Алексей БУЛГАКОВ,
кредитный аналитик, ИК «Тройка Диалог»

Еврооблигации эмитентов Казахстана формируют достаточно специфический и обособленный сегмент рынка корпоративных эмитентов развивающихся стран. В силу тесных экономических и культурных связей между Россией и Казахстаном, а также схожести макроэкономических факторов, определяющих развитие обеих стран, инвесторы на международных рынках капитала применяют схожие критерии при оценке кредитного риска корпоративных эмитентов обоих регионов. После начала последнего кредитного кризиса существенным образом изменились как структура эмитентов казахского сектора, так и структура инвесторов в него. Данные изменения вполне логически следуют из продиктованных кризисом серьезных изменений экономического ландшафта Казахстана.

Казахский КОЛОРИТ

«ОБЪЕМ ЕВРООБЛИГАЦИЙ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА СУЩЕСТВЕННО СОКРАТИЛСЯ ПОСЛЕ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ДОЛГОВ БТА, БАНКА «АЛЬЯНС» И ТЕМИРБАНКА, НО ВСЕ РАВНО СОСТАВЛЯЕТ ОКОЛО ПОЛОВИНЫ ОТ ОБЩЕГО ОБЪЕМА ВЫПУСКОВ КАЗАХСКИХ ЭМИТЕНТОВ В ОБРАЩЕНИИ»

СТРУКТУРА ЭМИТЕНТОВ

До 2008 года в структуре эмитентов сектора преобладали коммерческие банки (около $20 млрд из $23 млрд еврооблигаций в обращении). НК «Казмунайгаз» выпустил свои первые евробонды только после начала «первой» волны кризиса весной 2008 года. В настоящее время объем еврооблигаций банковского сектора существенно сократился после реструктуризации долгов БТА, банка «Альянс» и Темир-Банка, но все равно составляет около половины от общего объема выпусков казахских эмитентов в обращении. Собственно говоря, по сравнению с 2007 годом очень сильно изменилась и структура внешнего долга Казахстана — до кризиса около 50% внешних обязательств приходилось на банки, в то время как на конец 2010 года, по нашим оценкам, на банки будет приходиться не более 15% внешнего долга страны. Следует отметить, что внешний долг страны за данный отрезок времени вырос всего на 10%. Можно назвать несколько причин, способствовавших возникновению данного феномена.

Крушение иллюзий коммерческих банков. Существенные проблемы, возникшие у нескольких крупнейших коммерческих банков страны в 2008–2009 годах, явились причиной последующей реструктуризации их долга. Практически все банки страны на какое-то время были отрезаны от международных рынков капитала и сокращали внешнюю задолженность за счет внутренних источников фондирования. Сам процесс реструктуризации (замена старых обязательств банков на новые в меньшем объеме) также привел к сокращению внешней задолженности сектора. После завершения реструктуризации проблемных банков «хорошие» банки страны обнаружили, что размер спроса на банковские услуги на внутреннем рынке все-таки существенно ниже, чем объем активов банковской системы, и что они, собственно говоря, не нуждаются в привлечении внешних заимствований для ведения активных операций — притока депозитов вполне достаточно.

Инвестиционные планы реального сектора. Казахстан является ярко выраженной экспортно ориентированной страной, и от введения в эксплуатацию новых месторождений полезных ископаемых (в частности, гигантского нефтяного месторождения Кашаган) зависят как темпы экономического роста страны, так и состояние ее платежного баланса и структура долга перед следующим мировым финансовым кризисом (а он когда-то опять наступит). Финансовые потоки НК «Казмунайгаз» и ее дочерних предприятий существенно меньше ее инвестиционных потребностей, отсюда существен-

ное увеличение ее долга и торгуемых облигаций в обращении за последние два года.

Посткризисные процессы смены собственников отдельных экономических субъектов. Увеличение долга НК «Казмунайгаз» частично объясняется сделками по приобретению активов, совершенными корпорацией в кризисный период как в Казахстане, так и за его пределами.

