

11 ноября 2016

Крупный бизнес продолжает занимать в валюте

Анализ структуры долга крупного российского корпоративного бизнеса

Нефтегазовая, химическая и металлургическая отрасли формируют до 90% всех валютных заимствований.....2

Текущая тенденция снижения ставок еще не отразилась на совокупной стоимости долга.....3

Доля заимствований с плавающей ставкой растёт.....4

Долговая нагрузка остается на комфортном уровне.....5

Параметры выборки и методика расчетов.....6

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

— По итогам шести месяцев 2016 года 70% заимствований крупного корпоративного бизнеса сформировано в иностранной валюте. В абсолютном выражении объем валютного долга снизился всего на 2,5% с 2014 года и на 10% с 2013 года, однако наблюдается замещение внешнего валютного корпоративного долга внутренним банковским. С учетом того, что доля валютной выручки добывающего и обрабатывающего сектора остается высокой, АКРА ожидает сохранения доли валютного долга крупного бизнеса на высоком уровне.

— Средняя эффективная ставка по кредитному портфелю крупного корпоративного бизнеса за первое полугодие 2016 года составила 8,7%. С 2013 года зафиксирован рост всего на 1,8 п. п. Существенная доля долгосрочного долга с фиксированной ставкой позволила крупному бизнесу избежать значительного роста процентных расходов в период волатильности на финансовых рынках. Текущая тенденция снижения стоимости заимствований еще не отразилась на средней стоимости долга в большинстве отраслей (кроме торговли), но будет заметна уже в 2017 году.

— В 2016 году доля заимствований с плавающей ставкой в кредитном портфеле крупного корпоративного бизнеса выросла до 45%. В 2012 году данный показатель составлял всего 35%. Это связано как со снижением активности компаний на рынке облигаций (доля в структуре портфеля сократилась с 39% на конец 2012 года до 31% на 30 июня 2016 года), так и с общей банковской стратегией перехода к плавающим ставкам кредитования. АКРА отмечает, что в рамках наблюдаемой тенденции снижения ставок заимствований указанный фактор будет способствовать сокращению стоимости обслуживания долга, однако в целом негативно влияет на кредитный профиль компаний ввиду роста чувствительности стоимости заимствований к волатильности процентных ставок.

— Долговая нагрузка крупного бизнеса остается на комфортном уровне. Несмотря на существенный рост с докризисных уровней из-за девальвации рубля, текущий уровень долга не превышает 2,3х FFO (funds from operations) до выплаты процентов и налогов в среднем по проанализированной выборке. Наименее закредитованными (с показателем в пределах 2,0х) остаются нефтегазовая и электроэнергетическая отрасли, телекоммуникации и розничная торговля. При этом по остальным отраслям, кроме машиностроения, показатель не превышает 3,5х. АКРА ожидает, что в 2017 году долговая нагрузка крупного корпоративного бизнеса останется на сопоставимом уровне.

Нефтегазовая, химическая и металлургическая отрасли формируют до 90% всех валютных заимствований

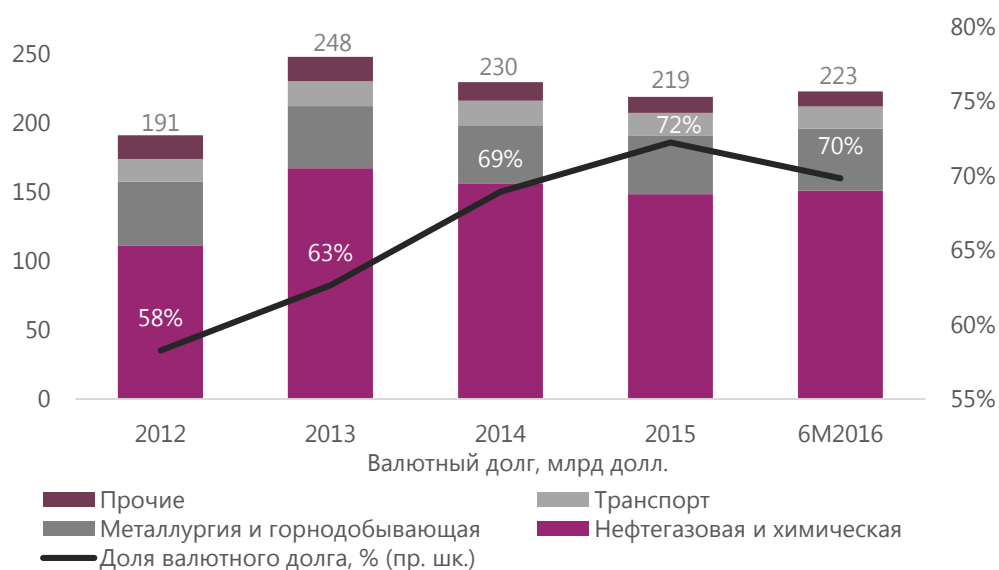
В анализируемую выборку попали 80 представителей крупного корпоративного бизнеса с совокупной выручкой за 2015 год около 38 трлн руб., или 35% от совокупной выручки российских нефинансовых компаний.

