Владислав Сидоров,
аналитик, НБ «ТРАСТ»

ПРЕМИАЛЬНЫЕ для банков

ПРИ СРАВНИМОМ КРЕДИТНОМ КАЧЕСТВЕ ЭМИТЕНТОВ ИЗ РАЗНЫХ СЕКТОРОВ ЭКОНОМИКИ ОБЛИГАЦИИ, ВЫПУЩЕННЫЕ БАНКАМИ, ЧАСТО ВОСПРИНИМАЮТСЯ ИНВЕСТОРАМИ В КАЧЕСТВЕ БОЛЕЕ РИСКОВАННЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ПО СРАВНЕНИЮ С БОНДАМИ ЗАЕМЩИКОВ ИЗ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА. СЧИТАЕТСЯ, ЧТО БАНКОВСКИЕ ОБЛИГАЦИИ ДОЛЖНЫ ПРЕДЛАГАТЬ ОПРЕДЕЛЕННУЮ ПРЕМИЮ К КОРПОРАТИВНЫМ БУМАГАМ. В ДОКРИЗИСНЫЕ ВРЕМЕНА ОНА СОСТАВЛЯЛА В СРЕДНЕМ 50–100 Б. П.

В данной статье мы попробовали проанализировать все за и против данной точки зрения, а также посмотреть на исторические спреды между некоторыми облигациями банков и корпоративных заемщиков и оценить, насколько они оправданны. При этом при анализе рассматривались заемщики с похожими кредитными рейтингами и имеющие одинаковую либо схожую структуру акционеров.

Одной из основных предпосылок к наличию премии за финансовый риск, по мнению многих участников рынка, является тот факт, что корпоративные эмитенты имеют, как правило, качественные активы, которые в отличие от активов банков могут быть гораздо проще реализованы в случае банкротства компании. Кроме того, активы корпоративных заемщиков, значительная часть которых представлена основными средствами, как правило, легче оценить. В свою очередь, реальное качество кредитного портфеля банка, составляющего основную долю его активов, инвестору, не имеющему доступа к внутренней информации банка, оценить практически невозможно. Особенно в случае, если банк не готовит отчетность по международным стандартам.

Стоит добавить, что российские банки часто очень изощренно подходят к оценке собственного кредитного портфеля, не желая показывать реальное качество активов. Эта позиция вполне понятна — при отражении действительного уровня просрочки банк будет вынужден значительно увеличить отчисления в резервы, что окажет давление на его рентабельность и может привести к необходимости привлекать дополнительный капитал. Это особенно непросто для небольшого банка, не имеющего сильной поддержки со стороны акционеров.

Несмотря на справедливость мнения о том, что инвестиции в корпоративные облигации более защищены, чем вложения в банковские бумаги, в российских реалиях оно, к сожалению, далеко не всегда верно. Как показывает практика, акционеры в случае проблем с погашением долга часто выводят активы с баланса компании-заемщика задолго до процедуры банкротства, и в итоге кредиторам по необеспеченному долгу, к которому как раз относятся держатели облигаций, ничего не достается. Кроме того, некоторые российские облигации выпускаются не операционными компаниями, а специально созданными дочер-

ними организациями (очень часто они имеют приставку «финанс» в названии), на балансе которых нет существенных активов. При банкротстве такой «дочки» на предъявление кредиторами претензий к основной компании, как правило, уходит слишком много времени, в течение которого акционеры могут беспрепятственно реализовать имущество либо перевести его на третью компанию. В связи с этим возникает вопрос: насколько существенным преимуществом для держателей облигаций является тот факт, что компания обладает качественными активами?

Дополнительными аргументами в пользу банковских облигаций могут служить следующие факты. Во-первых, основными покупателями банковских облигаций, по крайней мере на российском рынке, являются сами банки. Они, как никто другой, могут наиболее объективно оценить финансовое положение заемщиков, работающих в том же секторе. В случае если кредитное качество банка выглядит сомнительно, он вряд ли сможет продать свои облигации при первичном размещении.

Во-вторых, как показали события последнего года, государство крайне не заинтересовано в дефолте и банкротстве банков. Несмотря на кризисную ситуацию конца 2008 — начала 2009 года, лишь один банковский эмитент (банк «Электроника») допустил дефолт. Даже крупные банки, испытавшие значительные проблемы с ликвидностью (Связь-Банк, «Глобэкс», «Кит Финанс», Банк «Союз»), были спасены государством. Очевидно, что банкротство даже одного крупного игрока в банковском секторе может привести к массовому бегству вкладчиков, в том числе и из наиболее надежных госбанков. А это вряд ли входит в планы правительства. Безусловно, господдержка не может быть безграничной, однако нельзя исключать и тот факт, что спасение крупных банков из топ-30 в случае такой необходимости является одним из приоритетов для государства.

