. 3.

Таблица 3  
Объемы размещения активов на фондовом рынке, млрд руб.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Размещение на рынке акций, депозитарных расписок и паев	0	1	54	5	63	28	46	67	19
Размещение на рынке облигаций	1642	3788	2275	2127	2659	2003	2630	5027	15250

\*Источник: составлено по данным ПАО «Московская биржа» [3]

Данные, представленные в табл. 3, демонстрируют многократное превышение числа размещенных облигаций на первичном рынке по сравнению с первичным размещением акций компаний. Рост первичного размещения финансовых инструментов в 2015–2016 годах на 45 процентов (для акций, ДС и паев) и 91 процент (для облигаций) относительно предыдущего периода обусловлен ускорением работы программы по импортозамещению в РФ [4]. В 2017 году произошло резкое изменение по размещению активов на фондовом рынке: размещение акций сократилось на 28 процентов, а выпуск облигаций напротив вырос на 203 процента по сравнению с предыдущим периодом. В первую очередь это связано с выходом на открытый рынок государственных облигаций федерального займа (ОФЗ), эмитентом которых является Правительство РФ в лице Министерства финансов. Приобретение ОФЗ стало доступно в том числе частным инвесторам с небольшим стартовым капиталом. При номинальной стоимости 1000 руб. можно приобрести от 30 штук до 15 тыс. штук.

Статистика объемов вторичных торгов на фондовом рынке с 2009 по 2017 год представлена на рис. 1.

Вторичные торги на рынке облигаций стали пользоваться большей популярностью у инвесторов, начиная с 2013 года. И к концу анализируемого периода торги на рынке облигаций превысили количество вторичных торгов на рынке долевых финансовых инструментов.

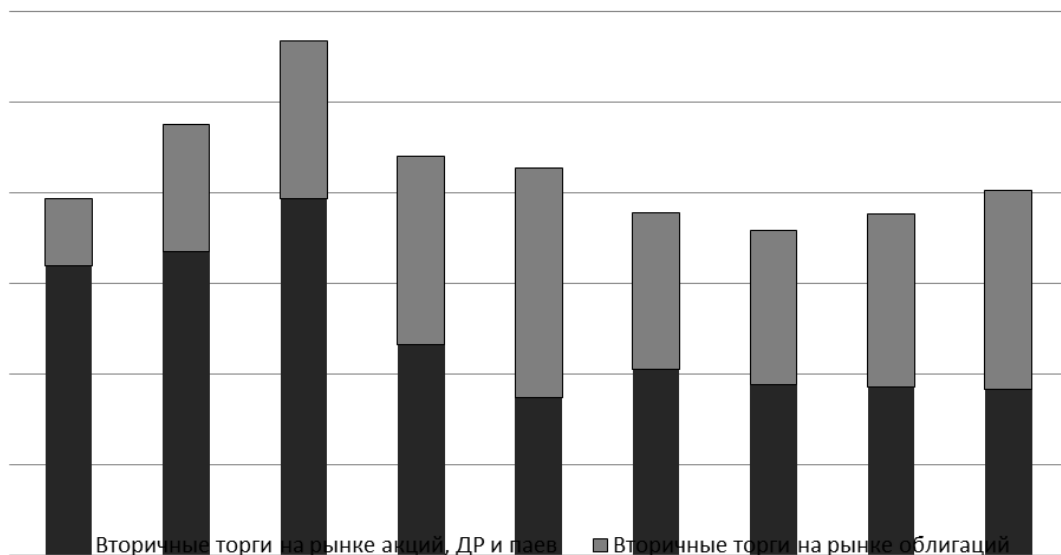


Рис. 1. Изменение объема торгов на вторичном рынке по финансовым инструментам, млрд руб.

\* Источник: составлено по данным ПАО «Московская биржа» [3]

Динамика торгов облигациями отечественных металлургов выглядит следующим образом (рис. 2).