По состоянию на 30 июня 2016 года около 70% долга компаний, попавших в выборку, было сформировано валютными заимствованиями. При этом за счет девальвации рубля доля значительно увеличилась с уровней 2012–2013 гг. (58% и 63% соответственно). В абсолютном выражении объем долга в иностранной валюте постепенно снижается, но достаточно медленными темпами. По состоянию на 30 июня 2016 года валютные заимствования по компаниям в выборке составили порядка 223 млрд долл. (47% всех валютных заимствований корпоративного сектора), сократившись по сравнению с уровнями 2013 и 2014 годов на 10% и 2,5% соответственно.

Среди валютных заемщиков лидируют экспортно ориентированные отрасли. Более 80% заимствований нефтегазовой, химической, металлургической и горнодобывающей отраслей сформировано в иностранной валюте, а в совокупности на данные отрасли приходится 88% всего валютного долга. Транспортная и телекоммуникационная отрасли также демонстрируют высокий уровень валютного долга — 56% и 38% соответственно. В остальных отраслях доля не превышает 10–15%.

Рисунок 1. Объем валютного долга снижается, но незначительно

Две крупнейшие компании в выборке формируют 37% общего и 48% валютного долга. Без их учета доля валютных заимствований составляет 58%.



Источник: отчетность по МСФО 80 компаний, расчеты АКРА

Тенденции совокупного валютного долга всего корпоративного сектора повторяют динамику крупного корпоративного бизнеса. С конца 2014 года совокупный валютный долг корпоративного сектора снизился не более чем на 4%, и на 30 июня 2016 года, по данным ЦБ РФ, он составил 475 млрд долл. При этом доля валютного долга в структуре общего кредитного портфеля ниже, чем по крупному бизнесу: 50% по всему корпоративному сектору против 70% по проанализированной выборке. При сохранении абсолютных объемов валютных заимствований происходят изменения в их структуре. После введенных в 2014 году санкций объем внешнего корпоративного валютного долга значительно сократился (-12% с конца 2014 года), в то время как банковское валютное кредитование в указанный период показало рост (+11%), чему в том числе способствовало предоставление валютной ликвидности Банком России.

Текущая тенденция снижения ставок еще не отразилась на совокупной стоимости долга

За шесть месяцев 2016 года средняя эффективная ставка по кредитному портфелю в рамках анализируемой выборки составила 8,7%, увеличившись по сравнению с прошлым годом на 0,2%. В целом в период волатильности на финансовых рынках (2014–2015 гг.) эффективная ставка демонстрировала достаточно умеренный рост — порядка 1,8 п. п. с уровня 2013 года. Положительное влияние оказал хорошо структурированный кредитный портфель: в конце 2013 года по компаниям выборки средняя доля краткосрочного долга не превышала 21%, а обязательства с фиксированной ставкой составляли 61%. Для управления процентным риском по заимствованиям с плавающей ставкой ряд компаний применял инструменты хеджирования, что также позволило ограничить негативный эффект.

Спред эффективной ставки крупного корпоративного бизнеса составляет не более 1,5% к средней банковской ставке, взвешенной по валютам, при этом разница с малым и средним бизнесом может достигать 6–7% (с учетом незначительной доли валютных заимствований последнего).

По всем ставкам приведены средние значения за год.

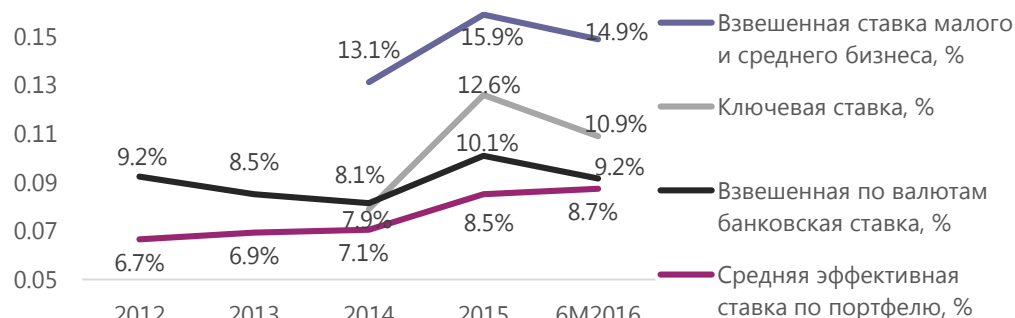
Банковская ставка взвешена по валютам в пропорции, идентичной доле валютных/рублевых обязательств в анализируемой выборке.