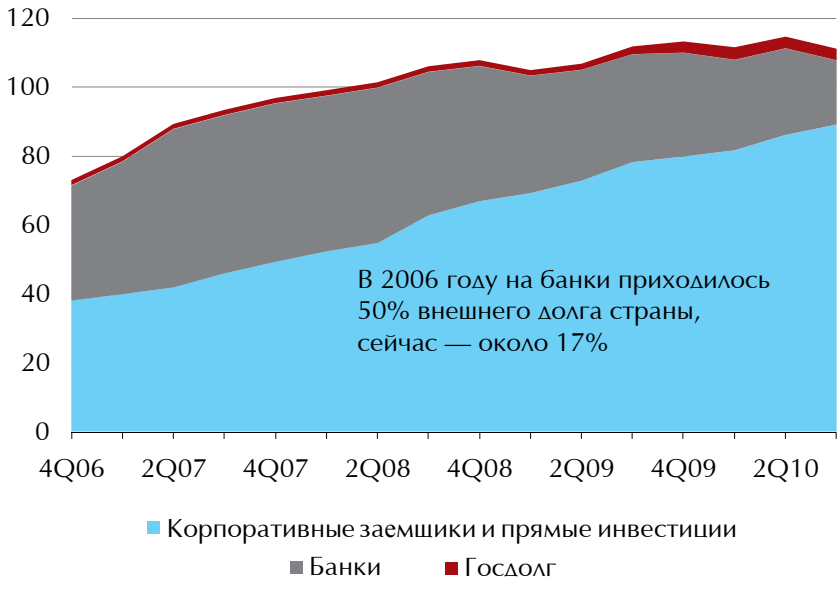
Стоит отметить, что экономический ландшафт Казахстана весьма своеобразен. Во-первых, при огромной территории и богатейших природных ресурсах страна очень неплотно заселена (общая численность населения составляет 15 млн человек). Во-вторых, подавляющая часть ВВП страны создается крупными компаниями, добывающими полезные ископаемые, которые не используют локальные банки для фондирования своей деятельности. Наличие существенной внешней задолженности у банковского сектора страны в докризисный период являлось скорее негативным последствием «гонки за ростом», предпринятой банками страны в 2005–2007 годы на волне ожидаемого прихода в страну крупных зарубежных банков. Кризис навсегда перечеркнул иллюзии банков страны по поводу возможности быстрого роста за счет международной экспансии, фондируемой с локального баланса. Перераспределение внешнего долга страны из кредитно слабого сектора (коммерческих банков) в кредитно сильный сектор (крупные компании сырьевой направленности) является, на наш взгляд, логичным и правильным процессом.

Своеобразностью корпоративного ландшафта Казахстана объясняется и практическое отсутствие еврооблигаций от небанковских эмитентов, не контролируемых государством. Крупные частные компании страны, не являющиеся дочерними предприятиями глобальных зарубежных индустриальных корпораций, можно легко пересчитать по пальцам одной руки, а средних по величине компаний, обладающих достаточным размером баланса для выпуска еврооблигаций, просто нет.

СТРУКТУРА ИНВЕСТОРОВ

Как это ни странно звучит, в структуре инвесторов в казахские еврооблигации до кризиса преобладали инвесторы скорее долгосрочного типа «держать до погашения» (интересно, что в процессе реструктуризации еврооблигаций банка «Альянс» обнаружилось, что непропорционально большой объем бумаг находится у небольших азиатских инвесторов). В процессе реструктуризации «плохих» банков структура инвесторов в банковские облигации казахских эмитентов претерпела серьезные изменения — из нее практически исчезли долгосрочные институциональные инвесторы, зато существенно возросла доля спекулянтов. Значительную пропорцию держателей выпусков БТА и, возможно, «Альянса» до сих пор составляют «реструктурированные» кредиторы, которые по понятным причинам не испытывают особой приязни к банковской системе страны и сократят присутствие в бумагах при первом удобном случае.

