

22 декабря 2017

## Крупный бизнес смещается на облигационный рынок

### Анализ структуры долга крупного российского корпоративного бизнеса

Рост облигационного рынка опережает динамику корпоративного кредитования.....2

Высокий уровень валютного долга и заимствований с плавающей ставкой сохраняется.....3

Тенденция снижения процентных ставок пока не отразилась на стоимости долга крупного бизнеса.....5

Долговая нагрузка крупного бизнеса продолжит снижаться.....6

Параметры выборки и методика расчетов.....8

Евгений Обыдов

Заместитель директора, группа корпоративных рейтингов

+7 (495) 139-0488

evgeny.obydov@acra-ratings.ru

Наталья Порохова

Директор, руководитель группы исследований и прогнозирования

+7 (495) 139-0490

natalia.porokhova@acra-ratings.ru

#### Контакты для СМИ

Мария Мухина

Операционный директор

+7 (495) 139-0480

maria.mukhina@acra-ratings.ru

— Средняя эффективная ставка по кредитному портфелю крупного корпоративного бизнеса за первое полугодие 2017 года составила 8,6%, что всего на 0,1% и 0,5% ниже показателей за 2015-й и 2016-й соответственно. Тенденция снижения процентных ставок пока не отразилась на стоимости долга — спред эффективной ставки крупного бизнеса к банковской ставке впервые стал отрицательным (минус 0,5–1% против 1,5–2% в 2012–2015 годах). Это будет стимулировать компании активно рефинансировать свои обязательства в 2018 году (в первую очередь на облигационном рынке) и окажет значительное давление на чистую процентную маржу (NIM) банковского сектора.

— В 2017 году 35% заимствований крупного корпоративного бизнеса сформировано облигациями. Это на 5% выше, чем в 2015–2016 годах. Рост облигационного рынка опережает динамику корпоративного кредитования — объем рынка облигаций нефинансовых компаний увеличился на 160% с 2012 года, в то время как объем кредитного портфеля нефинансового сектора вырос менее чем на 50%. АКРА ожидает, что доступность облигационного рынка будет увеличиваться для более широкого круга корпоративных эмитентов. Этому будет способствовать как рост аппетита к риску со стороны небанковских финансовых организаций, так и увеличение спроса со стороны физических лиц по мере развития институтов финансового посредничества.

— В 2017 году доля валютного долга крупного бизнеса стабилизировалась на отметке 61%, а заимствований с плавающей ставкой — на уровне 45%. Несмотря на снижение инфляции до исторического минимума, АКРА ожидает сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики и положительных процентных ставок в следующие два-три года, в связи с чем сохранится значительный спред между стоимостью рублевых и валютных заимствований. Это будет стимулировать крупный бизнес сохранять значительные объемы валютного долга.

— Долговая нагрузка крупного бизнеса продолжит снижаться. Несмотря на существенный рост с докризисных уровней из-за девальвации рубля, текущий уровень долга в среднем по проанализированной выборке не превышает 2,2x FFO (funds from operations) до выплаты процентов и налогов, что на 0,2x ниже результата 2016 года. Наименее закредитованной остается электроэнергетика (1,2x), при этом по остальным отраслям, кроме машиностроения, показатель не превышает 2,5x. АКРА ожидает, что в 2018–2019 годах долговая нагрузка продолжит снижаться, т.к. положительные реальные процентные ставки не создают стимулов для высокой инвестиционной активности бизнеса.