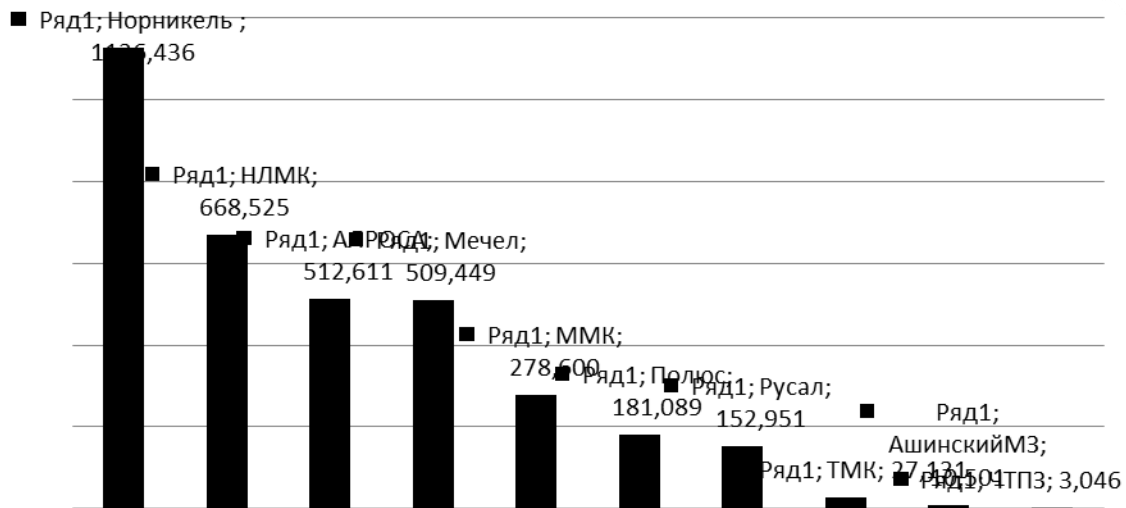


Рис. 2. Объем торгов с облигациями металлургических компаний, млрд руб.  
\* Источник: составлено по данным ПАО «Московская Биржа» [3]

На протяжении 2014–2017 годов объем сделок с облигациями на фондовом рынке достигал 3470 млрд руб., из них 32 процента приходится на облигации ПАО «ГМК «Норникель» (1126,43 млрд руб.).

Таким образом, облигации как инструмент финансирования не проходят мимо внимания инвесторов. На решение приобрести данный финансовый инструмент влияют факторы как политического, так и экономического характера. По мнению мировых экспертов, ключевыми факторами, способствующими положительной динамике приобретения данного финансового инструмента, являются: изменение в налогообложении рублевых доходов по облигациям, страхование индивидуальных инвестиционных счетов, получение налоговых вычетов по индивидуальным инвестиционным счетам. Все эти меры оправдывают себя, так как увеличивается количество сделок с ценными бумагами эмитентов на вторичном рынке.

Облигационные займы компаний делятся на биржевые и корпоративные облигации. Проведенное аналитическое исследование позволило составить рейтинг компаний металлургического сектора фондового рынка по количеству привлеченных долговых финансовых ресурсов (табл. 4).

Уровень листинга характеризует степень соответствия ценной бумаги и ее эмитента требованиям, установленным Правилами листинга ПАО «Московская биржа». Ценные бумаги эмитента должны соответствовать требованиям законодательства РФ, в том числе нормативным актам Банка России. Для облигаций существуют дополнительные требования, к которым относятся объем выпуска, срок существования эмитента, отсутствие убытков, дефолта, наличие у эмитента уровня кредитного рейтинга, наличие обеспечения, соблюдение требований по корпоративному управлению [3].

Таблица 4

Облигационные займы компаний, в млрд руб.

Предприятие	Уровень листинга	Биржевая облигация	Корпоративная облигация	Сумма займа	Рейтинг займа
Мечел	III	45	40	85	1
Русал	III	30	–	60	2
	I	–	30		
Норникель	III	50	–	50	3
Северсталь	III	50	–	50	3
АЛРОСА	I	20	–	45	4
	III	25	–		
ММК	II	15	–	35	5
	III	20	–		
НЛМК	II	30	–	30	6
ТМК	III	20	–	20	7
Полюс	III	15	–	15	8
ЧТПЗ	II	5	–	5	9
Ашинский метзавод	II	1	–	1	10

\* Источник: составлено по данным ПАО «Московская биржа» [3].