В любом случае при оценке кредитных рисков и определении конкретных премий между бумагами разных эмитентов в расчет должна браться совокупность факторов, оказывающих влияние на доходность той или иной облигации. Поэтому, на наш взгляд, вряд ли можно говорить о каком-то универсальном размере премии за финансовой риск (если она вообще должна быть) и подходе к ее определению.

Добавим, что в текущих условиях совершенно точно нельзя оценивать размер премии, исходя лишь из кредитных рейтингов эмитентов. Поэтому часто применявшийся раньше простейший подход к расчету компенсации за риск, когда одна ступень рейтинга приравнивалась к 50 б. п., в условиях кризиса может дать чересчур грубые оценки.

На наш взгляд, рейтинги скорее стоит использовать в качестве некой отправной точки при проведении кредитного анализа. Наличие одинаковых рейтинговых оценок в последнее время не всегда свидетельствует о схожем кредитном качестве эмитентов. Это объясняется, например, различием в методологии и подходах отдельных рейтинговых агентств, а также в их взглядах на отдельные сектора экономики. В частности, Standard & Poor's гораздо более консервативно подходит к оценке перспектив банковского сектора России и других стран СНГ, нежели агентства Fitch и Moody's, что отражено в рейтингах банковских эмитентов.

КРАТКИЙ АНАЛИЗ СПРЕДОВ ПО ОТДЕЛЬНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ

ГАЗПРОМ VS КРУПНЕЙШИЕ ГОСБАНКИ

Одними из наиболее интересных спредов между банковскими и корпоративными облигациями, на наш взгляд, являются спреды между облигациями банков ВТБ (Baa1/BBB/BBB) и Сбербанк (Baa1/BBB/BBB), — с одной стороны, и крупнейшей российской госмонополии «Газпром» (Baa1/BBB/BBB) — с другой. Для сравнения мы использовали исторические доходности по еврооблигациям эмитентов, имеющим одинаковую дюрацию. Так, мы сравнили доходности по бумагам SBER13N и GAZ13NN, а также VTB18 и GAZ18.

График 1. Исторический спред по еврооблигациям SBERBANK13N И GAZPROM13NN

Источник: TPACT

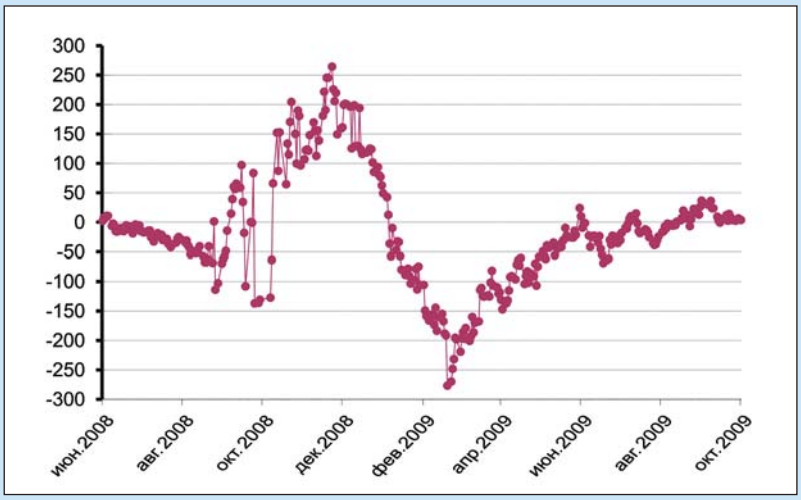
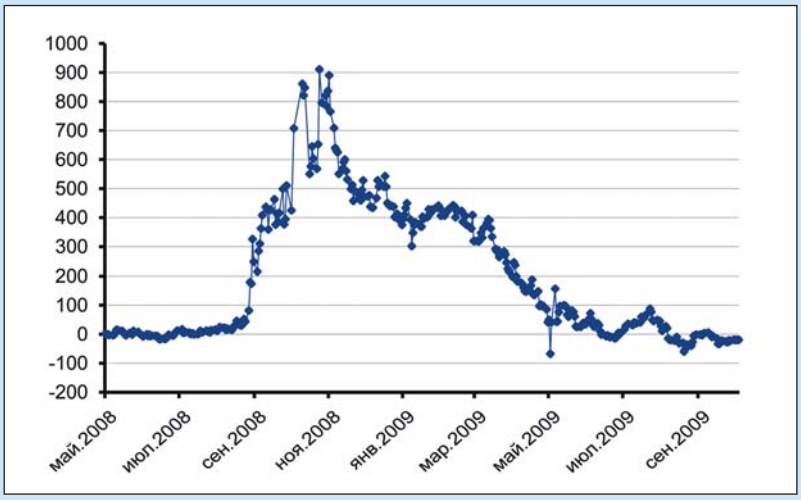


