

IPO и российский фондовый рынок

Ольга Ашпина

Российские химические компании запланировали провести IPO в предстоящем 2008 году. Будет ли это способствовать диверсификации источников финансирования, развитию российского фондового рынка и самих компаний?



Что есть IPO

В правильном понимании IPO — это первичное публичное размещение акций, когда компания выпускает их на фондовый рынок для продажи широкому кругу инвесторов. В России, как правило, трактуют понятие IPO более широко: к нему относят и вторичное размещение на рынке значительного пакета акций через механизмы публичного размещения. К этой категории относят:

- частное размещение среди узкого круга заранее отобранных инвесторов с получением листинга на бирже — placing, private offering;
- размещение компанией, чьи акции уже торгуются на бирже, дополнительного выпуска акций на открытом рынке — так называемое доразмещение или вторичное публичное размещение (fol-low-on);
- публичная продажа крупного пакета действующих акционеров — secondary public offering (SPO);
- прямые публичные размещения от эмитента (и силами эмитента) напрямую первичным инвесторам, минуя организованный рынок — direct public offering (DPO).

Все эти понятия объединяет главное — распространение акций среди широкого круга инвесторов, которое происходит публично.

Для чего проводят IPO

Публичное размещение акций позволяет компании финансировать свой рост, обеспечивает гибкость структуры капитала, снижает его стоимость и долговую нагрузку, максимизирует стоимость ком-

пании и обеспечивает ее ликвидность для акционеров.

Представим, что в жизни компании наступил момент, когда бизнес не может более успешно развиваться и для выхода на новые рынки или на совершенствование технологий необходимы либо дополнительные инвестиции, либо смена собственника — то есть компании элементарно необходимы деньги. В этом случае эффективным способом является проведение IPO. Ведь в случае, если у компании высокий уровень долговой нагрузки и незначительный поток для обслуживания долга, становится нецелесообразно привлекать заемный капитал, а размещение акций дает возможность привлечения дешевых заемных ресурсов. Однако IPO не только дает возможность привлечь финансовые ресурсы с рынка акционерного капитала. Главное — появляется возможность для обращения к этому источнику вновь и вновь.

Так, публично торгуемая компания, акции которой листингованы на бирже, при необходимости финансирования крупной M&A-сделки может в течение считанных дней, а не месяцев провести вторичное размещение или использовать торгуемые акции как валюту для платежа за актив. Получая акции покупателя в качестве компенсации, владелец компании-цели сможет продать их на рынке буквально на следующий день по текущим котировкам — нет большой разницы, получает он наличные деньги или акции, торгуемые на рынке. Акции же частных компаний расплатиться с продавцом актива будет гораздо сложнее. Но IPO одновременно служит способом защиты собственности от недружественного поглощения: собственник может скупать свои акции сам, пусть и ценой искусственного завышения стоимости компании. Такая «спекуляция», скорее всего, придется не по вкусу рейдерам.

Таким образом, выход на рынок IPO дает возможность создать «справедливую стоимость» компании, привлечь инвесторов — акционеров капитала, не создавая при этом потенциально опасной кредиторской задолженности, а также облегчает управление M&A-сделками.

Кредиты, векселя и облигации

Долгое время на российском рынке, в том числе и химическом, практически единственным источником финансовых ресурсов для компаний были банковские кредиты. В дальнейшем из-за отсутствия необходимой залоговой базы и большой долговой нагрузки компании стали искать другие источники финансирования и постепенно обращать взоры к облигациям.

Таблица 1. Сравнение акционерного и долгового финансирования

Инструмент финансирования	Преимущества	Недостатки
Долговое	Более быстрые сроки привлечения	Увеличивает риски
	Относительно низкая стоимость организации	Обязательные платежи в виде выплаты процентов, нагрузка на cash flow
	Не требует значительного раскрытия информации	Не дает оценки стоимости компании
	В целом дешевле	
Акционерное	Нет необходимости в обслуживании долга	Необходимость подготовки и публикации консолидированной финансовой отчетности по МСФО
	Получение оценки бизнеса рынком (основа при продаже долей, слияний)	Необходимость системы раскрытия информации и отношений с инвесторами
	Монетизация стоимости собственниками	Высокая стоимость организации размещения
	Прогрессивные формы мотивации менеджмента	
	Увеличение долговой емкости	
	Улучшение имиджа компании	

Весьма простой способ привлечения денег — через вексельные программы, однако этот инструмент наименее защищен на рынке и наиболее уязвим, у компаний химической промышленности распространения не получил. Выгода облигационного займа для эмитента в том, что это беззалоговый инструмент. Однако у него есть ряд ограничений — объем не менее 500 млн рублей, меньшие займы этот рынок не принимает.