Ставка по малому и среднему бизнесу приведена с учетом доли валютного долга в его структуре (10%).

АКРА ожидает дальнейшего снижения ключевой ставки и стоимости заимствований (см. исследование АКРА от 12 сентября 2016 года [«Экономика России все еще не одолела спада. Уточнение прогноза экономики России до 2020 года»](#)).

Спреды эффективных ставок между отраслями достаточно стабильны, что отражает сохраняющееся восприятие кредиторами различий в уровнях отраслевых рисков.

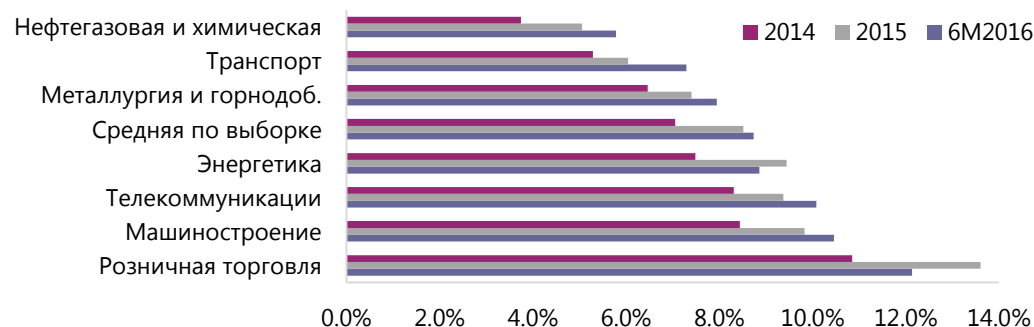
Рисунок 2. Снижение ставок кредитования пока еще не отразилось на совокупной стоимости долга крупного бизнеса



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

Наблюдаемая тенденция снижения ставок кредитования пока еще не отразилась на эффективной ставке по портфелю, что связано с отложенным эффектом влияния изменений рыночных ставок на стоимость долга компаний, однако проявится уже в 2017 году. Тем не менее в ряде отраслей с более высокой долей краткосрочного долга, в частности в розничной торговле, снижение эффективной ставки заметно уже по итогам шести месяцев текущего года.

Рисунок 3. В отраслях с более высоким уровнем короткого долга эффективная ставка начала снижаться



Источник: отчетность по МСФО 80 компаний, расчеты АКРА

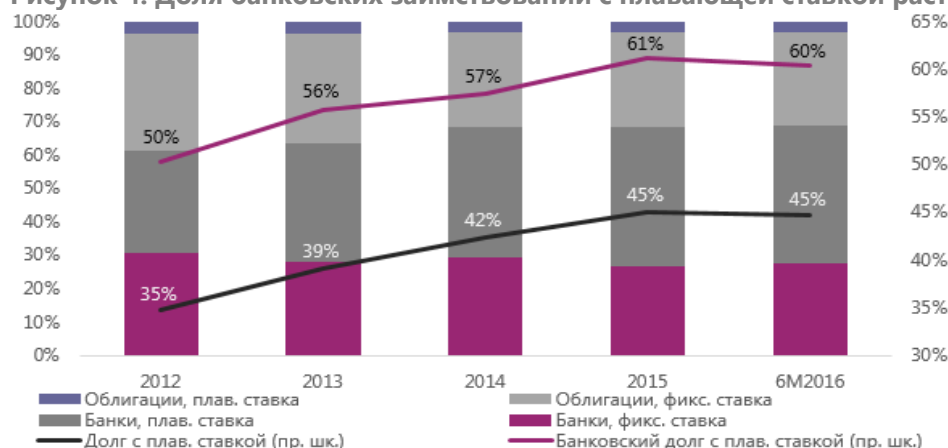
Доля заимствований с плавающей ставкой растет

Динамика структуры заимствований последних лет характеризовалась существенным ростом доли заимствований с плавающей процентной ставкой: с 35% в конце 2012 года до 45% по итогам шести месяцев 2016 года (в рамках анализируемой выборки). Данная тенденция связана со снижением активности компаний на облигационном рынке, на котором доля заимствований с плавающей ставкой исторически невысока (в пределах 10%). Так, доля облигаций в структуре заимствований крупного бизнеса в рамках выборки сократилась с 39% в конце 2012 года до 31% по итогам шести месяцев 2016 года (доля облигаций в совокупном долге корпоративного сектора не превышает 10%, крупный бизнес формирует практически весь объем облигационных заимствований).

