Как известно, наличие отчетности по МСФО у эмитента в значительной степени облегчает кредитный анализ, позволяя сделать более объективные выводы об уровне кредитных рисков заемщика. Вместе с тем, имея набор финансовых показателей для одного эмитента, интересно сравнить их с показателями рыночных аналогов либо со средними значениями по отрасли или даже рынку в целом. С появлением в линейке Cbonds ренкинга российских эмитентов облигаций корпоративного сектора по финансовым показателям на основе отчетности по МСФО и US GAAP у кредитных аналитиков появляется новый интересный инструментарий для оперативной первичной оценки абсолютного и относительного уровня кредитных рисков исследуемых компаний.

Только бизнес, ничего лишнего

Cbonds запустил новую линейку ренкингов эмитентов на основе финансовой отчетности

Александр ЧЕРКАСОВ,
кредитный аналитик, Cbonds

В ренкинг за первое полугодие 2012 года включены 75 эмитентов. Это лишь небольшая доля всех российских компаний, имеющих публичный рублевый долг. Остальные отчитываются только по РСБУ либо представляют отчетность по МСФО крайне неоперативно. При этом промежуточная отчетность редко подвергается аудиторской проверке, так как этого не требуют международные стандарты финансовой отчетности. В результате промежуточная отчетность может публиковаться в достаточно свободной форме: в виде пресс-релизов, презентаций с неполным раскрытием показателей. Тем не менее инвесторы вынуждены доверять такой отчетности в условиях отсутствия альтернатив. Не исключено, что ряд изменений в законодательстве, включая Закон о консолидированной финансовой отчетности и приказ о введении МСФО в России, приведут к улучшению ситуации уже в следующем году.

НЕМНОГО О МЕТОДИКЕ

В ренкинги по итогам первого полугодия 2012 года включены эмитенты облигаций и еврооблигаций, которые опубликовали полугодовую отчетность по МСФО или по US GAAP до 1 октября 2012 года. При этом мы не включали в ренкинги эмитентов, не обладающих отчетностью за первое полугодие 2011 года или опубликовавших лишь сокращенный набор показателей, поскольку в таких случаях невозможно рассчитать полный набор коэффициентов по нашей методике. Эмитенты, подходящие под описанные выше критерии, были разделены на реальный и финансовый сектор. Набор рассчитываемых показателей выбирался исходя из анализа частоты упоминания тех или иных показателей в аналитических отчетах ведущих российских аналитиков по долговому рынку[1].

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР

В ренкинги по реальному сектору вошли 59 эмитентов. Таблица 1, показывающая изменение средних взвешенных по активам показателей эмитентов реального сектора в течение первого полугодия 2012 года, демонстрирует две основные тенденции: падение показателей рентабель-

[1] http://www.cbonds.info/comments/download.php/params/id/85587

Таблица 1. Средние взвешенные по активам показатели среди эмитентов реального сектора

Показатель	Рентабельность активов	Рентабельность капитала	Долг/капитал	Денежные средства и их эквиваленты/краткосрочный долг	Операцион-ный денежный поток/кратко-срочный долг	Чистый долг/EBITDA	Рентабельность по EBITDA
За год до 31 декабря 2011 г.	10.28%	19.57%	0.57	1.56	4.18	1.76	25.15%
За год до 30 июня 2012 г.	0.00%	14.48%	0.56	2.23	5.20	1.62	22.97%

ности и сокращение долговой нагрузки параллельно с ростом ликвидности и покрытия краткосрочного долга.

В тройку лидеров по рентабельности активов среди компаний реального сектора на этот раз попал «АвтоВАЗ», у которого данный показатель за первое полугодие 2012 года вырос более чем в четыре раза. Однако данное изменение не вызвано реальным улучшением операционных показателей компании. Дело в том, что соответствующий рост финансового результата объясняется в первую очередь эффектом дисконтирования полученных государственных субсидий, который превысил итоговый финансовый результат за первые шесть месяцев текущего года. Тройка лидеров по рентабельности капитала состоит из тех же компаний. Высокий показатель у «Уралхима» объясняется небольшой долей капитала в активах по сравнению с другими компаниями. Лидерами по рентабельности EBITDA стали «Уралкалий», НМТП, ГИК «Норильский никель».

