

Рейтинговая лихорадка: Успеть продать?



Промсвязьбанк

Долговые и денежные рынки | Специальный обзор

13 января 2015 г.

В ближайшие дни агентство S&P может вынести свое решение по рейтингу России, который был помещен в список Credit Watch в декабре. Причем, вероятность понижения рейтинга ниже инвестиционной категории довольно высока на фоне дешевающей нефти. Это может привести к аналогичным действиям в адрес большинства российских эмитентов. Спекулятивный рейтинг может стать причиной технического закрытия позиций по российским евробондам. Однако бумаги торгуются вне инвестиционной категории, что не приведет к агрессивному росту доходности. Ковенанты по рейтингам в евробондах довольно редкое явление, но могут быть в условиях синдицированных кредитов, соглашениях ISDA и при торговом финансировании. До рейтингового решения мы рекомендуем сократить инвестиции в суверенные, банковские выпуски, в бумаги с госучастием в пользу евробондов эмитентов с сильным кредитным профилем и высокой долей экспортной выручки.

Игорь Голубев
golubevia@psbank.ru
Александр Полютов
polyutovav@psbank.ru

Наше мнение:

О высокой вероятности исключения России из инвестиционной рейтинговой категории инвесторы заговорили во второй половине года одновременно с довольно резким снижением цен на нефть. Если в октябре S&P все же не решилось на снижение суверенного рейтинга, то на фоне дешевающей нефти, цены на которую стремятся к 40 долл за барр., мы считаем вероятность снижения рейтинга России довольно высокой. Напомним, в декабре S&P поместило суверенный рейтинг в список Credit Watch с перспективой его вывода из списка в середине января, то есть рейтинговое решение может быть принято уже в ближайшие дни. Отметим, что агентство Fitch на прошлой неделе также понизило рейтинг России до «BBB-» прогноз Негативный, то есть до последней ступени инвестиционного уровня.

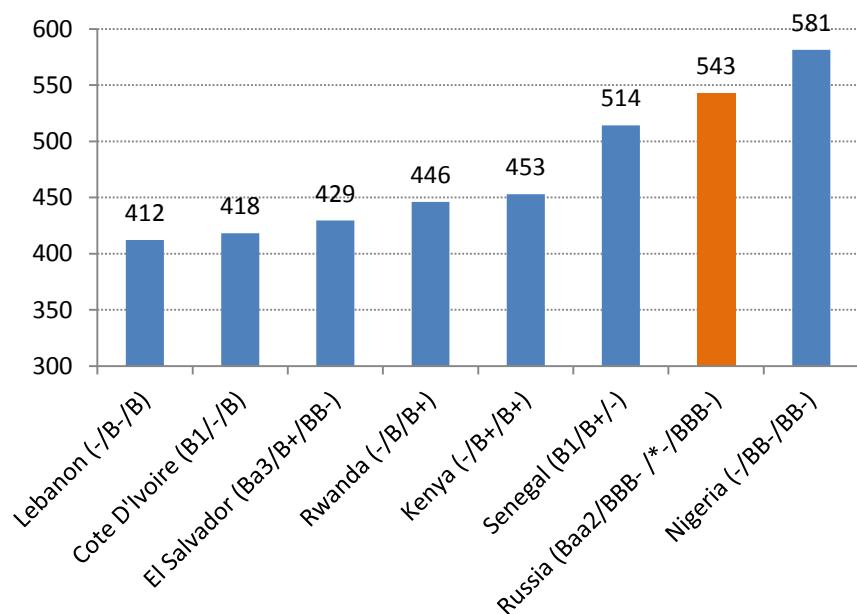
Безусловно, понижение S&P рейтинга России ниже инвестиционного может вызвать техническое закрытие позиций ряда инвестиционных фондов, в декларациях которых прописано инвестирование в бумаги не ниже инвестиционной категории. Причем для ряда из них рейтинг спекулятивной категории хотя бы от одного агентства будет поводом для продаж бумаг российских заемщиков, прежде всего евробондов. Однако, с нашей точки зрения, учитывая, что российские бумаги и так достаточно давно торгуются вне инвестиционной категории и предлагают доходности сопоставимые со странами рейтинговой группы «B-/BB-», об агрессивном росте доходности, аналогичном второй половине 2014 г., вряд ли стоит говорить. Более того, ликвидность рынка также будет сдерживать рост доходностей. Тем не менее, в любом случае сегмент остается под давлением, что прежде всего будет сказываться на рынке первичных размещений. Впрочем, на фоне текущей конъюнктуры говорить о новых размещениях евробондов вряд ли приходится.

