

Задолженность по рублевым корпоративным облигациям: прогноз на 2009 г.

Егор Федоров

Fedorov_EY@mmbank.ru

Анастасия Михарская

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Предупрежден – значит вооружен!

Мы проанализировали динамику роста просроченной («плохой») задолженности по рынку рублевых корпоративных и банковских облигаций в 2П 2008 – 1 кв. 2009 гг., привели наиболее вероятные, на наш взгляд, сценарии развития ситуации в этом сегменте во 2-4К 2009 г. и сделали попытку дать прогноз на конец 2009 года.

Доля просроченной задолженности по рублевым облигациям: прогноз на 2009 г.

	Прогноз на 2009 г.
Объем просроченных обязательств, млрд. руб.	285.3
Просроченная задолженность к показателям, %	
К совокупным платежам за 2009 г.	28.4%
К объему рынка рублевых облигаций на начало 2009 года	21.5%
К объему рынка рублевых облигаций на конец 2009 года	
базовый сценарий	28.9%
оптимистический сценарий	13.6%

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

- Максимальный объем просроченной задолженности по рублевым корпоративным облигациям при самом жестком сценарии составит, по нашим оценкам, 285.3 млрд. руб. Это тот объем просроченной задолженности, который останется «на руках» у владельцев облигаций в конце года.
- Наши ожидания в значительной степени зависят от оценок уровня возможных дефолтов в отношении конкретных компаний. Стоит отметить, эти оценки выглядят хуже имеющихся ретроспективных данных, полученных нами с июня 2008 г. по февраль 2009 г. Мы искренне надеемся, что реальная ситуация в конце года окажется лучше наших прогнозов.
- В зависимости от подхода и использованных допущений получено две прогнозных оценки уровня просроченной задолженности к объему рынка на конец 2009 г., которые варьируются от 13.6% при оптимистическом сценарии до 28.9% при базовом.

Оценка текущего уровня просроченной задолженности

На фоне споров относительно просрочки банковской задолженности мы оценили уровень просроченной задолженности в секторе корпоративных рублевых облигаций и постарались сделать прогноз на 2009 год. Мы полагаем, что рынок корпоративных облигаций частично, но не в полной мере, отражает картину с корпоративными кредитами. В этом плане наша оценка уровня просроченной задолженности может являться ориентиром как для инвесторов в рублевые облигации, так и для банков.

По нашим данным, с июня 2008 г. по апрель 2009 г. эмитенты просрочили выплаты на 65.4 млрд руб., или 7.4% из запланированных выплат на 883.2 млрд руб.

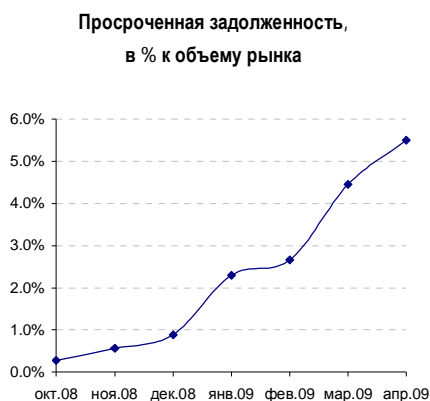
Довольно просто показать, что в зависимости от эшелона этот уровень сильно варьирует. Если брать отдельно эмитентов 3-го эшелона, то здесь просрочка по облигациям уже вплотную приблизилась к 13%.

Текущая просроченная задолженность по совокупным платежам*

	2nd Tier	3rd Tier	Blue Chips	Всего
Объем просроченных обязательств, млрд. руб.	17.8	47.5	0.0	65.4
Все выплаты (купоны/ погашения/ оферты и пр.), млрд. руб.	348.9	372.4	161.9	883.2
Уровень просроченной задолженности, %	5.1%	12.8%	0.0%	7.4%

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

*По данным за период с 01.06.2008 по 01.04.2009



Источники: Банк Москвы

Мы также посчитали отношение объема просроченных обязательств к реальному объему рынка рублевых облигаций по состоянию на начало каждого месяца, начиная с октября 2008 г. Для этих расчетов мы специальным образом корректировали объем рынка в обращении для оценки реального объема корпоративных облигаций, находящихся в инвестиционных портфелях. Механизм корректировок приведен в соответствующем разделе на следующей странице.