Компании, занимающие второе и третье место по показателю «Долг/капитал», допускали дефолты по публичному долгу в 2009 году. Gallary media также прошла через реструктуризацию по выпуску еврооблигаций с датой погашения в мае 2013 года. Рублевые облигации компании «Русское море» — одного из крупнейших производителей рыбной продукции — торгуются с доходностью к оферте чуть менее 13% и не обладают высокой ликвидностью. Показатель «Чистый долг/EBITDA» у компании «Галс-девелопмент», который сократился в связи с ростом EBITDA, остается наибольшим среди участников ренкинга, операционный денежный поток — отрицательный. Между тем краткосрочный долг компании за первое полугодие 2012 года вырос более чем в два раза и на 29 млрд руб. превысил объем оборотных активов. Таким образом, краткое знакомство с ключевыми финансовыми показателями компании вселяет опасения по поводу обращающихся выпусков облигаций с погашением в 2014 году. В настоящий момент эти бумаги торгуются с доходностью 17.7–17.8%.

Приведенные в таблице 4 коэффициенты покрытия краткосрочного долга и ликвидности показывают достаточность основных источников ликвидности для покрытия краткосрочного долга. Отметим, что в числе лидеров по данным показателям присутствуют также РБК и Gallary media, что значительно уменьшает опасения по поводу их кредитных рисков. Резкий скачок показателей «Газпром Газэнергосети» связан с погашением облигационного займа в июне 2012 года. То же самое касается компании «Ленэнерго», которая в первом полугодии 2012 года погасила два выпуска облигаций суммарным объемом 6 млрд руб.

Таблица 2. Топ-3 по показателям рентабельности среди эмитентов реального сектора

Название показателя	Название эмитента	Место по показателю	Значение за год до 30 июня 2012 г.	Значение за год до 31 декабря 2011 г.	Стандарты отчетности
Рентабельность активов	«НОВАТЭК»	1	33.82%	35.68%	МСФО (к)
	«Уралхим»	2	33.29%	26.58%	МСФО (к)
	«АвтоВАЗ»	3	21.49%	5.29%	МСФО (к)
Рентабельность капитала	«Уралхим»	1	148.87%	341.80%	МСФО (к)
	«АвтоВАЗ»	2	55.41%	24.84%	МСФО (к)
	«НОВАТЭК»	3	51.40%	58.27%	МСФО (к)
Рентабельность по EBITDA	«Уралкалий»	1	62.83%	59.14%	МСФО (к)
	НМТП	2	57.07%	52.43%	МСФО (к)
	ГМК «Норильский никель»	3	47.13%	51.26%	МСФО (к)

Таблица 3. Топ-3 по уровню долговой нагрузки среди эмитентов реального сектора

Название показателя	Название эмитента	Место по показателю	Значение на 30 июня 2012 г.	Значение на 31 декабря 2011 г.	Стандарты отчетности
Долг/капитал	«Русское море»	1	6.35	3.33	МСФО (к)
	Gallary media	2	5.49	5.30	МСФО (к)
	Аптечная сеть 36.6	3	2.56	2.28	МСФО (к)
Чистый долг/капитал	«Галс-девелопмент»	1	53.15	120.36	МСФО (к)
	РБК	2	13.17	11.75	МСФО (к)
	«Русское море»	3	10.63	21.17	МСФО (к)

Таблица 4. Топ-3 по уровню покрытия краткосрочного долга и ликвидности среди эмитентов реального сектора