В целом, мы рекомендуем до рейтингового решения сократить инвестиции в суверенные, банковские выпуски и в бумаги эмитентов с госучастием в пользу бумаг компаний с сильным самостоятельным кредитным профилем, а также с высокой долей экспортной выручки.

Страна	Выпуск	Рейтинг выпуска	Цена	Доходность, %	Дюрация, лет	Z-spread, б.п.
Mexico	MEX 4 10/02/23	A3/BBB+/BBB+	104,79	3,36	7,40	147
South Africa	SOAF 4.665 01/17/24	Baa2/BBB-/BBB	104,31	4,09	7,33	218
Turkey	TURKEY 5 3/4 03/22/24	Baa3-/BBB-	112,60	4,09	7,27	219
Brazil	BRAZIL 8 7/8 04/15/24	Baa2/BBB-/BBB	135,50	4,20	6,81	233
Lebanon	LEBAN 6 1/4 06/12/25	-/B-/B	101,33	6,08	7,78	412
Cote D'Ivoire	IVYCST 5 3/8 07/23/24	B1-/B	94,84	6,10	7,32	418
El Salvador	ELSALV 5 7/8 01/30/25	Ba3/B+/BB-	97,34	6,23	7,48	429
Rwanda	RWANDA 6 5/8 05/02/23	-/B+/B+	102,22	6,28	6,45	446
Kenya	KENINT 6 7/8 06/24/24	-/B+/B+	103,20	6,42	7,11	453
Senegal	SENEGL 6 1/4 07/30/24	B1/B+/-	94,56	7,04	7,04	514
Russia	RUSSIA 4 7/8 09/16/23	Baa2/BBB- /*- /BBB-	84,66	7,29	6,89	543
Nigeria	NGERIA 6 3/8 07/12/23	-/BB-/BB-	92,20	7,64	6,59	581

Источник: Bloomberg, PSB Research

Z-spread



Источник: Bloomberg

Рейтинговые ковенанты.

Отметим, что ковенанты по рейтингам в евробондах довольно редко явление. По большинству российских выпусков на сегодняшний день такие условия отсутствуют. В силу этого в случае снижения суверенного рейтинга или рейтинга эмитента, у большинства держателей, по нашему мнению, не появляется возможность требовать досрочного погашения бумаг. Однако отметим, что, по нашему мнению, ковенанты о понижении рейтинга довольно часто встречаются в синдицированных кредитах. По нашим подсчетам, рынок синдицированного кредитования на текущий момент составляет порядка 115 млрд долл., без учета амортизационного погашения. Среди крупных синдицированных кредитов отметим прежде всего Роснефть, объем портфеля синдицированных кредитов которой составляет 10,6 млрд долл. без учета займа на покупку ТНК-ВР объемом в 11,9 млрд долл., который погашается в феврале текущего года. Отметим, что компания не ответила на наш запрос о ковенантах о снижении рейтинга в условиях синдицированных кредитов. Отметим, что в компаниях Газпром нефть и Металлоинвест, у которых также

довольно крупные синдицированные кредиты по номиналу – 2,1 и 3 млрд долл. соответственно, нам сообщили, что ковенанты по рейтингам в их кредитных соглашениях отсутствуют.

Помимо евробондов и синдицированных кредитов условия по рейтингам часто встречаются по соглашениям ISDA, а также на рынке торгового финансирования. Объем обоих рынков определить довольно сложно. Так, по разным оценкам рынок торгового финансирования оценивается от четверти импортных операций до четверти экспортно-импортных операций, то есть от 73 млрд долл. до 210 млрд руб. Отметим, что ковенанты включают в себя зачастую снижение рейтинга на две ступени и больше.

