

# Кредитные риски российских корпоративных облигаций

Сергей Суверов

Начальник Аналитического управления

Алексей Третьяков

Начальник отдела анализа финансовых рынков

Банк ЗЕНИТ

## Главная тенденция — увеличение кредитных рисков

Западные рейтинговые агентства запоздали с повышением корпоративных кредитных рейтингов. В 2001 г. финансовое состояние крупнейших российских компаний уже ухудшалось.

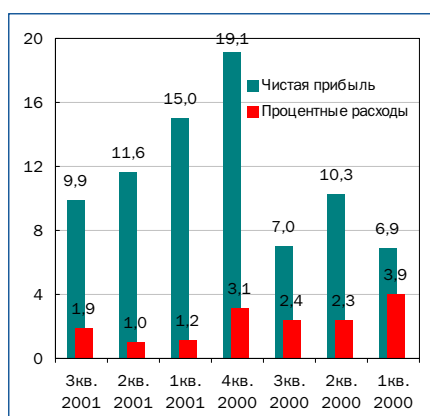
Причиной негативных процессов стал мировой экономический спад. От него в наибольшей степени пострадали нефтяная отрасль, нефтехимия и металлургия. Проанализировав финансовые показатели восьми эмитентов корпоративных облигаций из указанных отраслей, мы обнаружили, что их общая чистая прибыль сократилась в первом квартале 2001 г. на 60% по сравнению с предыдущим периодом и на 30% по сравнению с первым кварталом 2000 г. После улучшения во втором квартале падение вновь продолжилось. Слабая конъюнктура сырьевых рынков вселяет опасения, что прибыли в четвертом квартале 2001 г. и первом квартале 2002 г. окажутся минимальными за последние несколько лет.

Все это говорит о том, что российские менеджеры пока не нашли методов повышения эффективности бизнеса, способных возместить эффект девальвации. Если объем продаж в денежном выражении вырос в среднем на 9%, то производственные издержки, включаемые в себестоимость, — на 19%.

## Инвестиционный бум увеличивает риск финансового кризиса в корпоративном секторе

На этом фоне инвестиционный бум может привести к дурным последствиям. В течение последних двух лет компании вложили десятки миллиардов рублей в собственные инвестиционные программы, однако, результирующий рост производства может оказаться в данный момент не нужным потребителям, привести к затовариванию рынков и дальнейшему снижению прибылей.

**Рис 1** Динамика чистой прибыли и процентных расходов эмитентов корпоративных облигаций\*, млрд. руб.



Источник: Банк ЗЕНИТ.

\* Взяты суммарные значения по компаниям ТЭК и металлургии, выпустившим рублевые корпоративные облигации.

Основным фактором риска может стать отрицательная эффективность использования предприятиями заемных средств. Для акционеров это означает необходимость направле-

ния собственного капитала на обслуживание займов и кредитов. Для инвесторов возникает риск того, что «живые» деньги, затраченные на покупку корпоративных облигаций, оказываются обеспеченными малопродуктивными и низколиквидными активами.

К радости обремененных долгами компаний, западные банки и институциональные инвесторы в силу уже традиционной инертности только сейчас собрались увеличивать лимиты на Россию. Судя по заявлениям наших топ-менеджеров, в 2002 г. можно ожидать максимального после 1997 года объема заключенных кредитных соглашений и еврооблигаций. Если нам хватит везения и этот процесс продлится до того момента, когда цены на экспортные товары вернутся к прежним уровням, то опасения в кредитоспособности российских компаний окажутся напрасными.

Если же нет, то финансовый кризис 1998 года может повториться, только на этот раз его эпицентром станет не государство, а корпоративный сектор.

Участникам рынка корпоративных облигаций, не желающим полагаться только на везение, нужно обратить внимание на компании, ориентированные на внутренний рынок. В нашей рейтинговой методике мы даем высокую оценку тем предприятиям, которые доказали способность работать с прибылью и ростом производства в кризисные годы, и не стремятся сейчас, пользуясь моментом, построить собственные долговые пирамиды.