Задолженность эмитентов, которые не смогли расплатиться по первоначальному графику платежей (в соответствии с эмиссионными документами) и начинают процесс реструктуризации, мы консервативно включили в общую величину просроченной задолженности. По мере исполнения части платежей в рамках реструктуризации мы будем корректировать величину просроченной задолженности. Однако пока никто из таких эмитентов по новому графику полностью не рассчитался.

Просроченная задолженность к объему рынка

	01 окт 08	01 ноя 08	01 дек 08	01 янв 09	01 фев 09	01 мар 09	01 апр 09
Объем рынка номин., млрд. руб.	1666.0	1673.0	1721.0	1711.6	1719.7	1709.4	1717.2
Объем оферт с 01.06.2009 (млрд. руб.)	181.8	259.1	319.1	416.1	433.9	519.6	596.5
Просроченная задолженность*, млрд. руб.	4.1	8.0	12.5	30.5	35.1	55.5	65.4
Скорр. объем рынка, млрд. руб.	1488.4	1421.8	1414.4	1326.0	1321.0	1245.2	1186.0
Просроченная задолженность к объему рынка, %	0.3%	0.6%	0.9%	2.3%	2.7%	4.5%	5.5%

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

*По данным на конец марта 2009 г.

Корректировка объема платежей и номинального объема рынка

Специфика рынка рублевых облигаций диктует необходимость проведения некоторых корректировок в оценке совокупных платежей, приходящихся на 2009 г.

Совокупный объем платежей по рублевым облигациям в 2009 г. составляет чуть более 1.4 трлн. руб. при номинальном объеме рынка в 1.7 трлн. руб. на начало года. Учитывая, что 955 млрд. руб. платежей приходится на оферты (в т.ч. по уже выкупленным бумагам) объем платежей в 2009 г. и объем рынка необходимо скорректировать.

Мы считаем, что из общей суммы платежей в 2009 г. будет корректно вычесть выпуски, оферта которых прошла во втором полугодии 2008 г., а точнее с июня по декабрь 2008 г.

Напомним, что именно в июне 2008 г. началась волна технических дефолтов эмитентов третьего эшелона. Военные действия на Кавказе и начало острой фазы глобального кредитного кризиса (середина сентября 2008 г.) привели к закрытию внутренних долговых рынков. Первичный же рынок стал существовать только в виде технических сделок, а прохождение оферт свелось к простому исполнению заявок со стороны рыночных владельцев рублевых облигаций. Вернуть бумаги обратно в рынок во втором полугодии 2008 г. для подавляющего большинства эмитентов оказалось практически невозможно.

Так как более 90% следующих дат исполнения оферт выставляются на полгода – год, мы исключаем из расчета выпуски, оферта которых состоялась с июня по декабрь 2008 г.

По нашим оценкам, объем платежей по таким выпускам составляет 416.1 млрд. руб. Официальный совокупный объем выкупленных бумаг за этот период составляет более 200 млрд. руб. Оставшаяся часть относится на нерыночные выпуски и дефолты.

С учетом корректировки на выпуски, где исполнение оферт уже прошло, совокупный объем платежей по рублевым облигациям в 2009 г. можно оценить примерно в **1.0 трлн. руб.**

Расчет реального объема облигаций, находившихся в портфелях инвесторов на начало года, мы также корректируем на объем пройденных оферт.

Номинальный объем рынка уменьшен на объем оферт, исполненных во втором полугодии 2008 г., и увеличен на объем просроченной задолженности по состоянию на начало 2009 г.