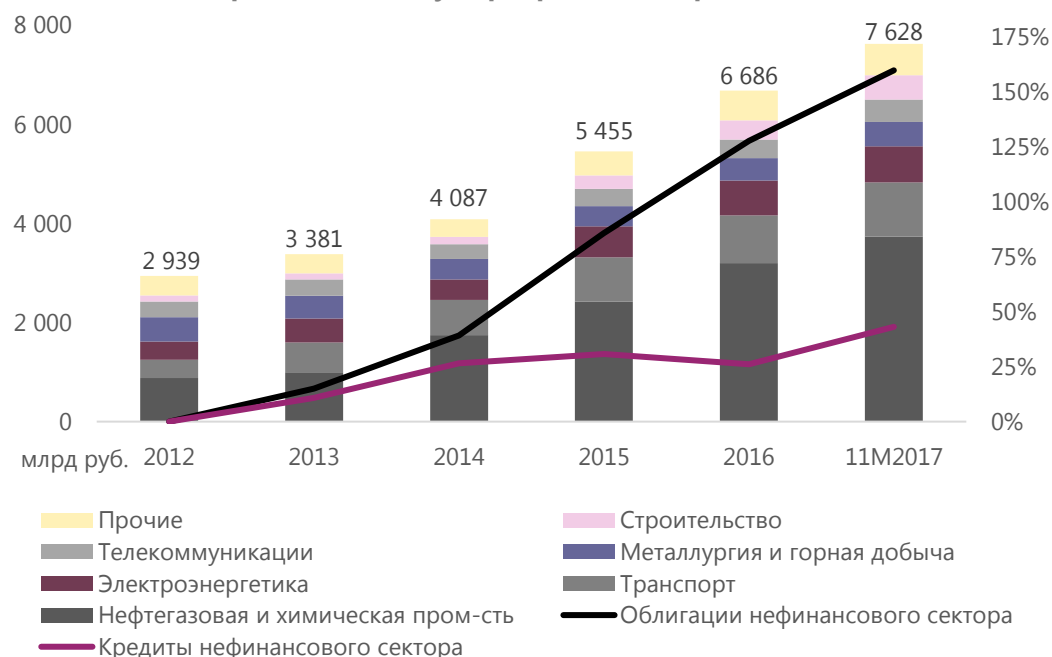
## Рост облигационного рынка опережает динамику корпоративного кредитования

*В анализируемую выборку вошли 80 представителей крупного корпоративного бизнеса с совокупной выручкой за 2016 год около 38,5 трлн руб., или 35% от совокупной годовой выручки российских нефинансовых компаний.*

В 2017-м около 35% долга компаний, попавших в выборку, было сформировано облигационными заимствованиями, при этом доля увеличилась с 30% по состоянию на конец 2016 года. Крупный бизнес является основным заемщиком на облигационном рынке (на компании выборки приходится до 80% всех облигационных заимствований корпоративного сектора), в то время как доля облигаций в совокупном долге корпоративного сектора не превышает 12%. Облигационный рынок на протяжении последних пяти лет показывал значительные темпы прироста. Так, с 2012 года совокупный рост облигаций нефинансовых компаний составил 160% при росте кредитования нефинансового сектора за этот период менее чем на 50%.

Крупнейшими заемщиками на облигационном рынке выступают представители нефтегазовой отрасли, которые формируют около 50% всего объема облигаций нефинансового сектора на 01.12.2017. Крупными заемщиками также выступают транспортная отрасль (14%), электроэнергетика (10%), металлургия и горнодобывающая промышленность (6%), а также телекоммуникации (6%) и строительство (6%).

**Рисунок 1. Темп роста облигационных заимствований нефинансовых компаний значительно опередил динамику корпоративного кредитования**



