Алексей БУЛГАКОВ,
кредитный аналитик, ИК «Тройка Диалог»

Ценовые тренды на рынке еврооблигаций Казахстана в настоящее время отражают как тенденции, общие для всех еврооблигаций корпоративных эмитентов с высокой доходностью, так и факторы, специфические для данного сектора. Общей тенденцией для всего сектора корпоративных облигаций эмитентов стран СНГ в январе-апреле 2011 года явилось продолжающееся сокращение кредитных спредов на фоне притока средств в специализированные международные фонды и в целом относительно небольшого объема нового долга, особенно от эмитентов рейтинговой категории B. Новое предложение долга из Казахстана ограничилось всего двумя выпусками (банк «Халык» и Банк Развития Казахстана). Причин для этого в начале 2011 года было несколько.

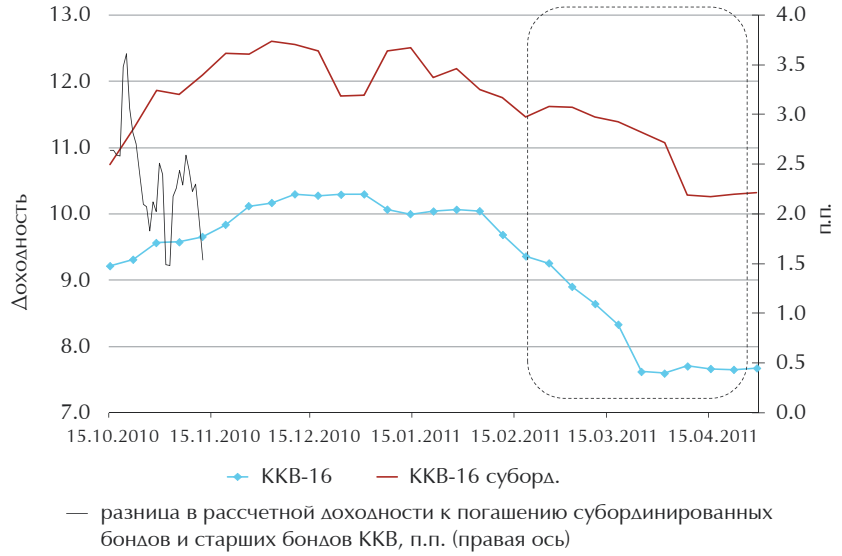
Не все то золото, что блестит

Первая причина лежит скорее в политической плоскости. В марте 2011 года состоялись внеочередные выборы президента страны, выигранные Нурсултаном Назарбаевым. Несмотря на предсказуемость исхода, выборы послужили причиной ряда существенных перестановок как в правительстве, так и в руководстве фонда «Самрук-Казына», ряда госкомпаний и органах управления финансовой системы страны. Эмитенты, связанные с государственным сектором, соответственно, в период бюрократических перестановок не предпринимали каких-либо активных корпоративных действий.

В то же время, банковская система страны в целом испытывает скорее избыток ликвидности — объем наличных средств на балансе таких банков, как «Халык», превышает 40% от числа активов. Новый долг в иностранной валюте для большинства нереструктуризированных банков страны просто не нужен, а для реструктуризированных банков выход на внешний рынок пока закрыт.

Стоит отметить, что избыток ликвидности характерен и для институциональных инвесторов Казахстана — в посткризисный период регулятор фондового рынка существенно ужесточил требования к размещению средств пенсионных фондов и страховых компаний. Новые средства, поступающие в пенсионные фонды, практически некуда инвестировать — за исключением государственных ценных бумаг, дающих доходность меньше инфляции. Существенные ограничения к инвестированию и малочисленность активов, разрешенных к инвестированию, привели к возникновению парадоксальной структуры активов казахских пенсионных фондов — более половины активов представлены качественными, но низкодоходными госбумагами, но существенная часть оставшихся активов представляет собой реструктуризированные «предкризисные» облигационные выпуски, по сути не приносящие денежных потоков.