Название показателя	Название эмитента	Место по показателю	Значение на 30 июня 2012 г.	Значение на 31 декабря 2011 г.	Стандарты отчетности
Операционный денежный поток/краткосрочный долг	«Газпром Газэнергосеть»	1	132.87	10.67	МСФО (к)
	«Ленэнерго»	2	27.18	1.25	МСФО (к)
	Gallary media	3	18.35	15.85	МСФО (к)
Денежные средства и их эквиваленты/краткосрочный долг	«Газпром Газэнергосеть»	1	233.15	8.41	МСФО (к)
	РБК	2	37.14	21.61	МСФО (к)
	Gallary media	3	35.19	28.51	МСФО (к)

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

В ренкинги по финансовому сектору попало 26 эмитентов. Средние показатели рентабельности за первое полугодие 2012 года сократились, зато улучшилось качество кредитного портфеля. Незначительно выросли стоимость фондирования

Таблица 5. **Средние взвешенные по активам показатели эмитентов финансового сектора**

Показатель	Рентабельность активов	Рентабельность капитала	Резерв под обесценение/ кредитный портфель	Процентная стоимость обяза-тельств	Процентная доходность активов	Чистая процентная маржа	Операционный де-нежный поток/про-цент-ные расходы
За год до 31 декабря 2011 г.	2.25%	19.51%	7.60%	4.23%	8.45%	4.83%	–0.56
За год до 30 июня 2012 г.	1.84%	15.56%	7.10%	4.36%	8.72%	4.93%	–0.44

Таблица 6. **Топ-3 по показателям рентабельности среди эмитентов финансового сектора**

Название показателя	Название компании	Место по показателю	Значение за год до 30 июня 2012 г.	Значение за год до 31 декабря 2011 г.	Стандарты отчетности
Рентабельность активов	ТКС Банк	1	9.26%	10.36%	МСФО (к)
	АИЖК	2	3.11%	3.42%	МСФО (к)
	Банк «Русский Стандарт»	3	3.06%	3.08%	МСФО (к)
Рентабельность капитала	ТКС Банк	1	66.48%	84.98%	МСФО (к)
	ТрансКредитБанк	2	27.31%	27.03%	МСФО (к)
	Сбербанк России	3	24.73%	28.02%	МСФО (к)

Таблица 7. **Топ-3 по процентной стоимости обязательств, процентной стоимости активов и чистой процентной марже среди эмитентов финансового сектора**

Название показателя	Название эмитента	Место по показателю	Процентная стоимость обязательств за год до 30 июня 2012 г.	Процентная стоимость обязательств за год до 31 декабря 2011 г.	Стандарты отчетности
Процентная стоимость обязательств	ТКС Банк	1	11.23%	13.50%	МСФО (к)
	АИЖК	2	8.42%	7.35%	МСФО (к)
	Банк «Русский Стандарт»	3	8.13%	7.35%	МСФО (к)
Процентная доходность активов	ТКС Банк	1	42.42%	50.28%	МСФО (к)
	Банк «Русский Стандарт»	2	22.33%	20.16%	МСФО (к)
	Кредит Европа Банк	3	15.39%	13.05%	МСФО (к)
Чистая про-центная маржа	ТКС Банк	1	32.75%	38.43%	МСФО (к)
	Банк «Русский Стандарт»	2	15.40%	14.03%	МСФО (к)
	Кредит Европа Банк	3	9.30%	8.37%	МСФО (к)

Таблица 8. **Топ-3 по доле зарезервированного кредитного портфеля среди эмитентов финансового сектора**

Название эмитента	Место по доле резервов в кредитном портфеле	Доля резервов в кредитном портфеле на 30 июня 2012 г.	Доля резервов в кредитном портфеле на 31 декабря 2011 г.	Стандарты отчетности
Банк Москвы	1	29.42%	32.36%	МСФО (к)
Внешэкономбанк	2	11.01%	11.73%	МСФО (к)
Банк «Санкт-Петербург»	3	9.15%	9.23%	МСФО (к)

Таблица 9. **Топ-3 по доле зарезервированного кредитного портфеля среди эмитентов финансового сектора**

Название эмитента	Место по соотношению операционный денежный поток/ процентные расходы	Операционный денежный поток/ процентные расходы за год до 30 июня 2012 г.	Операционный денежный поток/ процентные расходы за год до 31 декабря 2011 г.	Стандарты отчетности
Райффайзенбанк	1	7.59	7.23	МСФО (к)
Связь-Банк	2	1.55	4.26	МСФО (к)
Банк «Санкт-Петербург»	3	1.46	2.45	МСФО (к)

и доходность активов. При этом чистая процентная маржа также выросла. Дефицит операционного денежного потока несколько сократился, но по-прежнему присутствует. В целом такая динамика показателей говорит о снижении прибыльности компаний финансового сектора и небольшом росте процентных ставок.