Корпоративные облигации отличаются от биржевых обязательной регистрацией выпуска, проспекта и отчета об итогах выпуска, а также тем, что могут предусматривать право владельца ценной бумаги на получение не только номинальной стоимости и процента, но и иного имущественного эквивалента [5]. Для инвестора корпоративные облигации интересны тем, что доход по ним известен заранее, информация о компании – прозрачна, риск дефолта можно оценить предварительно, надежность ценных бумаг выше по сравнению с акциями того же эмитента. Данные облигации можно конвертировать в акции, досрочно погасить или перепродать на вторичном рынке. Биржевые облигации, так же как и корпоративные, могут быть беспрепятственно реализованы держателем на вторичном рынке.

Однако не все инвесторы приобретают облигации с долгосрочной целью. Многие из них предпочитают совокупный купонный доход на протяжении ближайшего года. И здесь анализ рыночных ставок демонстрирует большую доходность облигаций по сравнению с банковскими депозитными ставками на тот же период. По данным Банка России [6], максимальная процентная ставка по вкладам в рублях десяти крупнейших банков равна сейчас 8,7 %, а на протяжении 2017 года ее среднее значение составило 8,45 %. В отличие от банковской ставки купонная доходность облигаций составляла в среднем 10,55 %, а надежные бумаги с высоким кредитным рейтингом достигали уровня доходности до 12–13 % (табл. 5).

Таблица 5

Доходность финансовых инструментов  
металлургических компаний за 2017 год

Компания	Доходность акций, %			Доходность облигаций
	без учета дивидендов	с учетом дивидендов	дивидендный доход	купонный доход
<b>ММВБ /ОФЗ</b>	<b>-13,22</b>	–	–	<b>7,34</b>
АЛРОСА	-19,63	-10,47	9,16	12,86
Мечел, АО	-15,86	-15,86	0,00	12,5
Полюс	-2,96	0,48	2,48	12,1
Русал	52,42	52,42	0,00	12,0
Норникель	-11,04	-6,63	4,41	11,6
Ашинский МЗ	14,61	14,61	0,00	10,5
Северсталь	-8,98	-3,44	5,54	9,75
ЧТПЗ	71,15	77,78	6,63	9,7
ТМК	46,95	47,97	1,02	9,35
НЛМК	10,02	18,16	8,14	8,5
ММК	12,52	16,25	3,73	7,2

\* Источник: составлено по материалам сайта bcs-express [7].

Сравнивая дивидендный и купонный доход по компаниям металлургического сектора, видим, что компании не всегда выплачивают дивиденды, что может быть связано с дивидендной политикой предприятия или решением Совета директоров направить часть прибыли на реновацию. Выплата купонов является для эмитентов обязательной, так как представляет собой, по сути, оплату кредиторской задолженности. Согласно данным табл. 5, купонный доход превышает дивидендный по всем анализируемым предприятиям.

Наличие кредитного рейтинга, выставленного рейтинговым агентством Эксперт РА [8] подтверждает устойчивое развитие эмитента, высокий (или умеренно высокий) уровень кредитоспособности, финансовой надежности и устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации. В 2017 году рейтинг был присвоен ПАО «ЧТПЗ» (ruA+), ПАО «ТМК» (ruA), ПАО «АЛРОСА» (ruAA), что несомненно скажется на решении инвесторов по приобретению корпоративных облигаций.

Дополнительной выгодой от приобретения облигаций является процесс налогообложения ценных бумаг. С 1 января 2017 года вступили в силу изменения статьи 284 НК РФ, в соответствии с которыми снижена налоговая ставка по доходам в виде процентов по корпоративным облигациям с 20 до 15 процентов для юридических лиц [9]. Применение ставки 15 процентов предусмотрено по рублевым доходам, выплачиваемым по корпоратив-

ным облигациям российских эмитентов, выпущенных в период с 1 января 2017 года по 31 декабря 2021 года включительно.