На фоне относительно небольшого предложения и возрастающего спроса со стороны как международных, так и локальных инвесторов кредитные спреды в каждом страновом сегменте эмитентов бывшего СССР (Россия, Украина, Казахстан) постепенно сокращаются. Инвесторы постоянно осуществляют скрининг рынка и подбирают на вторичной торговле выпуски, которые хоть немного «выпирают» из кривой доходностей конкретного эмитента. Иногда рынок начинает активно покупать бумаги эмитентов, к которым до недавнего времени относился с большой опаской, но внезапно снизошедшее «озарение» побуждает спекулятивно настроен-



Источники: Bloomberg, «Тройка Диалог»

Рисунок 1
Динамика доходностей субординированных и старших выпусков еврооблигаций ККБ

ных игроков увеличивать позиции в бумагах. Единственной причиной таких покупок (реже — продаж) обычно служит какой-то непроверенный или не совсем точный рыночный слух. Ярким примером таких бумаг в сегменте корпоративных эмитентов Казахстана служат бумаги Казкоммерцбанка, банка «Альянс» и банка БТА.

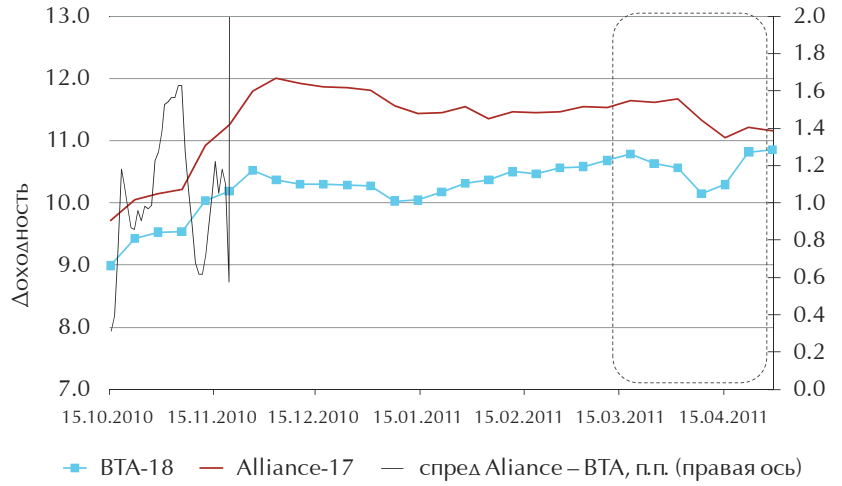
КАЗКОММЕРЦБАНК

С февраля 2011 года мы наблюдали существенное ралли в старших выпусках еврооблигаций ККБ без какого-либо новостного повода. Основной причиной покупок в данных бумагах, видимо, является уже упомянутая «охота за доходностью», а также новости о планируемом запуске «фонда стрессовых активов» в стране. Мы пока скептически относимся к вероятности позитивного воздействия данного фонда на ситуацию в банковской системе страны в целом (по крайней мере, если описание в СМИ того, как он будет функционировать, соответствует действительности), но в случае его успешного запуска ККБ, несомненно, существенным образом выиграет по сравнению с другими банками страны.

Следует отметить, что субординированные выпуски ККБ (ККБ-16 и ККБ-17) существенно отстали от ралли в старших выпусках, и мы рекомендовали бы спекулятивно настроенным инвесторам, не испытывающим аллергии к сектору, рассмотреть увеличение позиций в них. Так называемый «спред субординации» в данных выпусках сейчас составляет около 250 б.п. и рано или поздно должен существенным образом сузиться.

