Фархад ОХОНОВ,
начальник управления финансового консультирования
и андеррайтинга, «Халык Финанс»

Казахстанский облигационный рынок оживился. Особым вниманием пользуется корпоративный сектор, представленный тенговыми облигациями и евробондами казахских заемщиков. В перспективе укрепление тенге по отношению к доллару из-за продолжающегося роста цен на нефть, а также экономической ситуации в США и еврозоне будет способствовать росту количества выпускаемых тенговых облигаций.

Курс на тенге

Количество выпусков облигаций, находящихся в официальном списке KASE, снизилось с 264 в 2008 году до 245 по состоянию на 01.04.2011 из-за погашения имеющихся облигаций казахстанскими эмитентами и небольшого количества новых выпусков. Исключением стал лишь 2009 год, по итогам которого количество выпусков облигаций в листинге KASE выросло до 315, преимущественно за счет выхода на рынок долгового капитала государственного холдинга «Фонд национального благосостояния «Самрук-Казына», осуществившего эмиссию 20 выпусков облигаций совокупной номинальной стоимостью 750 млрд тенге, и листинга купонных облигаций АО «БТА Банк» общим объемом 345 млрд тенге (десять выпусков). На сокращение количества внутренних тенговых займов повлиял и возросший интерес казахстанских эмитентов к выпуску евробондов.

Так, 2010 год стал рекордным по количеству новых прямых выпусков еврооблигаций казахстанских компаний. Достаточно низкие рыночные ставки привлечения международного фондирования на фоне возросшего аппетита инвесторов к риску в посткризисный период стали основными движущими факторами роста привлекательности инструмента. Косвенное положительное влияние на объем и количество выпусков еврооблигаций, выпускаемых казахстанскими эмитентами, оказали изменения, внесенные в законодательство РК. В октябре 2008 года в закон РК «О рынке ценных бумаг» (статья 22-1, «Условия и порядок выпуска и размещения эмиссионных ценных бумаг на территории иностранного государства») были внесены изменения, согласно которым организация-резидент РК при размещении облигаций, выпуск которых зарегистрирован в соответствии с законодательством иностранного государ-

Таблица 1
Характеристика последних прямых выпусков еврооблигаций казахстанских эмитентов

	НАК Казатомпром	НК КазМунайГаз	Банк Развития Казахстана	Народный банк Казахстана	Банк Развития Казахстана
Объем выпуска	$500 млн	$1.25 млрд	$500 млн	$500 млн	$277 млн
Срок обращения	5 лет	10 лет	5 лет	10 лет	5 лет
Рейтинг	Baa3/NR/BBB	Baa3/BB+/BBB	Baa3 / BBB- / BBB-	Ba3 (Moody's) / B+ (S&P) / B+ (Fitch)	Baa3 / BBB- / BBB
Дата опр. цены /размещения/ погашения	13 мая 2010 г./ 20 мая 2010 г./ 20 мая 2015 г.	3 ноября 2010 г. / 9 ноября 2010 г./ 9 апреля 2021 г.	9 декабря 2010 г. / 20 декабря 2010 г. / 20 декабря 2015 г.	19 января 2011 г. / 28 января 2011 г. / 28 января 2021 г.	25 января 2011 г. / 1 февраля 2011 г. / 20 декабря 2015 г.
Доходность/ купон	6.50%/6.25%	6.625%/6.375%	5.72%/5.5%	7.50%/7.25%	4.95%/5.5%
Цена выпуска	98.947%	98.147%	99.055%	98.263%	102.355%
Сумма заявок, поданных через KASE	$467.2 млн	$316.8 млн	$167.5 млн	$463 млн	$205 млн
Сумма удовлетворенных заявок, поданных через KASE (доля в общем объеме)	$49 млн (9.8%)	$75 млн (6%)	$27 млн (5.4%)	$36 млн (7.2%)	$25 млн (9%)
Листинг	LSE и KASE	LSE и KASE	LSE и KASE	LSE и KASE	LSE и KASE
Роль Halyk Finance	Казахстанский лид-менеджер	Казахстанский лид-менеджер	Совместный лид-менеджер	Совместный лид-менеджер и совместный букраннер	Совместный лид-менеджер

ства, должна получить разрешения АФН на выпуск и размещение бумаг, а также согласие АО «Казахстанская фондовая биржа» (KASE) на включение планируемых облигаций в официальный список KASE. Помимо указанных изменений, с 1 января 2009 года вступили в силу изменения в Налоговый кодекс РК, предусматривающие полное освобождение от подоходного налога источника купонных выплат по еврооблигациям, включенным в официальный список KASE. В результате для казахстанских эмитентов весьма привлекательной стала структура так называемого прямого выпуска еврооблигаций без создания компании специального назначения (SPV).