График 2. Исторический спред по еврооблигациям VTB18 И GAZPROM18

Источник: TPACT



Структура акционеров сравниваемых нами эмитентов фактически идентична. И в госбанках, и в Газпроме государству принадлежит контрольный пакет акций, остальная часть обращается на свободном рынке. Кредитные рейтинги компаний абсолютно одинаковые. Кроме того, текущее кредитное качество ни одного из рассматриваемых эмитентов не может вызывать опасений. Государство оказывает значительную поддержку госбанкам, периодически увеличивая их капитал. Поэтому, даже несмотря на не самые выдающиеся финансовые результаты ВТБ в последний год, его кредитный профиль по-прежнему выглядит очень сильно. Исходя из вышесказанного, на наш взгляд, спреды между облигациями двух крупнейших госбанков и Газпрома должны стремиться к нулю. Как видно на графиках, исторически они находились как раз около этих уровней.

График 3. Исторический спред по еврооблигациям ALFABANK 13 И VIMPELCOM 11 *Источник: ТРАСТ*

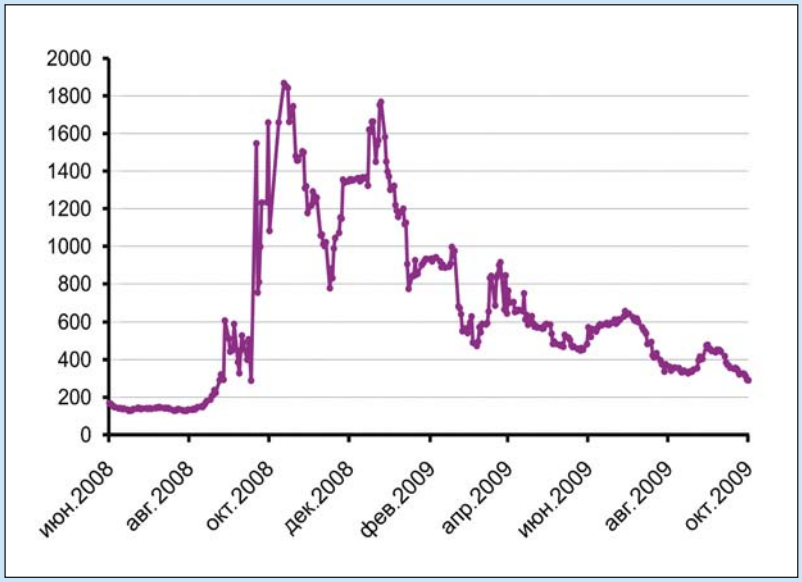
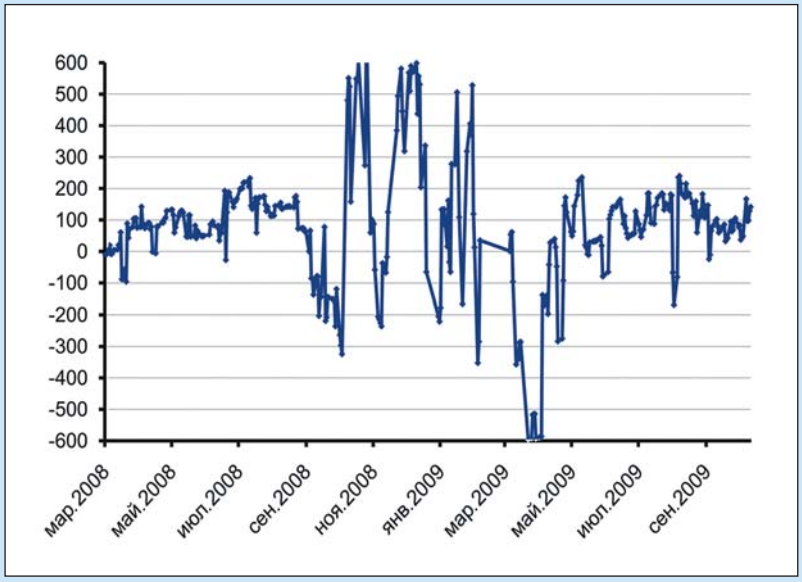