Отметим и то обстоятельство, что на первую декаду мая намечен маркетинг нового выпуска еврооблигаций ККБ, который в случае успешного размещения станет первым публичным выпуском еврооблигаций от банка с лета 2007 года. Цели размещения пока неясны, но следует отметить, что во втором полугодии 2010 года ККБ существенно повысил свой уровень ликвидности. Тем не менее, как и другие казахстанские банки, он не наращивает кредитный портфель и в 2011 году вряд ли его увеличит существенным образом, а текущая стоимость рыночного долга для банка по-прежнему превышает среднюю стоимость фондирования. Таким образом, целью планируемого размещения еврооблигаций является либо замещение ожидаемого однократного вывода средств (например, НК «КазМунайГаз»), либо рефинансирование краткосрочного долга. Мы считаем оба объяснения в равной степени возможными, но поскольку у компаний НК КМГ, вероятно, на счетах в ККБ осталось не так уж и много средств, скорее всего, в данном случае речь идет о привлечении предварительного финансирования для погашения долга. Еврооблигации ККБ-11 объемом $250 млн должны быть погашены в конце мая, а погашение выпусков ККБ-12 и ККБ-13 (объемом $150 млн и $446 млн соответственно) тоже не за горами. Новое размещение может в принципе обеспечить финансирование для тендера на досрочное погашение краткосрочного долга — по аналогии с недавними размещениями Грузии и «Евраз Групп». Таким образом, в случае размещения ККБ долгосрочного выпуска существенного объема (скажем, $500–750 млн) мы бы рекомендовали держать позицию в коротких выпусках банка, учитывая некоторую вероятность тендера на их досрочный выкуп.

Рисунок 2
Динамика доходностей выпусков еврооблигаций БТА и Альянс Банка



Источники: Bloomberg, «Тройка Диалог»

АЛЬЯНС БАНК

В апреле 2011 года можно было наблюдать и существенное увеличение спроса в

бумагах Альянс Банка, долги которого были реструктурированы в начале 2010 года. Пробудившийся интерес к бумагам данного эмитента объясняется, скорее всего, тем же фактором «охоты за доходностью», а также слухами по поводу якобы ведущихся переговоров между правительством Казахстана и ЕБРР о продаже банка. Эти слухи, на наш взгляд, могут не соответствовать действительности в полной мере. Политика ЕБРР четко ограничивает его участие в любом проекте 35% от капитала. В некоторых исключительных случаях ЕБРР увеличивал свою долю, но это происходило только в проектах реального сектора экономики и ни разу в банковском секторе. Таким образом, если переговоры между правительством Казахстана и ЕБРР действительно ведутся, в лучшем случае речь идет о возможном приобретении ЕБРР миноритарной доли в капитале банка, скорее всего 10–15%.

Мы считаем, что сделка, если она состоится, может умеренно позитивно повлиять на отношение рынка к Альянс Банку, но не более того. Она окажет ощутимое влияние на кредитное качество банка только в том случае, если ЕБРР купит новые акции фининститута (а не выкупит часть доли фонда «Самрук-Казына») и, возможно, предоставит банку долгосрочное долговое финансирование. С другой стороны, продажа части госпакета межправительственной финансовой организации, несомненно, была бы позитивной для менеджмента фонда «Самрук-Казына» с аппаратной точки зрения — в середине апреля президент Нурсултан Назарбаев попросил представить ему конкретные варианты выхода государства из акционерного капитала Альянс Банка и БТА Банка. Вероятность успешного завершения истории с обсуждаемой покупкой банка БТА Сбербанком, на наш взгляд, невелика, и госфонду, вероятно, лучше показать президенту хотя бы одного покупателя на небольшой пакет акций в меньшем банке, чем ни одного покупателя в крупном. Влияние такого варианта вхождения ЕБРР в капитал Альянс Банка на его кредитное качество, на наш взгляд, будет незначительным. Покупка миноритарного пакета в Альянс Банке, если она состоится, также не будет означать увеличение интереса зарубежных банков к вхождению в банковский сектор Казахстана, по нашему мнению.