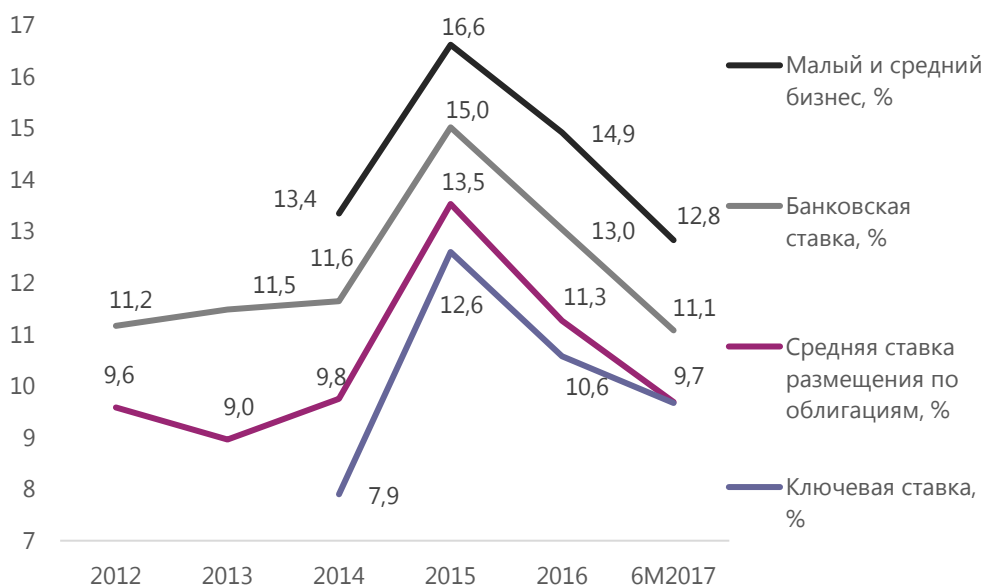
Источник: данные ЦБ РФ, cbonds.ru, расчеты АКРА

Спред средней рублевой ставки размещения на облигационном рынке к средней банковской ставке составляет 1,5–2% и обусловлен более высоким кредитным качеством заемщиков на рынке облигаций. При этом если для компаний с умеренно высоким и высоким уровнем кредитоспособности стоимость заимствований на облигационном рынке в целом сопоставима с банковскими ставками, то для заемщиков с умеренной и умеренно низкой кредитоспособностью облигационные ставки могут быть значительно привлекательнее.

См. исследование АКРА от 23 ноября 2017 года [«Снижение ставок увеличит спрос на ПИФы»](#).

По оценке АКРА, спрос на облигационные заимствования со стороны крупного бизнеса будет расти, что обусловлено необходимостью рефинансирования кредитного портфеля в условиях снижающихся процентных ставок. Более того, Агентство ожидает, что доступность рынка облигаций будет увеличиваться для более широкого круга корпоративных эмитентов. Этому будет способствовать как рост аппетита к риску со стороны небанковских финансовых организаций (пенсионные фонды, страховые компании), так и увеличение спроса со стороны физических лиц в условиях снижающихся процентных ставок (по мере развития институтов финансового посредничества — в частности, ПИФов).

**Рисунок 2. Спред средней рублевой ставки размещения на облигационном рынке к средней банковской ставке составляет 1,5–2%**



По всем ставкам приведены средние значения за год.

Источник: данные ЦБ РФ, cbonds.ru, расчеты АКРА

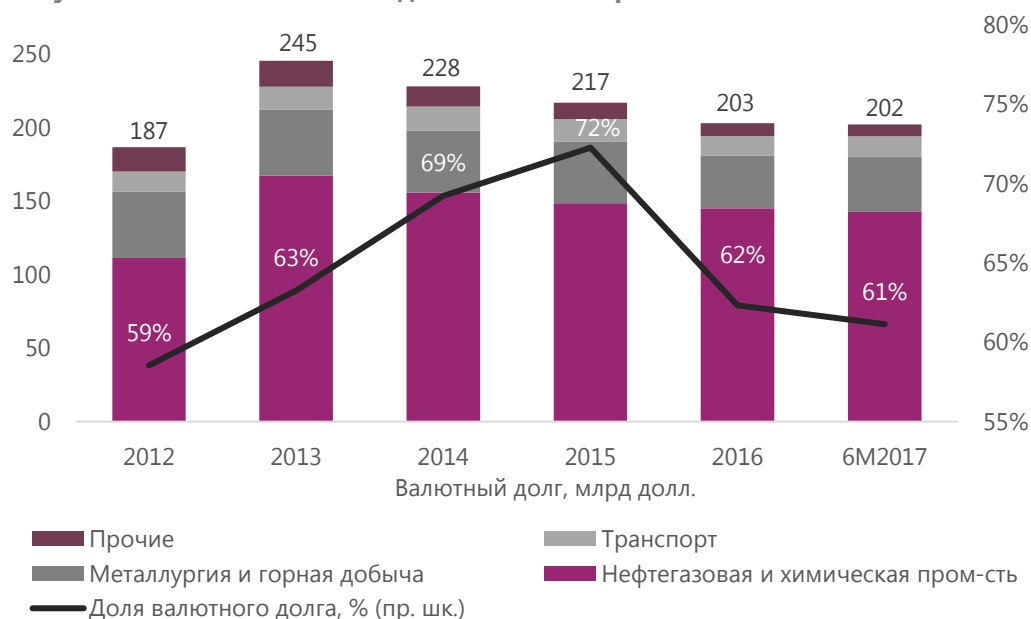
### Высокий уровень валютного долга и заимствований с плавающей ставкой сохраняется