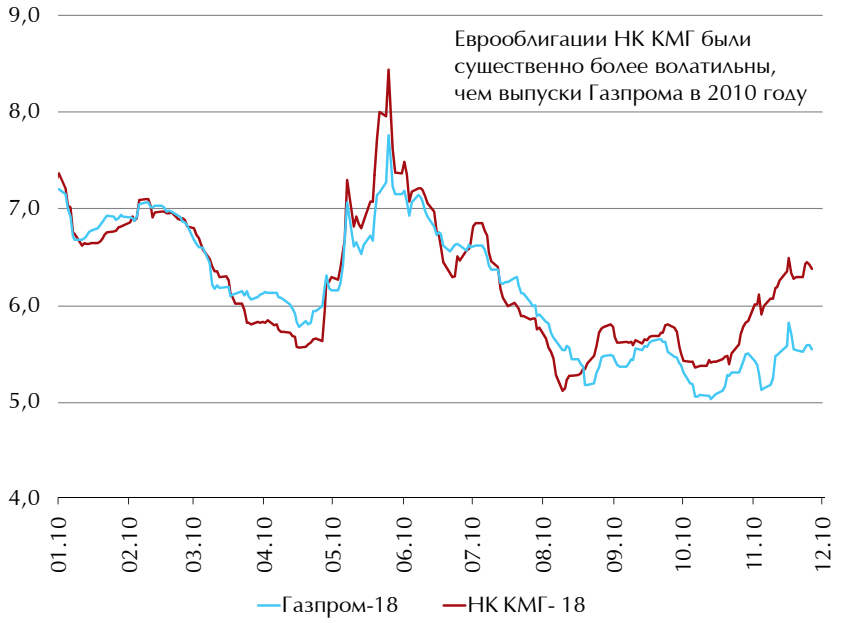
Облигации квазисуверенных казахских эмитентов — НК КМГ, КТЖ, «Интергаз», «КазАтомПром», — напротив, находятся в основном в портфелях инвесторов с длинным инвестиционным горизонтом. Особенно стоит выделить группу инвесторов, использующих в качестве ориентира практически единственный «инвестируемый» индекс для еврооблигаций стран развивающихся рынков, индекс JP Morgan EMBIG. Он включает в себя только выпуски суверенных еврооблигаций, а также выпуски евробондов эмитентов, на 100% принадлежащих государству. Для всех перечисленных казахских эмитентов долгосрочные выпуски объемом свыше $500 млн включены в данный ин-



Источники: НБК, Тройка Диалог

Рисунок 1
Структурные изменения во внешнем долге Казахстана, 2006-2010 гг.

«КРУПНЫЕ ЧАСТНЫЕ КОМПАНИИ СТРАНЫ, НЕ ЯВЛЯЮЩИЕСЯ ДОЧЕРНИМИ ПРЕДПРИЯТИЯМИ ГЛОБАЛЬНЫХ ЗАРУБЕЖНЫХ ИНДУСТРИАЛЬНЫХ КОРПОРАЦИЙ, МОЖНО ЛЕГКО ПЕРЕСЧИТАТЬ ПО ПАЛЬЦАМ ОДНОЙ РУКИ, А СРЕДНИХ ПО ВЕЛИЧИНЕ КОМПАНИЙ, ОБЛАДАЮЩИХ ДОСТАТОЧНЫМ РАЗМЕРОМ БАЛАНСА ДЛЯ ВЫПУСКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ, ПРОСТО НЕТ»



Источник: Bloomberg

Рисунок 2
Динамика доходности еврооблигаций Газпрома и НК КМГ, % годовых

декс (из российских эмитентов в него включены только суверенные выпуски еврооблигаций, а так же бонды РЖД, «Совкомфлота» и Россельхозбанка).

ОСНОВНЫЕ «ИСТОРИИ» 2010 ГОДА

«Реструктуризационные» выпуски. Безусловно, историей года для сектора является завершение реструктуризации трех из четырех «упавших» финансовых организаций страны. В результате реструктуризации на рынке вместо дефолтных бондов, торговавшихся на стрессовых уровнях, появилось около $4 млрд новых бумаг, многие держатели которых пожелали побыстрее избавиться от выпусков. Кроме того, на рынке появились такие интересные структурные инструменты, как производные «компенсационные облигации» БТА и банка «Альянс».

Квазисуверенные эмитенты. Основная масса новых выпусков НК КМГ была осуществлена в конце 2009 — 2010 году. Выпуски сформировали достаточно полную кривую, причем каждое первичное размещение предлагало достаточно щедрую премию ко вторичным уровням.