Для физических лиц налог на доходы от владения ценной бумагой составляет 13 процентов. Причем финансовым результатом, подлежащим налогообложению, является разница между доходами, полученными от владения и реализации ценных бумаг и документально подтвержденными, и фактически осуществленными расходами [9]. Дополнительным преимуществом при приобретении облигаций с точки зрения налогообложения является тот факт, что с января 2018 года (с нового налогового периода) не станут облагаться налогом на купонные доходы те облигации, которые были эмитированы российскими компаниями с января 2017 года. Кроме того, если владелец бумаги планирует держать ее до погашения, то он освобождается от уплаты НДФЛ на разницу между ценой покупки и номиналом облигации. Дополнительную выгоду от вложений в корпоративные облигации инвестор может получить, открыв индивидуальный инвестиционный счет, дающий право на получение 13%-го налогового вычета. Ограничениями данной опции являются предел по сумме вычета 52 тыс. руб. и минимальный срок инвестирования – от 3 лет.

На сегодняшний день инвестору будут интересны облигации ЧТПЗ, доход по которым освобожден от НДФЛ с 1 января 2018 года (три выпуска 1р2, 1р3, 1р4 с доходностью к погашению – 9,17 %, 9,4 % и 8,82 % соответственно) [7].

Еще одной особенностью вторичного рынка облигаций является их ликвидность. Ликвидность ценных бумаг означает возможность торговать ими на любой фондовой бирже или в торговой системе. Характеризуется отношением количества заявок на покупку облигаций к количеству заявок на продажу. Чем выше данный показатель, тем ликвиднее ценная бумага. Сопутствующими ликвидности показателями являются количество сделок и их объем, а также разница между ценой покупки и продажи (спрэд). Чем выше объем торгов на бирже и ниже спрэд, тем ликвиднее облигация.

При определении уровня ликвидности инвестор должен обращать внимание на срок, оставшийся до момента погашения облигации, величину купонной ставки, наличие возможности у эмитента выкупить облигацию до погашения, а также на уровень риска неплатежа, который характеризуется рейтингом облигаций, показателем их кредитоспособности. Уровень ликвидности также определяется наличием облигации эмитента в ломбардном списке Банка России. По состоянию на февраль 2018 года к таким бумагам относятся облигации ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «ЧТПЗ», ПАО «Полюс», ПАО «ТМК» [6].

Потенциальному инвестору на рынке облигаций необходимо помнить о следующей особенности ценных бумаг: ликвидные маловолатильные облигации приносят меньшую доходность, но они более надежные. Вола-



тильные или продающиеся по низкой цене облигации – рискованные из-за худшего финансового состояния эмитента, но более доходные.

**Заключение.** Таким образом, в случае покупки облигаций, инвестор должен убедиться в надежности ценной бумаги, ее доходности и степени ликвидности. А дополнительной выгодой покупки облигации является экономия на налогообложении и возможность получить налоговый вычет по ценным бумагам. А инновационное развитие 2015–2025 годов придаст металлургическому комплексу принципиально новый технологический облик, который сформирует большую инвестиционную привлекательность ценных бумаг металлургов. В основе нового образа металлургических компаний будет интеграция процессов производства конструкционных материалов и процессов формообразования и обработки металлопродукции, их доминирования в металлургии в рамках единой технологической схемы.

#### Библиографический список

1. Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс] / Официальный сайт Росстата. – URL: <http://www.gks.ru/>.
2. Investfunds [Электронный ресурс]. – URL: <http://stocks.investfunds.ru/>.
3. ОАО Московская биржа [Электронный ресурс] / Официальный сайт ОАО Московской биржи. – URL: <http://moex.com/>.
4. Государственная программа от 15.04.2014, № 328 «Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности».
5. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
6. ЦБ РФ [Электронный ресурс] / Официальный сайт Центрального банка РФ. – URL: <http://www.cbr.ru/analytics/Plugins/LombardList.aspx>.
7. БКС-экспресс [Электронный ресурс]. – URL: [https://bcs-express.ru/no\\_vosti-i-analitika/luchshie-i-khudshie-aktsii-sektora-metallurgii-i-maininga-v-2017](https://bcs-express.ru/no_vosti-i-analitika/luchshie-i-khudshie-aktsii-sektora-metallurgii-i-maininga-v-2017).
8. Эксперт РА [Электронный ресурс] / Официальный сайт рейтингового агентства Эксперт РА. – URL: <https://raexpert.ru/>.
9. Федеральный закон от 5 августа 2000 года № 117-ФЗ.

[К содержанию](#)