В 2017 году около 61% долга компаний, попавших в выборку, было сформировано валютными заимствованиями. При этом за счет укрепления рубля доля незначительно снизилась с уровня 2014 и 2015 годов (69% и 72% соответственно). В абсолютном выражении объем долга в иностранной валюте постепенно снижается, но достаточно медленными темпами. По состоянию на 30 июня 2017 года валютные заимствования по компаниям в выборке составили порядка 202 млрд долл. (44% всех валютных заимствований корпоративного сектора), сократившись по сравнению с показателями 2014 и 2015 годов на 7% и 11% соответственно.

Среди валютных заемщиков продолжают лидировать экспортно ориентированные отрасли. Более 70% заимствований нефтегазовой, химической, металлургической и горнодобывающей отраслей сформировано в иностранной валюте, а в совокупности на данные отрасли приходится 89% всего валютного долга.

Рисунок 3. Объем валютного долга стабилизировался

Две крупнейшие компании в выборке формируют 42% общего и 53% валютного долга. Без их учета доля валютных заимствований составляет 50%.

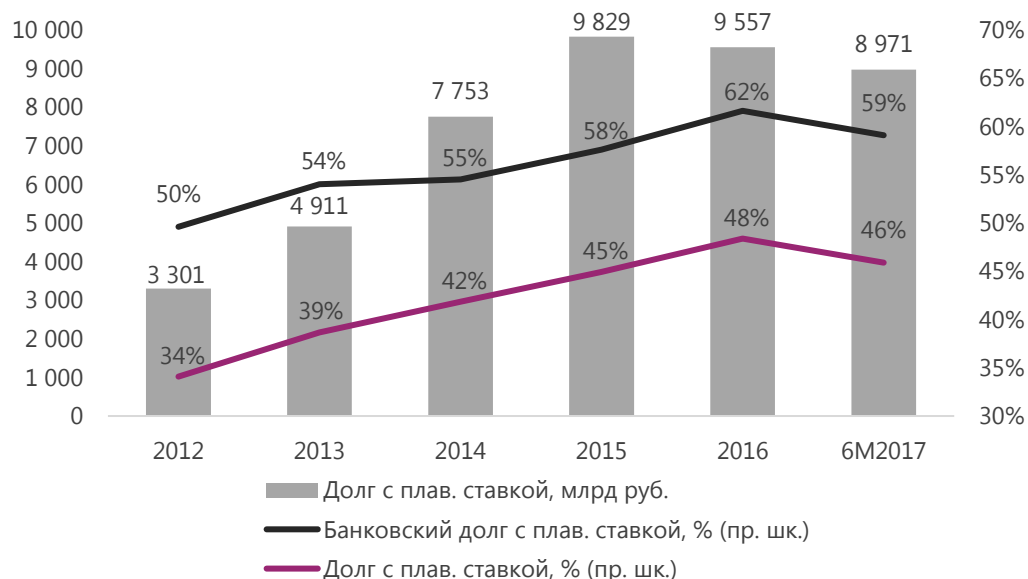


Источник: отчетность 80 компаний по МСФО, расчеты АКРА

Значительная доля валютного долга обуславливает существенную долю заимствований по плавающей ставке у крупного бизнеса. Так, в 2015–2017 годах по анализируемой выборке доля заимствований по плавающей ставке составила 45–48%. Плавающая ставка в первую очередь преобладает в банковских заимствованиях (58–62%), в то время как доля облигаций с плавающей ставкой не превышает 20%. С точки зрения отраслевой принадлежности плавающая ставка преобладает у валютных заемщиков — нефтегазовой (59%), химической (58%) и транспортной (38%) отрасли, металлургии и горнодобывающей промышленности (43%).