«Почти осуществленное» возвращение на рынок Казкоммерцбанка. В октябре 2010 года Казкоммерцбанк, отсутствовавший по понятным причинам на первичном рынке еврооблигаций более трех лет, провел маркетинг первого посткризисного выпуска еврооблигаций. По нашим наблюдениям, размещение не состоялось исключительно по причине завышенных ценовых ожиданий эмитента. Банку нужны долгосрочные инструменты фондирования (в частности, для замены оттока корпоративных депозитов: компании НК КМГ планируют вывести существенную долю средств, хранящихся на счетах банка, до конца года), и поэтому он, наверное, все же вернется на рынок в скором времени. В принципе, то, что такой эмитент, как Казкоммерцбанк, находит спрос на свои выпуски на внешнем рынке и торг с инвесторами идет только о цене, говорит о том, что рынок еврооблигаций окончательно оправился от комплексов кризиса, и на нем появляются признаки нарастающей «охоты за доходностью».

> ФАКТ, ЧТО ТАКОЙ ЭМИТЕНТ, КАК КАЗКОММЕРЦБАНК, НАХОДИТ СПРОС НА СВОИ ВЫПУСКИ НА ВНЕШНЕМ РЫНКЕ И ТОРГ С ИНВЕСТОРАМИ ИДЕТ ТОЛЬКО О ЦЕНЕ, ГОВОРИТ О ТОМ, ЧТО РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ ОКОНЧАТЕЛЬНО ОПРАВИЛСЯ ОТ КОМПЛЕКСОВ КРИЗИСА

Дефолт Tristan Oil. Дефолт данного проблемного эмитента — лишь вопрос времени. Практически все держатели его еврооблигаций являются специализированными инвесторами, ориентированными на «проблемные ситуации» (в том числе и российские) и купившими выпуск на очень низких уровнях. Поэтому данный дефолт не имел системного резонанса. Тем не менее, ситуация с Tristan Oil наглядно продемонстрировала некоторые системные риски, связанные с кредитным качеством частных компаний страны, занятых эксплуатацией ее природных ресурсов.

Конфликт бывших и нынешних акционеров Kazakh Gold. Данный конфликт привел к возникновению специфической ситуации на рынке — несмотря на наличие у выпуска «безотзывной и безусловной» гарантии от российской компании «Полюс Золото», обладающей, безусловно, высоким кредитным качеством, инвесторы опасаются, что последняя может каким-то образом попытаться реструктуризировать свои обязательства. Мы считаем это маловероятным, но основное последствие данного конфликта для прочих казахских эмитентов носит все-таки системный характер. Развитие ситуации (отзыв казахским правительством ранее выданного разрешения на покупку Kazakh Gold «Полюс Золотом») показало, что некоторые законы в стране могут иметь обратную силу. Поскольку любая смена акционеров у компаний, занимающихся эксплуатацией природных ресурсов, должна быть одобрена государством, а государство, как показывает случай с Kazakh Gold, может ранее данное разрешение и отозвать, то необеспе-

ченные кредиторы таких компаний подвержены труднопредсказуемому и неконтролируемому риску. Подобный риск компенсируется скорее при инвестировании в акции таких эмитентов, но никак не в облигации. Если завершение конфликта вокруг Kazakh Gold не найдет своей однозначной интерпретации в законодательных актах страны, то, по нашему мнению, возможности выхода на международный долговой рынок частных компаний Казахстана, занимающихся эксплуатацией полезных ископаемых, в существенной мере сузятся.

ВОЗМОЖНЫЕ «ТЕМЫ» 2011 ГОДА

Первичное размещение акций НК КМГ. НК КМГ должна осуществить крупную инвестиционную программу по разработке нефтегазовых месторождений, критических для долгосрочного развития Казахстана. Так как НК КМГ является по сути холдинговой структурой, то сама материнская компания не имеет прямого доступа к финансовым потокам своих дочерних предприятий и может их получать только в виде дивидендов. Только две дочерние компании НК КМГ платят ей дивиденды — КМГ РД и «ТенгизШевройл», и объем получаемых средств составляет около $1 млрд в год. Объем имеющихся денежных потоков существенно ограничивает возможности холдинга по привлечению долговых ресурсов. Именно в этом контексте следует воспринимать дискуссию в СМИ вокруг возможности принятия решения правительством Казахстана о первичном размещении акций самой большой компании страны. Другими возможными вариантами привлечения средств являются продажа активов и выпуск долга. Осеннее размещение еврооблигаций НК КМГ показало, что компания скорее настроена занимать, по крайней мере, пока мировые процентные ставки находятся на исторически низких уровнях. Именно по этой причине (то есть по причине так называемого «ожидаемого навеса нового предложения») кривая облигаций НК КМГ находится под давлением в течение нескольких месяцев и существенно отстала от динамики выпусков «Газпрома». Определенность с методом финансирования инвестиционной программы придаст и некую дополнительную динамику доходности ее облигаций (дальнейшее расширение спредов в случае предложения новых выпусков долга и сужение в случае объявления программы о продаже активов или первичного размещения акций).