Лидером в ренкингах по показателям рентабельности активов и рентабельности капитала стал ТКС Банк. Банк сохраняет фокус на единственном продукте — кредитных картах. «Русский Стандарт» — также один из крупнейших игроков рынка кредитных карт, занимает третье место в ренкинге по рентабельности активов. ТрансКредитБанк и Сбербанк России попали в тройку лидеров ренкинга по рентабельности капитала благодаря более высокому финансовому левериджу, чем у АИЖК и банка «Русский Стандарт». Если не принимать во внимание результаты ТКС Банка, то очевидно, что разрыв между показателями рентабельности компаний финансового сектора достаточно небольшой.

Лидерами по стоимости фондирования, доходности активов и чистой процентной марже стали розничные банки. Более высокие риски их бизнеса приводят к увеличению стоимости заемных средств. Однако риски компенсируются повышенной доходностью активов. В этом смысле немного странным выглядит то, что АИЖК занимает второе место по стоимости фондирования. Однако специфика деятельности АИЖК состоит в том, что фондирование осуществляется в первую очередь за счет выпусков рублевых облигаций, в том числе в рамках секьюритизации ипотечных активов. В то же время крупные банки с рейтингами инвестиционного уровня наращивают долг с помощью размещения еврооблигаций, синдицированных кредитов и средств клиентов, что снижает стоимость их долга.

Банк Москвы постепенно улучшает свои показатели после поглощения банком ВТБ. Однако до перемещения на вторую строчку в ренкинге по доле обесцененного кредитного портфеля ему, вероятно, еще далеко. Отметим, что 20 из 26 эмитентов финансового сектора в нашем ренкинге снизили долю зарезервированного кредитного портфеля в течение первого полугодия 2012 года.

Лидерами по отношению операционного денежного потока к процентным расходам являются крупные банки с небольшой стоимостью фондирования и с невысоки-

ми темпами роста бизнеса. Наличие положительного операционного денежного потока становится особенно важным в условиях ограниченной ликвидности на рынке. Тем не менее 15 из 26 компаний финансового сектора имеют отрицательный денежный поток от операционной деятельности.

Мы прошлись лишь по показателям лидеров в каждой «номинации». Полный объем данных по ренкингу доступен на сайте Cbonds. С одной стороны, набор коэффициентов, рассчитанных в ходе составления ренкинга, позволяет увидеть кредитный «силуэт» отдельной компании на основе данных по МСФО и US GAAP. Самое главное — есть возможность сравнить ряд важных показателей компаний с peer-группой или средними показателями по рынку. Вместе с тем очевидно, что для проведения более детального анализа требуется значительно более широкий объем показателей. По этой причине мы работаем над созданием базы данных по отчетностям и финансовым показателям всех эмитентов облигаций, планируем в скором времени реализовать на сайте Cbonds интерфейс поиска и сравнения различных показателей в максимально удобном формате. В настоящее время с участниками рынка активно обсуждается список показателей, которые могут быть наиболее полезны. Мы надеемся, что по мере роста числа эмитентов, применяющих МСФО, изменение усредненных показателей станет статистически достоверным, что позволит нам создать индекс кредитного качества российских эмитентов.