Рисунок 4. На заимствования с плавающей ставкой приходится до половины долга крупного бизнеса

Без учета двух крупнейших компаний выборки доля долга с плавающей ставкой по итогам шести месяцев 2017 года составила 34%, а доля банковского долга с плавающей ставкой — 42%.

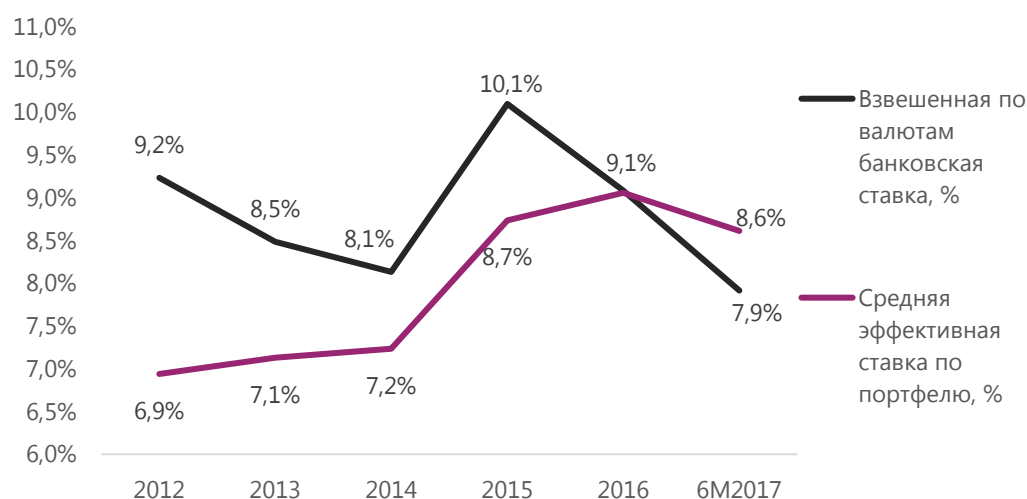


Источник: отчетность 80 компаний по МСФО, cbonds.ru, расчеты АКРА

## Тенденция снижения процентных ставок пока не отразилась на стоимости долга крупного бизнеса

За шесть месяцев 2017 года средняя эффективная ставка по кредитному портфелю в рамках анализируемой выборки составила 8,6%, снизившись всего на 0,1% и 0,5% по сравнению с показателями 2015-го и 2016-го соответственно. Снижение процентных ставок пока не отразилось на стоимости заимствований. Спред эффективной ставки для крупного корпоративного бизнеса к средней банковской ставке, взвешенной по валютам, составлял около 1,5% в 2013–2015 годах. В 2016-м указанные ставки сравнялись, а по итогам шести месяцев 2017 года банковская ставка обогнала эффективную ставку крупного бизнеса. В первую очередь это связано с существенной долей долгосрочных заимствований в структуре портфеля крупного бизнеса (более 70%), что, с другой стороны, позволило избежать значительного удорожания долга в 2015–2016 годах. По оценкам АКРА, в 2018 году корпоративный сектор будет активно рефинансировать долговой портфель более дешевыми заимствованиями, прежде всего облигационными. Это будет оказывать значительное давление на чистую процентную маржу (NIM) российских банков.