На начало 2009 г. скорректированный объем рынка рублевых облигаций составляет 1.3 трлн. руб.

Экспертные оценки уровня дефолтов

Чтобы оценить общий объем задолженности на конец года, мы ряд расчетов.

Базируясь на собственных экспертных оценках в отношении возможности каждого конкретного эмитента исполнить обязательства, мы оценили возможный уровень дефолтов по эшелонам с апреля по декабрь 2009 г.

Начало процесса реструктуризации воспринимался нами как дефолт компании. В итоге мы получили уровень дефолтов по каждому эшелону, который используется для дальнейших расчетов.

Прогноз уровня дефолтов к совокупным платежам

	2nd Tier	3rd Tier	Blue Chips	Всего
Уровень дефолтов, %	18.6%	58.4%	0.0%	28.4%

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Прогноз просроченной задолженности к платежам

Учитывая уже имеющуюся статистику, мы полагаем, что прогноз уровня просроченной задолженности по облигациям в значительной степени зависит качества эмитента, в нашем случае - от эшелона. Иными словами, уровень задолженности зависит от совокупных характеристик кредитного качества компании, ее способности рефинансировать долг или получить поддержку от акционеров, банков, государства. Мы стараемся реалистично оценивать уровень просроченной задолженности в облигациях третьего эшелона и не ожидаем таких проблем с эмитентами первого эшелона.

Для оценки уровня просроченной задолженности по эшелонам в 2009 г. мы используем полученные выше экспертные оценки:

- для первого эшелона - 0.0%,
- для второго - 18.6%
- для облигаций третьего эшелона – 58.4%.

Оценка совокупного уровня просроченной задолженности в 2009 г.

	2nd Tier	3rd Tier	Blue Chips	Всего
Расчет совокупного объема платежей в 2009 г., млрд. руб.				
<u>Оферты</u>				
Совокупный объем оферт в 2009 г.	428.4	313.6	212.9	954.8
Объем оферт в 2П 2008 г.	121.1	210.6	84.4	416.1
Скоррект. объем оферт в 2009 г	307.3	103.0	128.5	538.7
<u>Погашения</u>				
Объем погашений / купонов в 2009 г., млрд. руб.	186.6	189.4	90.2	466.2
Скоррект. совокупный объем платежей в 2009 г (оферты + погашения), млрд. руб.	493.8	292.4	218.7	1004.9
Уровень дефолтов, %	18.6%	58.4%	0.0%	28.4%
Объем просроченной задолженности, млрд руб.	91.7	170.8	0.0	285.3

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Исходя из оценки совокупных платежей по эшелонам, общий объем просроченной задолженности к концу 2009 года составит около 285.3 млрд. руб.

Прогноз просроченной задолженности к объему рынка

Прогноз, исходя из объема рынка на начало 2009 года

Прогноз уровня просроченной задолженности становится актуальным по мере распространения глобального кредитного кризиса. От объема просроченной задолженности зависит состояние банковской системы, объемов списаний, резервов и прибыльности банков.

В феврале уровень просроченной задолженности по корпоративным кредитам достиг 3.1% по сравнению с 2.4% в январе 2009 г. Официальные оценки и прогнозы варьируют в районе 10-12%, а министр финансов А. Кудрин считает, что реальный уровень просрочки банков уже в настоящее время составляет 10%.

Уровень просроченной задолженности к общему объему кредитов является стандартным показателем в случае оценки показателей коммерческого банка или банковской системы в целом. Однако в случае стагнирующего рынка рублевых облигаций эта величина может сильно варьировать в зависимости от подхода и предпосылок.

Для расчета уровня просроченной задолженности для рублевых облигаций на начало 2009 г. использована оценка реального объема рынка (см. выше) и прогноз объема просроченной задолженности.

Таким образом, отношение потенциального объема просроченной задолженности в 2009 г. к объему бумаг, находившихся у владельцев облигаций на начало года составляет порядка 21.5%.