Важно отдельно отметить активную роль казахстанских инвесторов (главным образом, накопительных пенсионных фондов (НПФ) и банков, во вторую очередь — страховых и брокерских компаний) в размещении прямых выпусков еврооблигаций казахских эмитентов. Во-первых, сама по себе структура прямого выпуска позволила участвовать в первичном размещении такой крупной категории инвесторов, как пенсионные фонды, которым запрещено приобретать евробонды, выпущенные через SPV. Во-вторых, довольно жесткое регулирование инвестиционной политики казахстанских институциональных инвесторов традиционно создает некоторый дефицит инструментов, доступных отечественным пенсионным фондам и банкам. Поскольку все прямые выпуски еврооблигаций имели достаточно неплохие кредитные рейтинги (обусловленные квазисуверенным статусом, сильной поддержкой со стороны государства либо системной важностью эмитентов для сектора), спрос на такие ценные бумаги в Казахстане был высоким, составляя в отдельных случаях до 93% от размещенного объема.

В то же время, аллокация для казахстанских инвесторов до сих пор остается на низком уровне, не превысив ни по одной из сделок 10% от общего объема удовлетворенных глобальных заявок. Определенная доля логики эмитентов в таком распределении своих бумаг есть — ликвидность на внутреннем рынке по-прежнему остается низкой, в то время как оборачиваемость бумаг на западных рынках традиционно довольно высокая, что содействует росту ликвидности (не говоря уже о диверсификации инвесторской базы и укреплении имиджевых позиций эмитентов на международных рынках капитала). Однако данная тенденция вряд ли способна порадовать — хотя бы потому что многим из отечественных пенсионных фондов и банков, заявки остались неудовлетворенными, впоследствии приходится приобретать эти же самые еврооблигации на вторичном рынке по более высоким ценам. В настоящее время регулятор рынка ведет активную работу по установлению минимального уровня аллокации еврооблигаций отечественных эмитентов для казахстанских инвесторов в размере 20% от объема выпуска, что позволит увеличить долю казахстанских инвесторов в распределении еврооблигаций на первичном рынке, а также исключить практическое применение структуры выпусков с использованием SPV.

Несмотря на улучшение фундаментальных показателей Казахстана на фоне благоприятной экономической ситуации и дальнейшей стабилизации в банковском секторе, в краткосрочной перспективе процентные ставки зависят от международных рынков капитала и подвержены сильной волатильности. Рассчитывать на то, что они сохранятся на текущих низких уровнях в течение длительного срока, было бы слишком самонадеянно. Уже сейчас мы наблюдаем изменение тенденций, сложившихся в 2009–2010 годах. Казахстанские эмитенты возобновляют активность на внутреннем

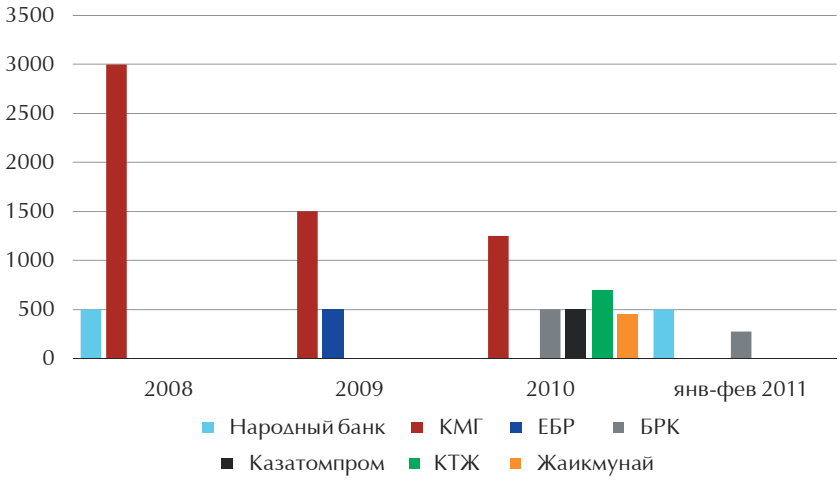

Рисунок 1
Динамика выпусков еврооблигаций казахстанских эмитентов* в 2008 г. – 1 кв. 2011 г., $ млн*

* Не включая выпуски БТА, Альянс Банка, Темир Банка и «Астана-Финанса» в рамках реструктуризации их долгов.