**Рисунок 5. Снижение ставок кредитования не в полной мере отразилось на совокупной стоимости долга крупного бизнеса**



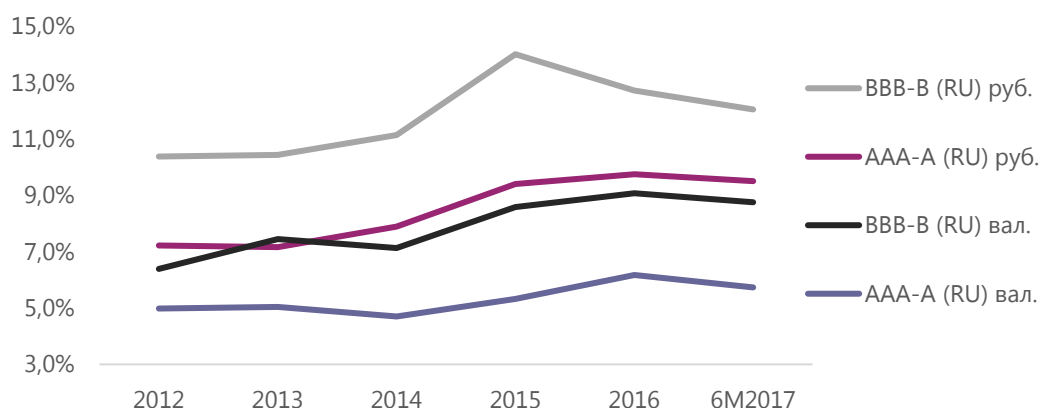
Источник: отчетность 80 компаний по МСФО, данные ЦБ РФ, расчеты АКРА

Между валютными и рублевыми ставками крупного бизнеса сохраняется спред 4–5%, что обуславливает низкую дифференциацию стоимости заимствований рублевых и валютных заемщиков в зависимости от уровня их кредитоспособности. Так, заемщики из наиболее стабильных инфраструктурных отраслей, привлекающие заимствования в рублях, имеют значительно более высокую ставку в сравнении с сырьевыми секторами, подверженными высокой волатильности. Более того, в определенных случаях ставка заимствований валютных заемщиков с умеренным, либо умеренно низким уровнем кредитоспособности зачастую оказывается ниже ставки рублевых заемщиков с умеренно высокой или высокой кредитоспособностью.

См. исследование АКРА от 30 ноября 2017 года [«Стагнация чистой процентной маржи будет ограничивать кредитоспособность российских банков»](#).

Банковская ставка взвешена по валютам в пропорции, идентичной доле валютных/рублевых обязательств в анализируемой выборке.

**Рисунок 6. Значительный спред между валютными и рублевыми ставками сохраняется**



Источник: отчетность 80 компаний по МСФО, расчеты АКРА

См. исследование АКРА от 9 октября 2017 года [«Низкая инфляция в России заставит государство и бизнес искать новые формы гибкости»](#).

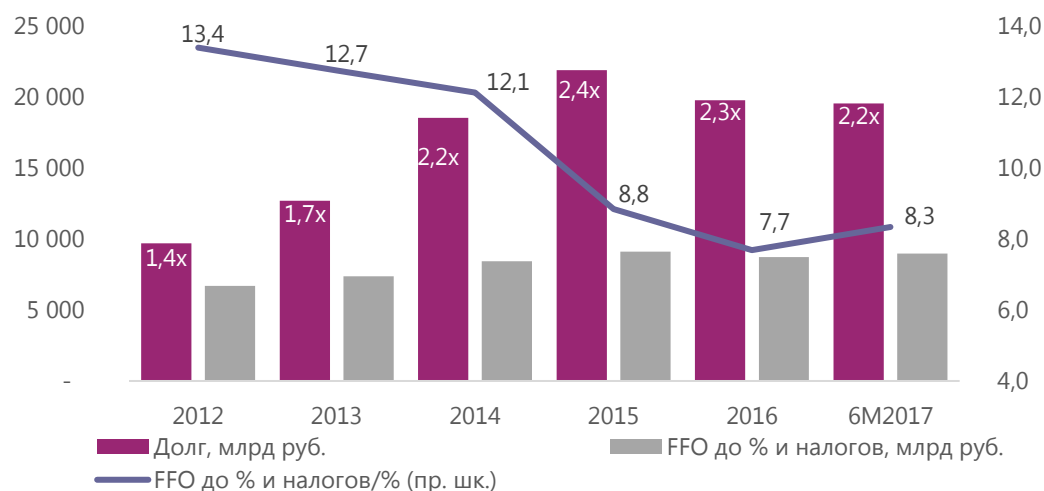
Несмотря на снижение инфляции до исторического минимума, АКРА ожидает сохранения умеренно жесткой денежно-кредитной политики и положительных процентных ставок в следующие два-три года, в связи с чем будет сохраняться значительный спред между стоимостью рублевых и валютных заимствований. Это будет стимулировать крупный бизнес сохранять значительные объемы валютного долга.