Именно поэтому наиболее активными заемщиками посредством облигаций на химическом рынке вначале стали крупные компании: ОАО «Салаватнефтеоргсинтез», «Нижнекамскнефтехим» и «Сибур». Полученные от размещения облигаций средства шли в основном на рефинансирование долговых кредитов и реализацию инвестиционных проектов. Постепенно к выпуску облигаций стали подключаться другие компании. В 2006 году наиболее крупными заемщиками стали «Казаньоргсинтез», выпустивший облигаций на сумму 5 млрд рублей, сроком на 6 лет, при этом география размещения весьма обширна. Размещали облигации «Куйбышевазот» — на 2 млрд рублей, «Амтел» — объем выпуска 3 млрд, «Нэфис-Косметикс» — выпуск в объеме 1,5 млрд рублей и другие.

В текущем году среди крупных — можно отметить размещение по открытой подписке облигаций группы «Нитол», объемом 2,2 млрд рублей — на новые инвестиционные проекты по выпуску поликристаллического кремния,

«КЧХК-Финанс», структуры ОАО «Кирово-Чепецкий химический комбинат им. Константина» (3 млрд рублей) и «Сибур Холдинг» — в общей сумме на 3 млрд рублей. Максимальный срок выпуска облигаций на внутреннем рынке не превышает 6 лет. Общие объемы размещений последние 2 года практически не изменились. Финансовые аналитики отрасли считают, что, корпоративные облигации сегодня не решают полностью проблему привлечения финансов, несмотря на возможность и потенциал рынка облигаций.

Сегодня российские эмитенты химического рынка все чаще ориентируются на еврооблигации. Так, МХК «Еврохим» в текущем году завершила размещение пятилетних еврооблигаций на сумму 300 млн долларов по ставке 7,8 %. Евробонды размещены по закрытой подписке среди инвесторов из 20 стран мира, в том числе из Европы, Азии и офшорных зон США. 69 % инвесторов представлены управляющими компаниями и финансовыми институтами, 20 % — хедж-фондами, 11 % — клиентами частных банков. Лид-менеджерами выпуска еврооблигаций стали Citygroup, Global Markets Limited, ING Bank, London Branch, UBS Limited. Евробонды получили листинг на Ирландской фондовой бирже.

Имеет ли значение корпоративный облигационный рынок для российских IPO? Вне всякого сомнения, развитие рынка корпоративных облигаций отражает путь развития российского фондо-

ИНТЕРПЛАСТИКА 2008



2008

11-я международная
специализированная
выставка пластмасс и каучука

29.01 – 01.02.2008
Россия/Москва

ЦВК «Экспоцентр»
на Красной Пресне

www.interplastica.ru

Организаторы:

При поддержке:

Министерства промышленности и энергетики РФ
Министерства образования и науки РФ

Российского Союза Химиков
ЗАО «Росхимнефть»



Правительства Москвы

При содействии:



ЦВК «Экспоцентр»

Информационная поддержка:



Messe Düsseldorf GmbH
P.O. Box 10 10 06
D-40001 Düsseldorf
Germany
Phone +49/211/45 60-01
Fax +49/211/45 60-77 40
www.messe-duesseldorf.de



ООО «Мессе Дюссельдорф Москва»
Россия, 123 100 Москва,
Краснопресненская наб. 14/2
строение 2, павильон 7
Тел.: 495/256 73 95, 255 27 36
Факс: 495/225 27 71, 205 72 07
E-mail: info@messed.ru
www.messe-duesseldorf.ru



вого рынка и не только не препятствует, но и во многом способствует становлению рынка российских IPO, в основном за счет постоянного совершенствования инфраструктуры для размещения облигаций, которая с успехом может быть использована и для первичного публично-го размещения акций.

Все познается в сравнении

Тот факт, что в некоторых случаях акционерное финансирование привлекательнее долгового, не отрицает сегодня практически никто. В таблице 1 приведены преимущества и недостатки акционерного и долгового финансирования.