Жизнь после «перерождения» БТА и «Альянса». Успехи и неудачи обоих банков после возвращения к нормальной деятельности, равно как и успехи и неудачи в процессе «восстановления» активов, безусловно, существенным образом повлияют на котировки их еврооблигаций.

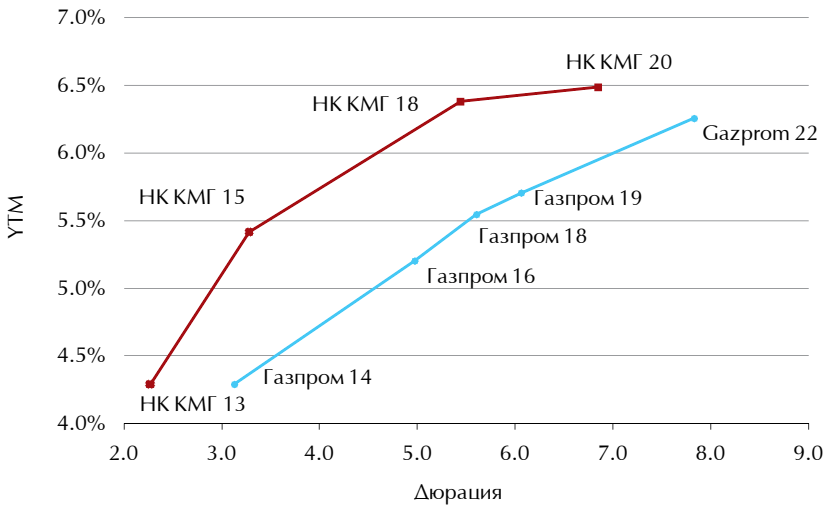
Возвращение Казкоммерцбанка. Мы полагаем, что Казкоммерцбанк в текущем году, наконец, сможет разместить первый еврооблигационный выпуск после почти четырехлетнего отсутствия на первичном рынке.

Возможная продажа банка АТФ. После смены руководства материнского банка Unicredit Group новый генеральный директор последнего классифицировал Казахстан как неключевой для стратегического развития рынок. Это означает, что материнская компания в среднесрочной перспективе рассматривает возможность продажи АТФ. Стоит, правда, отметить, что в силу особенностей состояния банковской системы Казахстана (слабые перспективы роста, «навес» проблемных активов и т. п.) найти нового покупателя на банк может оказаться сложно.

Разрешение конфликта вокруг Kazakh Gold. Как мы уже упомянули, по нашему мнению, разрешение конфликта вокруг Kazakh Gold (которое непременно произойдет в 2011 году) может иметь системное значение, важное для всех существующих и потенциальных эмитентов, занимающихся разработкой сырьевых ресурсов Казахстана.

ЕСЛИ ЗАВЕРШЕНИЕ КОНФЛИКТА ВОКРУГ KAZAKH GOLD НЕ НАЙДЕТ СВОЕЙ ОДНОЗНАЧНОЙ ИНТЕРПРЕТАЦИИ В ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫХ АКТАХ СТРАНЫ, ТО ВОЗМОЖНОСТИ ВЫХОДА НА МЕЖДУНАРОДНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ЧАСТНЫХ КОМПАНИЙ КАЗАХСТАНА, ЗАНИМАЮЩИХСЯ ЭКСПЛУАТАЦИЕЙ ПОЛЕЗНЫХ ИСКОПАЕМЫХ, В СУЩЕСТВЕННОЙ МЕРЕ СУЗЯТСЯ

Рисунок 3
Кривые доходности Газпрома и НК КМГ, 27 ноября 2010



Источник: Bloomberg