**Долговая нагрузка крупного бизнеса продолжит снижаться**

*FFO (funds from operations) до выплаты процентов и налогов — операционный денежный поток до изменения оборотного капитала, выплат процентов и налогов. Аналог общераспространенного показателя EBITDA, но без учета неденежных статей, которые зачастую присутствуют в последнем.*

Несмотря на то что в 2014–2015 годах долговая нагрузка существенно увеличилась, причиной чего в первую очередь послужил рост валютных заимствований из-за девальвации рубля, в целом долговая нагрузка крупного корпоративного бизнеса остается на приемлемом уровне и постепенно снижается. Так, взвешенный по анализируемой выборке показатель «Общий долг/FFO до выплаты процентов и налогов» по итогам шести месяцев 2017 года составил 2,2х против 2,4х в 2015 году. Покрытие процентных платежей операционными потоками также находится на комфортном уровне — показатель «FFO до выплаты процентов и налогов/процентные платежи» составил 8,3х по итогам шести месяцев 2017-го, незначительно увеличившись по сравнению с 2016 годом.

**Рисунок 7. Долговая нагрузка крупного бизнеса постепенно снижается**



Источник: отчетность 80 компаний по МСФО, расчеты АКРА

Практически все проанализированные сектора, за исключением машиностроения, демонстрируют приемлемый уровень долговой нагрузки (не более 2,5х FFO до выплаты процентов и налогов). Наиболее существенное снижение долговой нагрузки демонстрируют металлургический сектор и электроэнергетика, которые в основной своей массе завершили программы капитальных затрат и находятся в фазе генерации значительного свободного денежного потока. При этом наименее за кредитованными (с уровнем долга не более 2,0х FFO до выплаты процентов и налогов) остаются электроэнергетическая отрасль, телекоммуникации и розничная торговля. По оценкам АКРА, в 2018–2019 годах долговая нагрузка продолжит снижаться, т.к. положительные реальные процентные ставки не создают стимулов для высокой инвестиционной активности бизнеса.

**Таблица 1. Энергетический сектор остается наименее за кредитованным**

Отрасль	Долг/скорр. FFO			Скорр. FFO/%		
	2012	2015	6М2017	2012	2015	6М2017
Нефтегазовая пром-сть	0,9	2,1	2,2	31,1	17,1	14,1
Химическая пром-сть	1,5	2,7	2,6	14,4	9,6	7,3
Металлургия и горная добыча	3,0	3,2	2,3	5,8	5,9	5,7
Транспорт	1,9	3,3	2,5	9,4	4,8	6,3
Электроэнергетика	2,0	2,1	1,2	7,8	5,2	8,3
Телекоммуникации	1,7	2,0	1,9	8,6	6,8	6,2
Машиностроение	2,5	72,1	7,1	5,5	0,1	1,2
Розничная торговля	2,2	1,9	2,0	5,3	4,7	5,1