Финансовое состояние самого банка является скорее неоднозначным. 2010 финансовый год для Альянс Банка состоял из двух очень разных частей: первого квартала прошлого года и остальной части года (банк завершил реструктуризацию 30 марта 2010 года). За период времени после завершения реструктуризации Альянс Банк, как и БТА, показал отрицательный чистый процентный доход — упрощенно говоря, на каждые $100 наличного процентного дохода банк в четвертом квартале платил $200 процентных расходов, и не совсем понятно, каким образом его показатели улучшатся в течение 2011 года. Мы бы не рекомендовали спекулятивно настроенным участникам рынка увлекаться увеличением позиций в выпуске.

БАНК БТА

В апреле 2011 года можно было увидеть продажи в облигациях БТА. Причинами коррекции явились обеспокоенность инвесторов противоречивыми сообщениями от официальных лиц страны о возможных изменениях в структуре управления банком, а также публикации в некоторых местных СМИ, критично освещающие финансовое состояние банка. По нашему мнению, публикации в местных СМИ с выдержками из внутренних презентаций банка, собственно говоря, не сообщили рынку никаких новых сведений о банке и в какой-то мере отражают особенности ведения отчетности практически во всех банках страны. С другой стороны, крупные изменения в регулирующих институтах финансового сектора страны (в частности, упразднение независимого регулятора (АФН) и передача его функций Национальному банку, а также назначение Тимура Кулибаева на пост председателя фонда «Самрук–Казына») создает предпосылки для нового «низкого старта» для всех участников процесса реинкарнации БТА. С нашей точки зрения, для государства не имеет смысла останавливать процесс оздоровления банка всего через шесть месяцев после его начала. Скорее всего, после неприятной новости о вероятном отсутствии конкретного интереса Сбербанка на покупку БТА правительство разработает более реалистичный план выхода из данного проекта, нежели «продать как угодно и кому угодно через два года». Мы конструктивно относимся к старшим еврооблигациям БТА-18 на горизонте инвестирования 1–1.5 года с учетом высокой доходности выпусков.

KAZAKH GOLD

Специфическая «специальная» ситуация сложилась в выпуске KazakhGold. Покупка этой казахской компании была омрачена последовавшими ожесточенными спорами между покупателем актива (российской компанией «Полюс Золото») и продавцами — семьей Асаубаевых — по поводу предполагаемого вывода денег из компании последними. Облигации KazakhGold в ходе приобретения компании «Полюс Золото» были обеспечены поручительством последней и, скорее всего, именно это поручительство спасло держателей выпуска от реструктуризации. Последние договоренности между KazakhGold и Асаубаевыми предусматривают, что к 14 мая 2011 года Асаубаевы должны выставить на KazakhGold безотзывный аккредитив объемом $100 млн и отозвать все иски в казахстанских судах против менеджмента KazakhGold, а «Полюс Золото» отзовет из лондонского суда свой иск к Асаубаевым. После этого до середины сентября Асаубаевы имеют право выкупить казахские активы KazakhGold.

По информации агентства Debtwire, для того чтобы сделать возможным выкуп активов, KazakhGold намеревается попросить держателей еврооблигаций освободить «Полюс Золото» от гарантий и принять в качестве нового поручителя семью Асаубаевых. Это предложение, по нашему мнению, устранит защиту кредитного качества еврооблигаций и не будет принято кредиторами. Соответственно, для нас наиболее вероятным выглядит сценарий, при котором безотзывный аккредитив Асаубаевых отойдет KazakhGold, никаких дальнейших действий по выкупу активов компании не последует и взаимные претензии сторон будут урегулированы таким образом. В рамках этого сценария еврооблигации останутся обязательством KazakhGold / «Полюс Золота», и компания сможет использовать опцион на досрочное погашение этих бумаг (по цене 104.680% сейчас или 102.375% после 7 ноября), если посчитает их слишком дорогим источником финансирования, либо не объявлять оферту и дождаться их погашения.

Удачной охоты!