Структура внешнего долга России



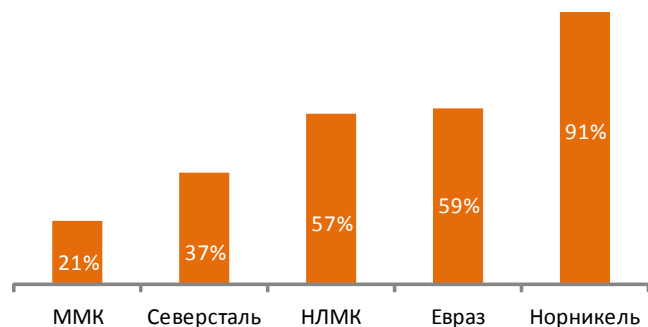
Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, Cbonds, PSB Research

*номинальный объем

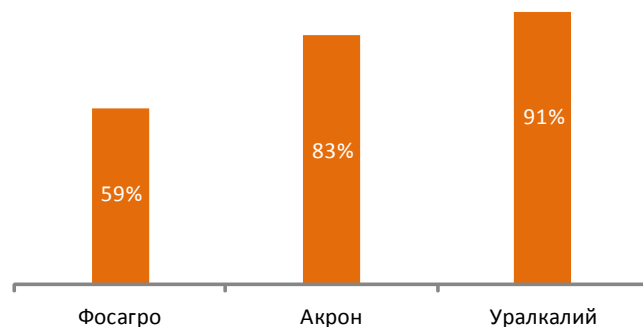
Корпоративные рейтинги

Стоит сказать, что, конечно, решение S&P по снижению суверенному рейтингу вызовет соответствующее снижение оценок большинства компаний. Однако, с нашей точки зрения, в том числе основываясь на риторике агентства в декабре, свой рейтинг могут сохранить компании, не имеющие существенной государственной поддержки, а также в выручке которых преобладают экспортные продажи. На наш взгляд, в этот список могут попасть, прежде всего, компании из горнорудного сегмента, а также производители минеральных удобрений, доля экспортных поставок которых зачастую превышает 50%. Мы также не исключаем того, что ряд компаний может сохранить рейтинг выше суверенного, в том числе Норникель и Фосагро, о чем в декабре заявляло агентство S&P. Открытым остается вопрос относительно оценки Уралкалия в силу аварии на шахте в Соликамске. Наиболее слабой выглядит позиция рейтингов банков и компаний с госучастием, нефтяных компаний и частных банков. Рейтинг последних обусловлен масштабом бизнеса, что увеличивает вероятность государственной поддержки.

Доля экспортных продаж в выручке. Металлургические компании



Доля экспортных продаж в выручке. Производители удобрений



Источник: данные компаний, PSB Research

Источник: данные компаний, PSB Research

Финансовый институт	Рейтинг S&P
VTB Capital	BBB-
АИЖК	BBB-
Банк Москвы	BBB-
Банк оф Токио-Мицубиси ЮФДжей	BBB-
БНП Париба	BBB-
Внешэкономбанк	BBB-
ВТБ	BBB-
Газпромбанк	BBB-
МСП-банк	BBB-
Русфинанс банк	BBB-
Сумитомо Мицуй Рус банк	BBB-
Торгово-промышленный банк Китая	BBB-
Тройка Диалог	BBB-
Юникредит банк	BBB-
Юникредит банк	BBB-
Райффайзенбанк	BBB-
Альфа-банк	BB+
Связь-банк	BB
ABN Financial Ltd	BB-
Велес-Капитал	BB-
Возрождение	BB-
Глобэкс банк	BB-
Московский кредитный банк	BB-
Платежный центр РНКО	BB-
Промсвязьбанк	BB-
ФК Открытие (бывший Номос-банк)	BB-
Ханты-Мансийский банк	BB-
Запсибкомбанк	B+
Инвестторгбанк	B+
МДМ-банк	B+
Пересвет	B+
Русский стандарт	B+
Уралсиб	B+
Внешпромбанк	B+
Петрокоммерц	B+
Альба-Альянс	B
Бинбанк	B
БФА-банк	B
Крайинвестбанк	B
Международный банк СПб	B
Национальная факторинговая компания	B
Нота-банк	B
Развитие-столица	B
Ренессанс Капитал Финанс (инвестбанк)	B
Ренессанс Кредит банк	B