Одной из других не менее важных причин послужила общая банковская стратегия перехода к кредитованию по плавающей процентной ставке с целью минимизации процентного риска. Так, доля таких кредитов в структуре банковского портфеля в рамках анализируемой выборки увеличилась с 50% в 2012 году до 60% по состоянию на 30 июня 2016 года.

Без учета двух крупнейших компаний выборки доля долга с плавающей ставкой в период с 2012 года по первые шесть месяцев 2016 года выросла с 33% до 39%, доля банковского долга с плавающей ставкой — с 45% до 50%, а доля облигаций снизилась с 36% до 28%.

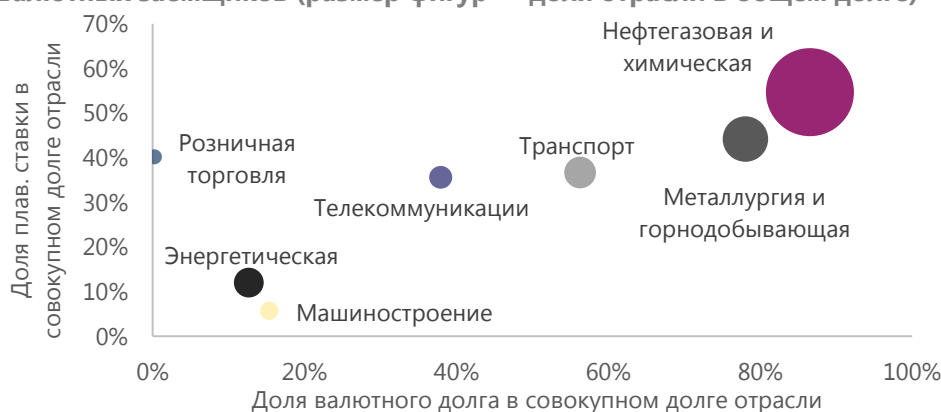
Рисунок 4. Доля банковских заимствований с плавающей ставкой растет



Источник: отчетность по МСФО 80 компаний, расчеты АКРА

С точки зрения отраслевой принадлежности плавающая ставка в первую очередь преобладает у валютных заемщиков, однако в некоторых отраслях, в частности в розничной торговле, существенная доля заимствований с плавающей ставкой может присутствовать и при исключительно рублевом долге.

Рисунок 5. Плавающая ставка в первую очередь характерна для отраслей — валютных заемщиков (размер фигур — доля отрасли в общем долге)



Источник: отчетность по МСФО 80 компаний, расчеты АКРА

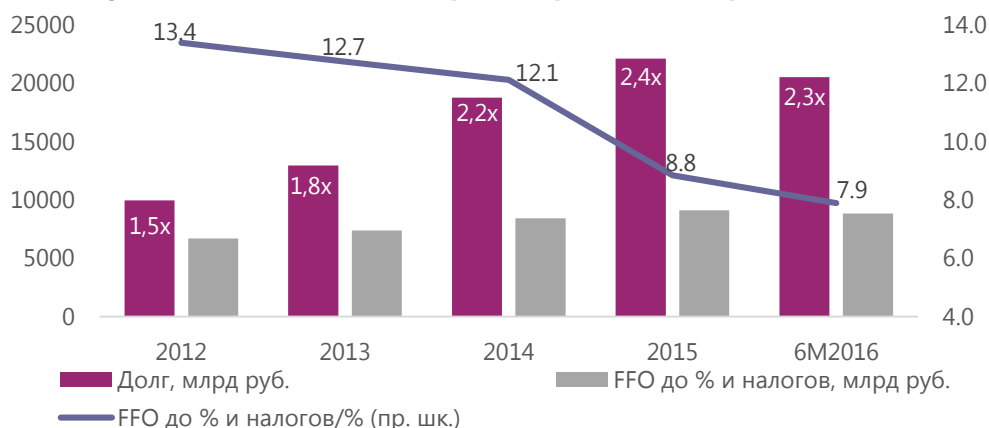
Долговая нагрузка остается на комфортном уровне

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.

Без учета нефтегазовой отрасли показатель «Общий долг/FFO до % и налогов» по выборке на 30 июня 2016 года составил 2,7х, а «FFO до % и налогов/процентные платежи» — 5,0х.