Источник: отчетность 80 компаний по МСФО, расчеты АКРА

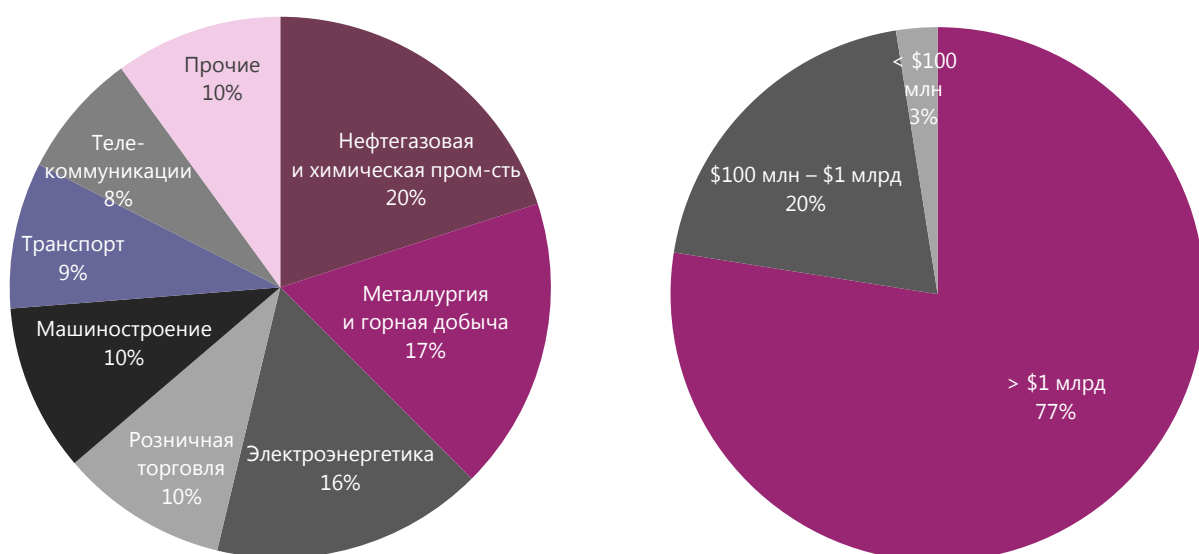
С точки зрения срочности в структуре портфеля стабильно преобладает долгосрочный долг, а доля краткосрочного — не превышает 30% за весь рассматриваемый период. Наиболее высокая доля краткосрочного долга приходится на розничную торговлю (39%), наиболее низкая — на транспортную отрасль (15%).

### Параметры выборки и методика расчетов

Тенденции, изложенные в данном исследовании, в первую очередь применимы к крупному корпоративному бизнесу. Динамика и структура кредитного портфеля в компаниях меньшего масштаба может значительно отличаться.

В выборку вошли 80 компаний — представителей крупного корпоративного бизнеса. При этом за 2016 год три четверти из них имели выручку более 1 млрд долл. Общий размер выручки компаний выборки по итогам указанного года составил порядка 38,5 трлн руб. (35% от совокупной выручки российских нефинансовых компаний). Что касается отраслевой принадлежности компаний выборки, 37% пришлось на добывающий и обрабатывающий сектор, 16% — на сектор электроэнергетики, по 8–10% — на машиностроение, транспорт, розничную торговлю и телекоммуникации.

Рисунок 8. Структура выборки по отраслям и размеру компаний



Источник: отчетность 80 компаний по МСФО, расчеты АКРА

Для расчета финансовых показателей и анализа структуры кредитных портфелей компаний использовалась отчетность по МСФО/US GAAP с соответствующими расшифровками. При этом, поскольку расчет и интерпретация финансовых показателей осуществлялись в соответствии с установленными подходами АКРА, в ряде случаев применялись необходимые корректировки к отдельным статьям отчетности.

Структура долга с точки зрения валюты, ставок и типов заимствований определялась исходя из детального анализа кредитных портфелей каждой компании, попавшей в выборку. Эффективная ставка по кредитному портфелю рассчитывалась путем соотнесения начисленных процентных расходов со средневзвешенным уровнем долга за соответствующий период по каждой компании.



(С) 2017

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)  
Москва, Садовническая набережная, д. 75  
[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ предоставленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.