Уровень просроченной задолженности к объему рынка на начало года

Номинальный объем рынка на начало года, млрд. руб.	1712.0
Объем оферт в 2П 2008 г.	416.1
Объем просроченной задолженности на начало года, млрд. руб.	30.5
Скорр. объем рынка на начало 2009 г., млрд. руб.	1326.4
Объем просроченной задолженности, млрд. руб.	285.3
Уровень просроченной задолженности к объему рынка на начало года, %	21.5%

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Прогноз, исходя из объема рынка на конец 2009 года

Для оценки уровня просроченной задолженности на конец 2009 года мы используем два сценария в зависимости от степени пролонгации объема оферт в 2009 г, объема первичного рынка и объема потенциального просроченного долга.

В оптимистичном сценарии также предполагается, что объем просроченной неурегулированной задолженности будет в два раза ниже оценок, полученных выше. Все остальные показатели совпадают и берутся из предыдущих расчетов.

Уровень просроченной задолженности к объему рынка на конец 2009 года

	Сценарий I (базовый)	Сценарий II (оптимистичный)
Скорр. объем рынка на начало 2009 г., млрд. руб.	1326.4	1326.4
Скорректир. объем оферт в 2009 г.	538.7	538.7
Уровень пролонгирования оферт, %	0.0%	20.0%
Объем пролонгированных оферт, млрд. руб.	0.0	107.7
Объем первичных размещений, млрд. руб.	200.0	300.0
Объем погашений, млрд. руб.	287.0	287.0
Объем просроченной задолженности в 2009 г., млрд. руб.	285.3	142.6
Объем рынка на конец года*, млрд. руб.	985.9	1051.0
Уровень просроченной задолженности на конец года, %	28.9%	13.6%

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

*Реальный объем рублевых облигаций на руках у владельцев облигаций, а не у эмитентов

Ряд важных допущений по поводу полученных оценок

1) Возможность реструктуризации проблемных долгов не принималась в расчет. Формально этот процесс может значительно снизить объем неурегулированной просроченной задолженности, но реально для нас эта задолженность представляется проблемной, так как еще ни одно погашение долга в рамках реструктуризации по рублевым облигациям не было успешно завершено.

2) Уровень просроченной задолженности напрямую зависит от готовности инвесторов пролонгировать задолженность эмитентов. Чем больше бумаг остается в рынке, тем этот уровень ниже. Чем больше эмитентов будут способны договориться о пролонгации облигационных займов процессе реструктуризации долга и чем больше инвесторов будут доверять эмитентам (т.е. будут готовы покупать их риск и/или соглашаться на реструктуризацию долгов), тем ниже будет общий уровень просрочки по рублевым облигациям в конце года.

3) Насколько мы понимаем, ситуация с корпоративными облигациями достаточно применима для сопоставления с ситуацией в банковских корпоративных кредитах, пусть и с рядом оговорок.

Применительно к банковской системе можно сделать заключение, аналогичное пункту 2 (см. выше): от того, насколько банки будут готовы пролонгировать кредитные договоры, зависят способность эмитентов платить по другим кредитам и, в конечном итоге, уровень просроченной задолженности у банков по итогам 2009 г.

4) Стоит особо отметить, что связывать напрямую просроченные выплаты по публичному бланковому долгу и просроченные банковские кредиты, особенно обеспеченные, все же не стоит. Причины, лежат на поверхности: наличие залога, разница в силе переговорной позиции, де-факто приоритетная очередность относительно облигационеров и, наконец, различие в динамике объема банковских корпоративных кредитов и объема рынка рублевых облигаций. Долговой рынок в 2009 г., очевидно, будет сокращаться, в то время как объем банковских кредитов будет медленно, но расти.



Контактная информация

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Телекоммуникации, Банки

Мусяенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru

ТЭК

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Зенкова Елена

Zenkova_EA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Металлургия, Химия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.