График 4. Исторический спред по рублевым облигациям «ТРАНСКРЕДИТБАНК, 1» И «ТРАНСКОНТЕЙНЕР, 1» *Источник: ТРАСТ*



АЛЬФА-БАНК И «ВЫМПЕЛКОМ»

В качестве еще одного примера спредов рассмотрены доходности по еврооблигациям Альфа-Банка (Ba1/B+/BB-) и «ВымпелКома» (Ba2/BB+/NR). Мы использовали бумаги, имеющие примерно одинаковую дюрацию — Alfabank 13 (с путом в 2011) и Vimpelcom 11 (с погашением в 2011 году). Альфа-Банк полностью контролируется Альфа-Групп, в то время как в «ВымпелКоме» холдингу принадлежит 44%. Еще 29% акций мобильного оператора находится в собственности норвежской компании Telenor, а 26% обращается на Нью-Йоркской бирже. Учитывая более сильную структуру акционеров «ВымпелКома» после разрешения многолетнего конфликта между Telenor и Альфа-Групп, а также тот факт, что кризисн оказали значительно более сильное влияние на финансовое состояние Альфа-Банка, мы считаем, что разница в кредитных рейтингах в две-три ступени является вполне адекватной. До кризиса спред между бумагами Альфа-Банка и «ВымпелКома» находился в районе 150 б. п. В настоящее время он составляет около 300 б. п., однако проявляет тенденцию к постепенному сокращению. Мы ожидаем, что спред имеет потенциал к дальнейшему снижению до 200 б. п.

СПРЕДЫ ПО ОБЛИГАЦИЯМ ДОЧЕРНИХ ОРГАНИЗАЦИЙ РЖД — ТРАНСКРЕДИТБАНК (BA1/BB/NR) И «ТРАНСКОНТЕЙНЕР» (BA2/NR/ BB+)

Контролирующим акционером обоих эмитентов является госмонополия РЖД. Финансовый кризис не оказал значительного негативного воздействия на отрасль железнодорожных перевозок. Так, по данным РЖД, сокращение перевозок по большинству грузов в первые девять месяцев 2009 года составило в среднем 15–20%. Кредитный профиль «Трансконтейнера», на наш взгляд, выглядит очень сильно. Так, EBITDA за 2008 год составила около 7 млрд руб., а операционный денежный поток приблизился к 5 млрд руб. При этом единственным долговым обязательством компании является выпуск рублевых облигаций на 3 млрд руб.

Что касается ТрансКредитБанка, то его кредитное качество также не вызывает опасений. Высокий запас ликвидности (на конец первого полугодия 2009 г. он составил более 43 млрд руб. при общем объеме публичного долга в 32 млрд руб.) и отсутствие проблем с нехваткой капитала в краткосрочной перспективе (коэффициент общей достаточности капитала около 14%) должны позволить банку эффективно противостоять негативным рыночным колебаниям.

На рублевом рынке спред между облигациями «Транскредитбанк, 1» (с погашением в июне 2010 г.) и «Трансконтейнер, 1» (с пут-опционом в марте 2010 года) до кризиса находился в диапазоне 100–200 б. п. В последнее время спред вернулся на докризисные уровни. Учитывая сильное финансовое состояние обоих эмитентов, а также сравнимые кредитные рейтинги, мы ожидаем сокращения спреда между их облигациями до 0–50 б. п.

БАНК «РУССКИЙ СТАНДАРТ» И «ВИММ-БИЛЛЬ-ДАНН»

В качестве одного из классических примеров премии за финансовый риск можно привести спред между рублевыми облигациями банка «Русский Стандарт» (Ba3/B+/BB-) и компании «Вимм-Билль-Данн» (Ba3/BB-/NR). Мы взяли для иллюстрации облигации «Русский Стандарт-5» (погашение в сентябре 2010 года), с одной стороны, и «ВБД, 2» и «ВБД, 3» — с другой (погашение и пут-опцион в конце 2010 года соответственно).

В отличие от описанных выше примеров, в этом случае эмитенты не имеют общих акционеров, однако кредитные рейтинги эмитентов практически идентичны. Обе компании сосредоточены на обслуживании розничного сегмента, при этом контролирующими акционерами являются российские бизнесмены. Докризисный спред между облигациями составлял 200–300 б. п. Текущие спреды находятся в на уровне районе 500 б. п. Заметим, что в данном случае наличие одинаковых рейтингов как раз не гарантирует одинаковую доходность по облигациям.