Несмотря на то что за рассматриваемый период 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. Так, взвешенный по анализируемой выборке показатель «Общий долг/FFO до % и налогов» по итогам шести месяцев 2016 года составил 2,3х против 1,5х в 2012 году (незначительный спад к 2015 году связан с эффектом укрепления рубля). Покрытие процентных платежей операционными потоками снижалось более высокими темпами ввиду роста эффективной процентной ставки — показатель «FFO до % и налогов/процентные платежи» снизился с 13,4х в 2012 году до 7,9х по итогам шести месяцев текущего года.

Рисунок 6. Покрытие процентных платежей операционным денежным потоком существенно снизилось за рассматриваемый период



Источник: отчетность по МСФО 80 компаний, расчеты АКРА

Практически все проанализированные сектора, за исключением машиностроения, демонстрируют приемлемый уровень долговой нагрузки, не превышающий 3,5х FFO до % и налогов. Показатели обслуживания долга также находятся на комфортном уровне. Наименее закредитованными (с уровнем долга, не превышающим 2,0х FFO до % и налогов) остаются нефтегазовая и электроэнергетическая отрасли, телекоммуникации, розничная торговля.

Таблица 1. Энергетический сектор остается наименее закредитованным

Отрасль	Изм. долга с 2012 г.	Изм. проц. с 2012 г.	Изм. FFO с 2012 г.	Долг/скорр. FFO		Скорр. FFO/%	
				2012	6М2016	2012	6М2016
Нефтегазовая	167%	158%	25%	0,9	2,0	31,1	15,0
Химическая	224%	207%	69%	1,5	2,9	14,4	7,9
Металлургия и горнодоб.	79%	80%	67%	3,0	3,2	5,8	5,4
Транспорт	70%	182%	38%	2,5	3,1	9,4	4,6
Энергетическая	43%	146%	58%	2,0	1,8	7,8	5,0
Телекоммуникации	-2%	35%	-2%	1,7	1,7	8,6	6,3
Машиностроение	211%	297%	-101%	2,5	отриц.	5,5	отриц.
Розничная торговля	65%	116%	96%	2,2	1,9	5,3	4,8

Источник: отчетность по МСФО 80 компаний, расчеты АКРА

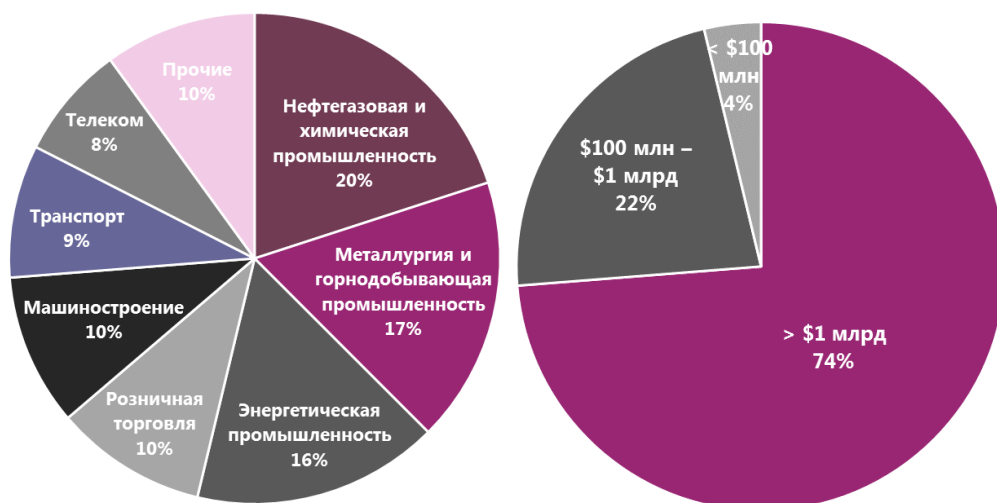
С точки зрения срочности в структуре портфеля стабильно преобладает долгосрочный долг, доля краткосрочного не превышает 25% за весь рассматриваемый период. Наиболее высокая доля краткосрочного долга приходится на электроэнергетику (28%), машиностроение (36%) и розничную торговлю (39%), наиболее низкая — на нефтегазовую и химическую отрасли (18%).

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 попали 80 компаний — представителей крупного корпоративного бизнеса. При этом за 2015 год три четверти из них имели выручку более 1 млрд долл. Общий размер выручки компаний выборки по итогам указанного года составил порядка 38 трлн рублей (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 7. Структура выборки по отраслям и размеру компаний



Источник: отчетность по МСФО 80 компаний, 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) 2016

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

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 представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: 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. 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 предпринимая 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.