Рисунок 2
Годовая инфляция против годовой доходности НПФ

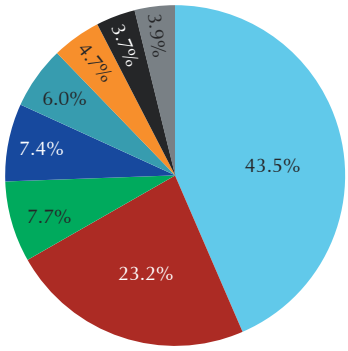

Рисунок 3
Структура инвестиционного портфеля НПФ на 01.04.2011

долговом рынке. Мы полагаем, что прогнозируемое укрепление тенге по отношению к доллару США в результате продолжающегося роста цен на нефть, а также кризисных явлений в экономике США и еврозоны будет способствовать росту количества выпускаемых тенговых облигаций. О растущем интересе эмитентов и инвесторов к размещениям на казахстанском рынке свидетельствует состоявшееся в апреле 2011 года размещение тенговых облигаций «ФНБ «Самрук-Казына» (Halyk Finance выступало соандеррайтером в данной сделке). Номинальный объем предлагаемого инвесторам выпуска составлял 75 млрд тенге, при этом по результатам проведенных специализированных торгов на KASE суммарный объем заявок, поданных инвесторами, составил 128.15 млрд тенге, превысив предложение в 1.71 раза, ставка отсечения была установлена эмитентом на уровне 5.89% годовых.

Помимо увеличения числа размещений крупнейших корпоративных эмитентов, мы видим признаки восстановления на рынке облигаций так называемого второго эшелона, выпущенных компаниями средней капитализации, не имеющими международного рейтинга. Еще два года назад, на фоне многочисленных дефолтов на внутреннем рынке, инвесторы не рассматривали возможность инвестирования в местные облигации, если выпуску не был присвоен международный кредитный рейтинг как минимум на уровне B-. В настоящий момент в условиях избыточной ликвидности у НПФ (средний ежемесячный прирост пенсионных накоплений за 2010 год и четыре месяца 2011 года составил порядка 32.4 млрд тенге, или примерно $220 млн), дефицита долговых инструментов на местном рынке, а также снижения макроэкономических рисков в экономике Казахстана НПФ проявляют все больший интерес к подобным инвестициям. Так, в последнее время на внутреннем рынке были успешно размещены несколько облигационных выпусков компаний средней капитализации (среди них — облигации ТОО «Беккер и К» и АО «БРК-Лизинг»).

Помимо роста количественных показателей, на рынке произошли и определенные качественные изменения в части требований, предъявляемых инвесторами к эмитентам. Например, весьма популярным методом защиты прав инвесторов стало включение ковенант в структуру выпусков облигаций. В докризисный период редкий эмитент брал на себя обязательства, превышающие установленный законодательством необходимый минимум, а инвесторы, как правило, не требовали введения дополнительных ограничений, предпочитая учитывать уровень риска компаний через более высокую доходность по их ценным бумагам. На данном этапе наличие ковенант по выпуску облигаций — один из ключевых факторов, определяющих успешность размещения, особенно если речь идет о компаниях средней капитализации.

Ситуация на рынке государственных долговых ценных бумаг практически не изменилась: гооблигации по-прежнему характеризуются низкими ставками и низким уровнем риска и рассматриваются в качестве основной компоненты портфеля НПФ, призванной балансировать риски прочих инвестиций. Так, доля ценных бумаг Министерства финансов РК и Национального банка РК в портфеле пенсионных фондов сегодня составляет порядка 40%. Повышенному интересу к ГЦБ также способствует то, что в Казахстане госбумаги являются одной из немногочисленных категорий инструментов, в которые пенсионные фонды могут инвестировать свои активы без каких-либо ограничений, при этом лишь относительно небольшая часть таких бумаг привязана к индексу потребительских цен. В итоге сильная концентрация государственных ценных бумаг в портфелях казахстанских пенсионных фондов зачастую приводит к тому, что доходность их портфелей не покрывает уровень инфляции.

Таким образом, облигационный рынок Казахстана сегодня характеризуется существенным недостатком долговых инструментов с приемлемым уровнем риска. Учитывая текущие благоприятные условия с низкими процентными ставками, сейчас компаниям среднего звена самое время выходить на тенговый рынок облигаций. Стоимость фондирования для таких заемщиков в казахстанских банках второго уровня в настоящий момент варьируется в районе 15% годовых и выше, что достаточно дорого. По нашим оценкам, стоимость присвоения кредитного рейтинга одного из агентств «большой тройки» для таких компаний будет компенсировано более низкой стоимостью облигационного фондирования (по сравнению с банковскими кредитами), а также отсутствием необходимости в передачи своих активов в обеспечение по банковским займам. Наличие у бумаг лишь рейтинга одного из местных казахстанских рейтинговых агентств может быть компенсировано «искусственной защитой» инвесторов в виде дополнительных ковенант, при нарушении которых держатели будут иметь право предъявить эмитенту облигации к досрочному выкупу. Мы ожидаем, что многие компании, отвечающие данным требованиям, выйдут на фондовый рынок в течение этого года.