Химпром на фондовом рынке

Сегодня акции 21 химической компании России активно котируются на фондовом рынке, совокупная капитализация компаний составляет свыше 22 млрд долларов (после удачного IPO «Уралкалия»). Российские химические компании представлены на биржах России (РТС и ММВБ) и Германии (Франкфурт). «Амтел-Фредештайн» и «Уралкалий» — на Лондонской LSE.

Из таблицы видно, что абсолютными лидерами по капитализации среди компаний химпрома являются производители калийных удобрений, высокую капитализацию (свыше 1 млрд долларов) имеют «Акрон», «Салаватнефтеоргсинтез» и татарстанские «Нижнекамскнефтехим» и «Казаньоргсинтез». К компаниям средней капитализации — от 500 млн до 1 млрд долларов — можно отнести «Апатит», «Невинномысский Азот», «Тольяттиазот» и «Соду», остальные компании химического рынка имеют низкую капитализацию.

В целом химические компании занимают незначительную долю на российском фондовом рынке (см. диаграмму 1).

Первые ласточки за рубежом

В конце 2005 года крупный пакет акций своего предприятия на Лондонской фондовой бирже разместила компания «Никохим» (управляющая компания «Никоса»). Однако это IPO нельзя назвать российским в полном смысле этого слова — из-за того, что разместившаяся компания зарегистрирована в Великобритании. Входящая в состав холдинга компания Ziraх, владеющая волгоградским предприятием «Глобал-Каустик», привлекла в ходе IPO 13,7 млн долларов, разместив 30 % своих акций. Привлеченные средства были направлены на создание нового производства в Западной Европе и модернизацию производства

Таблица 2. Капитализация химических компаний

Компания	Капитализация, млн долларов
<i>Калийные удобрения</i>	
ОАО «Уралкалий»	9 430
ОАО «Сильвинит»	2 414
<i>Азотные удобрения</i>	
ОАО «Акрон»	1 118
ОАО «Дорогобуж»	257
ОАО «Аммофос»	268
ОАО «КЧХК»	317
ОАО «Апатит»	643
ОАО «Новомосковский Азот»	437
ОАО «Невинномысский Азот»	574
ОАО «Тольяттиазот»	767
ОАО «Череповецкий азот»	309
КОАО «Азот»	224
ОАО «Азот» (г. Березники)	251
ОАО «Минудобрения» (г. Пермь)	186
<i>Нефтехимические компании</i>	
ОАО «Салаватнефтеоргсинтез»	1,33
ОАО «Нижнекамскнефтехим»	1,03
ОАО «Казаньоргсинтез»	1,13
ОАО «Воронежсинтезкаучк»	96
ОАО «Уфаоргсинтез»	327
ОАО «Амтел-Фредештайн»	370
<i>Другие</i>	
ОАО «Сода» (г. Стерлитамак)	799
ОАО «Метафракс»	294

По данным «Тройка Диалог»

«Глобал-Каустик».

Лишь одна российская компания из отрасли провела удачное крупное публичное размещение на зарубежной бирже — ОАО «Уралкалий». Осенью 2007 года основной владелец ОАО «Уралкалий» Дмитрий Рыболовлев продал 14,38 % акций компании по верхней границе ценового диапазона — 3,5 доллара за акцию (17,5 долларов за GDR), установленного для IPO. Сумма сделки составила 948 млн долларов.

Инвесторам, купившим акции «Уралкалия», повезло. В первый день предварительных торгов на LSE GDR подорожали на 26,9 % к цене размещения до 22,2 доллара за расписку, капитализация составила 9,43 млрд долларов — столько компания никогда не стоила. Объем сделок с GDR составил 221,01 млн долларов. Торги в РТС завершились на 24,3 % выше цены размещения (4,35 доллара за штуку), их объем составил 35,9 млн

долларов (0,39 % от уставного капитала). Ровно год назад «Уралкалий» первым среди отечественных компаний отказался от процедуры проведения IPO, по официальной формулировке — из-за слишком низкой оценки бизнеса инвесторами.