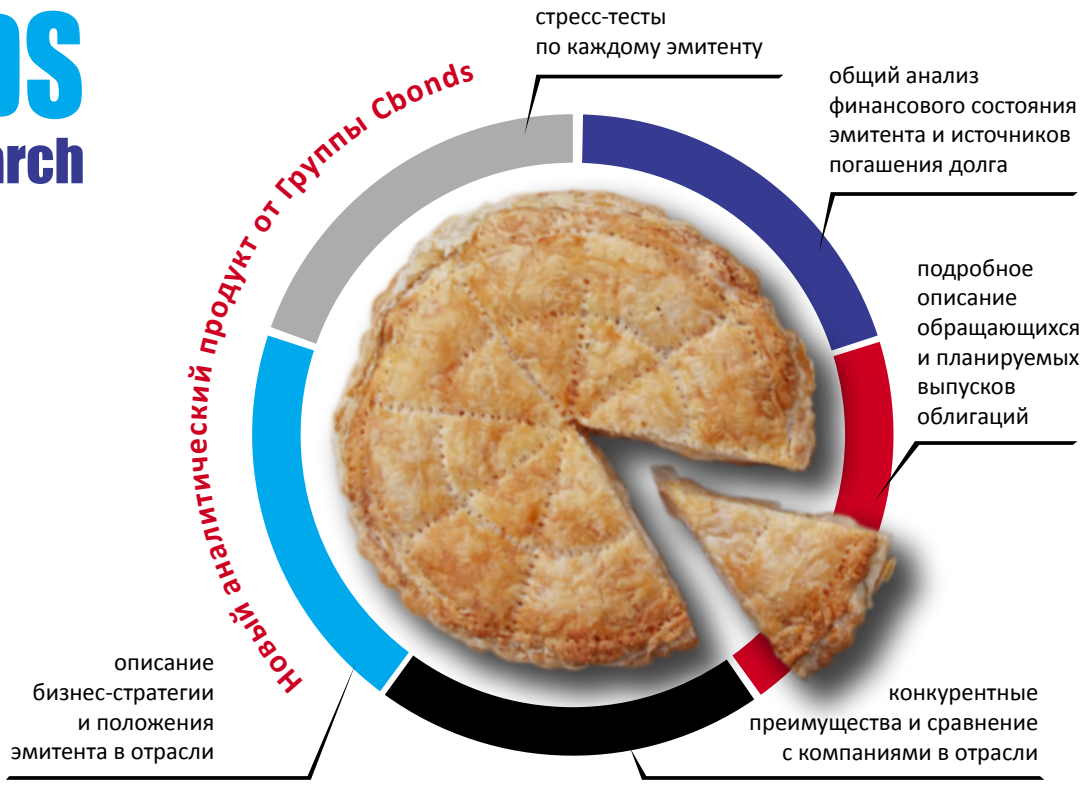
Дмитрий МОНАСТЫРШИН,
заместитель начальника отдела анализа предприятий и отраслей, Промсвязьбанк

КОММЕНТАРИЙ

Идея построения ренкинга по ключевым финансовым показателям российских эмитентов облигаций, рассчитанным на основе отчетности по МСФО и US GAAP, вызывает интерес. Формат подачи информации является уникальным, так как раскрывает показатели эффективности и долговой нагрузки компаний. В настоящее время наиболее популярные ренкинги («Эксперт 400», «РБК Рейтинг») раскрывают только абсолютные финансовые показатели отчетности компаний и банков. Список пользователей данной информации достаточно широк. Ренкинг может быть интересен аналитикам, риск-менеджерам, трейдерам, сейлзам — всем, кто участвует в принятии решений о покупке облигаций, а также самим эмитентам облигаций для сравнения себя с бенчмарками. Отметим, однако, что набор представленных в ренкинге показателей недостаточно полон, что не позволяет применить широкий спектр методов оценки кредитных рисков компаний на основе данных отчетности. Эта проблема может быть решена, если ИА Cbonds реализует проект создания полной базы показателей по МСФО и US GAAP.

НЕЗАВИСИМАЯ КРЕДИТНАЯ АНАЛИТИКА ДЛЯ ВАС И ВАШИХ КЛИЕНТОВ!

CBONDS
Credit Research



на правах рекламы