Регион	Рейтинг S&P
Ханты-Мансийский АО	BBB
*Россия	BBB-
Башкортостан	BBB-
Москва	BBB-
Санкт-Петербург	BBB-
Сургут	BBB-
Ямало-Ненецкий АО	BBB-
Ямало-Ненецкий АО	BBB-
Ленинградская обл.	BB+
Новосибирск	BB+
Самарская обл.	BB+
Саха (Якутия)	BB+
Челябинская обл.	BB+
Иркутская обл.	BB
Краснодарский край	BB
Свердловская обл.	BB
Уфа	BB-
Дзержинск	BB-
Красноярский край	BB-
Магаданская обл.	BB-
Томская обл.	BB-
Волжский	B+

Источники: Reuters

Компания	Рейтинг S&P
Фосагро	BBB-
Атомэнергпром	BBB-
ВТБ Лизинг	BBB-
ВТБ Лизинг Финанс	BBB-
ВТБ Страхование	BBB-
ВЭБ-лизинг	BBB-
Газпром	BBB-
Газпром Капитал	BBB-
Газпромнефть	BBB-
Ингосстрах	BBB-
ЛУКОЙЛ	BBB-
Мегафон	BBB-
Мегафон Финанс	BBB-
Мобильные Телесистемы	BBB-
Мосводоканал	BBB-
Норильский Никель	BBB-
НОВАТЭК	BBB-
Роснефть	BBB-
Россети	BBB-
Российские железные дороги	BBB-
Согаз	BBB-
ТНК-BP International	BBB-
Транснефть	BBB-
Транснефть СК	BBB-
Уралкалий	BBB-
Федеральная пассажирская компания	BBB-
Федеральная сетевая компания	BBB-

Компания	Рейтинг S&P
Тенекс-Сервис	BB+
Ростелеком	BB+
Eurasia Drilling	BB+
Polyus Gold International	BB+
Водоканал Санкт-Петербурга	BB+
Домодедово	BB+
НЛМК	BB+
Ресо-Гарантия	BB+
Русгидро	BB+
Северсталь	BB+
Совкомфлот	BB+
Москва Ре	BB
Вымпелком	BB
EuroChem Group AG	BB
АФК Система	BB
Еврохим	BB
Магнит	BB
Металлоинвест	BB
Мосэнерго	BB
МОЭСК	BB
МРСК Центра	BB
Роснано	BB
СТС Медиа	BB-
Borets International (Борец)	BB-
Brunswick Rail	BB-
C.A.T. oil	BB-
Алроса	BB-
ГТЛК	BB-
Европейская подшипниковая корпорация	BB-
Нижнекамскнефтехим	BB-
Новороссийский морской торговый порт	BB-
Росгосстрах	BB-
Энергогарант	BB-
X5 Finance	B+
Evrax Group SA	B+
EvraxHolding Finance	B+
X5 Retail	B+
Жива	B+
ЛенспецСМУ	B+
Лента	B+
Помощь СК	B+
ПрофМедиа	B+
Сибметинвест	B+
ТМК	B+

ПАО «Промсвязьбанк»

PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев

Дмитрий Монастыршин

Дмитрий Грицкевич

Алексей Егоров

Александр Полютов

GolubevIA@psbank.ru

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

Илья Фролов

Екатерина Крылова

Игорь Нуждин

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ГРУППА ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И МОДЕЛИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНЫХ РЫНКОВ

Роман Османов

Олег Шагов

OsmanovR@psbank.ru

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко

Ольга Целинина

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова

Константин Квашнин

Евгений Жариков

Борис Холжигитов

Rybakova@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 705-90-68

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

Иван Заволоснов

Александр Сурпин

Виктория Давитиашвили

Skabelin@psbank.ru

ZavolosnovIV@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

Михаил Маркин

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

Сергей Устиков

Александр Орехов

Игорь Федосенко

Виталий Туруло

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.