Аналитики успех данного IPO объясняют тем, что размещение проводилось во время кризиса ликвидности на мировых финансовых рынках. Запланированные на эту осень IPO ряда российских компаний не состоялись, а деньги под инвестиции в РФ были выделены. Есть мнение, что реальная переоценка бизнеса «Уралкалия» произошла благодаря росту мировых цен на основную продукцию компании — хлористый калий.

Но не все эмитенты могут говорить об успехе на зарубежных биржах. Более чем вдвое подешевели бумаги шинного холдинга «Амтел-Фредештайн». Напомним, что в ноябре 2005 года компания провела IPO по цене 11 долларов за акцию. Эксперты объясняют это двумя факторами: падением отраслевого шинного бизнеса и изначально высокой ценой размещения ценных бумаг.

Анализ биржевых историй компаний, разместивших свои акции на российских и зарубежных биржах, показывает, что иногда капитализация растет быстрее после внутреннего размещения, так как акции активно поддерживаются в периоды падения внешних рынков внутренним спросом. К тому же, не у всех эмитентов бренд имеет высокую узнаваемость за рубежом, бизнес многих российских компаний, в том числе и химических, может быть более понятным и привлекательным прежде всего для российских инвесторов. Хотя для инвесторов большой разницы для листинга на российской бирже или международной нет.

Проблемы и решения

Россия заметно отстает от других развивающихся стран по соотношению среднегодового объема IPO и ВВП. В чем же причины медленного развития IPO в России? Эксперты сходятся во мнении, что главное — недостатки корпоративного права и законодательства о рынке ценных бумаг, проблемы защиты прав собственности, особенно миноритариев. Что касается химической отрасли, которая имеет множественные переделы сырьевых потоков, является капиталоемкой с устаревшими основными фондами и технологиями, то она, несмотря ни на что, представляет интерес для инвесторов и акционерного финансирования — нельзя забывать об относительной доступности сырья и росте спроса на внутреннем рынке.

Проблемой, мешающей компаниям

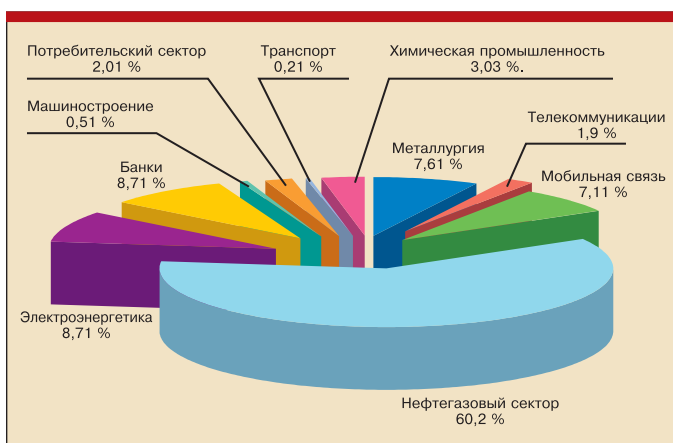


Диаграмма 1.
Доля различных секторов в капитализации на российском фондовом рынке

проводить IPO, эксперты считают большой срок между продажей компанией акций инвестору и вторичными торгами. Из-за этого IPO проводится в виде публичной продажи акционерами своего пакета акций существующего выпуска. Параллельно компания регистрирует новую эмиссию, размещаемую среди акционеров по закрытой подписке. За счет средств от продажи части пакета акций «старого» выпуска акционеры, используя преимущественное право, выкупают доли нового выпуска, что позволяет сразу же вывести акции на вторичный рынок. При этом возникают лишние юридические сложности и проблемы с иностранными инвесторами. Шаг к ликвидации этой проблемы сделан — изменен порядок осуществления преимущественного права приобретения ценных бумаг. Минимальный срок для предоставления заявлений о приобретении ценных бумаг снижен до 20 дней.

Российское законодательство обеспечивает слабую защиту от нежелательных инвесторов в ходе открытого размещения акций. Компания не может выбирать инвесторов, в пользу которых будет проведено размещение.

Развитие рынка IPO тормозит и неразвитость российского фондового рынка и его инфраструктуры, которая все еще затратна и недостаточно эффективна. Отсутствует единая система учета прав на ценные бумаги, так и не создан Центральный депозитарий.

С целью развития российского фондового рынка и увеличения числа первичных размещений ФСФР в начале года упростила процедуру первичного размещения акций на российских биржах, фактически приведя ее в соответствие с требованиями LSE.