Рынок более пессимистично оценивает перспективы банка «Русский Стандарт», и этому есть вполне логичное объяснение. Качество его активов не на высоте. По данным РСБУ, на конец августа 2009 года доля просроченной задолженности приблизилась к 27%. В связи с высоким уровнем просрочки с начала 2009 года «Русский Стандарт» сократил розничный кредитный портфель на 23 млрд руб. (-21%). Тем не менее кредитная организация явно не испытывает проблем с нехваткой капитала. Так, коэффициент достаточности капитала Н1 по РСБУ составил 22.95% на 01.10.2009. Очевидно, что банк имеет существенный запас прочности для дальнейшего абсорбирования убытков по кредитному портфелю.

Кредитное качество «Вимм-Билль-Данн» в данный момент выглядит устойчиво. На конец первого полугодия 2009 года показатель «долг/EBITDA» компании находился на умеренном уровне — 1.5x.

График 5. Исторический спред по российским облигациям «РУССКИЙ СТАНДАРТ, 5» И «ВБД, 2» *Источник: ТРАСТ*

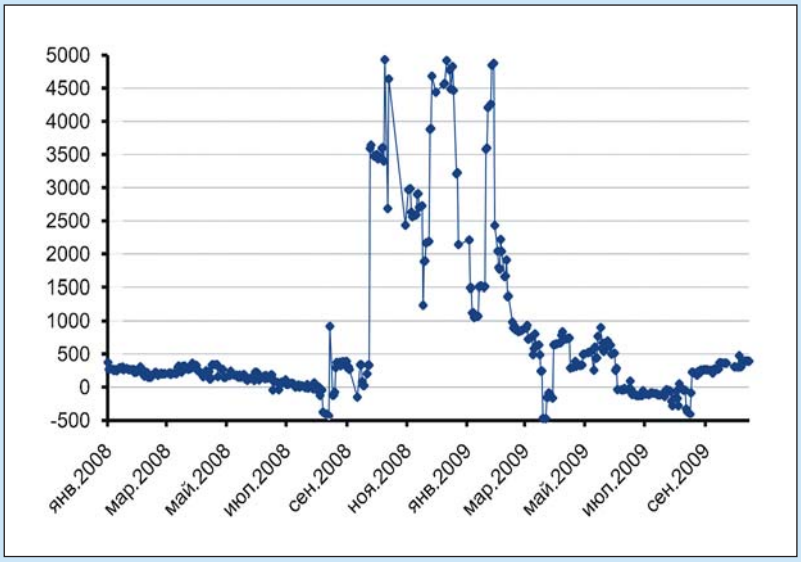
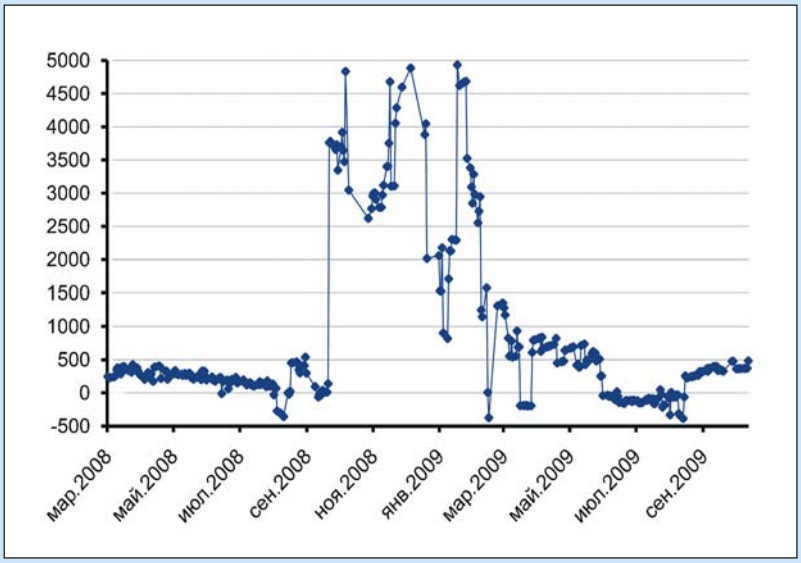


График 6. Исторический спред по российским облигациям «РУССКИЙ СТАНДАРТ, 5» И «ВБД, 3» *Источник: ТРАСТ*



Ликвидных активов ($227 млн на30.06.2009) было более чем достаточно для покрытия краткосрочного долга ($26 млн). За первое полугодие 2009 года компания получила прибыль в размере $65 млн (-17%, год к году).

Мы считаем, что текущие спреды между российскими облигациями банка «Русский Стандарт» и компании «Вимм-Билль-Данн» имеют потенциал к сокращению как минимум до 300 б. п. Но это, скорее всего, произойдет в случае стабилизации качества активов банка.