Перспективы

Сегодня российский рынок IPO отличается низким free float — объемом бумаг, находящихся в свободном обращении.

Однако в ближайшие два года ситуация с IPO химических компаний может существенно измениться.

В текущем году некоторые ведущие компании объявили о проектах публичного размещения ценных бумаг. Так, в первой половине 2008 года «Акрон» планирует пройти процедуру листинга своих GDR в Лондоне. В дальнейшем возможно проведение SPO, в рамках которого инвесторам может быть предложено до 20 % акций как из бумаг, принадлежащих существующим акционерам, так и из возможной новой эмиссии. ОАО «Акрон» планирует провести IPO во втором полугодии 2008 года, предложив рынку до 20 % акций, размещение намечено на площадке Лондонской фондовой биржи. Однако компания пока не определилась, потребуются ли для проведения IPO допэмиссия акций или будет размещаться доля имеющегося уставного капитала. До этого в рамках холдинга «Акрон» и ОАО «Дорогобуж» на единую акцию. Решение об этом будет принято в ближайшее время. Большую часть полученных средств компания направит на реализацию инвестиционной программы на 2007–2011 гг. «Акрону» требуется более 700 млн долларов для освоения месторождения фосфатного сырья «Олений ручей», увеличение мощностей по производству карбамида на 515 тыс. т в год, метанола — на 300 тыс. т, КФС — на 100 тыс. т, а также на строительство морского терминала в Эстонии.

Компания «Сибур Холдинг» также заявила о возможном первичном публичном размещении акций в 2008 году для финансирования инвестиционной программы и приобретений. «Сибур» планирует инвестировать 4 млрд долларов в развитие существующего бизнеса и покупку новых активов в ближайшие 4–5 лет. Часть средств пойдет на новые покупки в секторе минеральных удобрений. Аналитики считают, что во время размещения акций «Сибур» мог бы привлечь около 1 млрд долларов.

Задумываются об IPO и небольшие частные химические предприятия, желающие получить оценку инвесторов — как полагают аналитики, накануне продажи этого бизнеса его акционерами. Планирует разместить менее блокирующего пакет акций на одной из российских биржевых площадок «Куйбышевазот». Впервые информация о том, что «Куйбышевазот» хочет провести IPO, появилась, когда компания была преобразована из ЗАО в ОАО. Тогда руководство предприятия не исключало возможности проведения допэмиссии с целью ее дальнейшей продажи стороннему инвестору. В августе 2006 года обыкновенные акции «Куйбышевазота» даже появились в листинге РТС (сейчас ее стоимость — более 400 млн долларов), но в итоге от IPO руководство компании отказалось. Это решение было связано с ухудшившимися финансовыми показателями из-за роста цен на бензол, который служит сырьем для капролактама (комбинат контролирует 30 % этого рынка). Однако кризис был временным, и теперь в «Куйбышевазоте» вновь вернулись к идее размещения акций на бирже.

МХК «Еврохим» напротив отказалась от IPO, не исключая возможности проведения размещения в будущем. «Еврохим» рассматривал возможность проведения IPO для финансирования калийного проекта, стоимость которого оценивается в миллиард долларов, однако, компания пришла к выводу, что пока сможет финансировать этот проект за счет долгового финансирования — евробондами или кредитами. Как заметил директор «Еврохима» по финансам и экономике Николай Пилипенко, чистый поток наличности (cash-flow) у «Еврохима» составляет примерно 250 млн долларов, что позволяет компании покрывать текущие затраты без привлечения стороннего финансирования.

Так что и на российском рынке, «зараженном вирусом» IPO, не все компании мечтают приступить к публичному размещению ценных бумаг. Две трети внешних источников финансирования по-прежнему приходится на старые добрые кредиты — обычные и синдицированные — российских и зарубежных банков. Более того, компании, ориентированные на долгосрочное развитие, а не на мгновенную фиксацию своей рыночной стоимости и выход акционеров из бизнеса, все же предпочитают IPO сделки со стратегическими инвесторами — как с отечественными отраслевыми лидерами, так и с зарубежными. Стратегический инвестор, как правило, выгодно портфельного, так как приносит не только финансовые средства, но и технологии и гораздо лояльнее относится к трудностям на пути реализации планов развития компании. ■