



ЕВГЕНИЙ КОЧЕМАЗОВ
аналитик ОАО «Внешторгбанк»



Внешторгбанк

АНАЛИЗ ПРЕМИИ ЗА РИСК. КОМПОЗИТНЫЙ МЕТОД ОЦЕНКИ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ЭМИТЕНТОВ

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПРЕМИИ ЗА РИСК, ЕЕ СПРАВЕДЛИВОГО УРОВНЯ — ОДНА ИЗ НАИБОЛЕЕ АКТУАЛЬНЫХ ЗАДАЧ ПРИ РАБОТЕ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ, А ЕЕ РЕШЕНИЕ — НАСУЩНАЯ ПРОБЛЕМА УЧАСТНИКОВ КАК ПЕРВИЧНОГО, ТАК И ВТОРИЧНОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ.

В настоящий момент существует множество подходов к анализу премии за риск, большинство из которых основывается на кредитном анализе эмитентов и сопоставлении кредитного качества, обеспечивающего обслуживание и погашение анализируемого выпуска, с аналогичным показателем обращающихся на рынке бумаг.

Оценка спреда облигаций состоит из следующих этапов:

- 1) оценки кредитного качества эмитента и рисков, связанных с инвестированием в его обязательства;
- 2) оценки стоимости кредитного риска, связанного с покупкой обязательств эмитента на основе сопоставления с обращающимися обязательствами других эмитентов со сравнимыми кредитными характеристиками.

На первый взгляд, данные этапы являются несложными. Однако на практике они содержат ряд методологических сложностей, которые в конечном счете и вызывают наличие существенных расхождений при оценке премии за риск

для обязательств одного и того же эмитента.

Первый этап — ключевой для итогового значения премии за риск, так как является базовой переменной при оценке спреда.

Традиционный кредитный анализ основывается как на анализе финансовой отчетности и финансовых показателей заемщика, которых великое множество и которые нередко дублируют друг друга (вопрос оправданности использования конкретных финансовых показателей будет рассмотрен чуть позже), так и на анализе качественных факторов.

Если финансовые показатели являются объективными, то нефинансовые — чаще всего субъективными. К числу таких субъективных нефинансовых показателей относятся оценка привлекательности отрасли, оценка маркетинга компании, качества ее менеджмента, востребованности производимых продуктов и услуг, политические риски и т. д. Основной вопрос: насколько использование этих показателей оправдано именно при кредитном анализе?

Последние события в российском корпоративном секторе показывают, что политический риск действительно играет важную роль. Однако события вокруг ЮКОСа — скорее исключение из правил, а общий политический риск российских корпораций отражен в более высоких базовых ставках, по сравнению с теми же *US Treasuries*.

Оценка других качественных показателей — менеджмента, продукции, маркетинга, логистики и т. д. — безусловно, также важна, однако стоит учитывать, что данные факторы отражены или будут отражены в финансовых показателях эмитента. Так, к примеру, эффективность менеджмента компании отражена в уровне рентабельности, востребованность продукции — в динамике роста выручки, а политические риски — в адекватности получаемой прибыли объемом выручки компании. Таким образом, анализ качественных характеристик может проводиться и быть инкорпорированным в итоговую оценку кредитоспособности, однако его использование факти-

чески приводит к дублированию анализа финансовых показателей эмитента.

Конечно, многосторонний анализ является скорее «плюсом», чем «минусом». Тем не менее его применение при оценке уровня премии за риск обязательств эмитента не является оправданным с точки зрения соотношения затрат и результата. Если мы принимаем тезис о том, что качественные показатели отражены в финансовых показателях, то вполне достаточным будет использование финансового анализа. Если настаивать на необходимости анализа нефинансовых факторов кредитоспособности, имеет смысл обратиться к продуктам специализированных рейтинговых агентств. Эффективность использования кредитных рейтингов, подготавливаемых рейтинговыми агентствами, в ряде случаев весьма сомнительна. Примером служит рынок рублевых облигаций. Так, бумаги АЛРОСЫ и Газпрома торгуются практически с идентичной премией к облигациям Москвы несмотря на то, что рейтинг АЛРОСЫ существенно ниже рейтинга Газпрома. Использование кредитных рейтингов международных агентств в большей степени применимо для рынка еврооблигаций, так как рейтинги являются основным показателем риска для иностранных инвесторов — основных участников данного рынка.

Второй этап — оценка стоимости кредитного риска, связанного с покупкой обязательств эмитента, на основе сопоставления с обращающимися обязательствами других эмитентов со сравнимыми кредитными характеристиками является ключевым. Однако он одновременно и наиболее рискованный с точки зрения возможных ошибок, которые приводят к неэффективности ценообразования на первичном и вторичном рынках.

Так, достаточно часто используется отраслевое сравнение, т. е. выбор бенчмарка обусловлен исключительно отраслью деятельности эмитента. При этом отбираются наиболее похожие на эмитента по кредитному качеству компании, которые и рассматриваются в качестве ориентира. *С одной стороны*, такой подход вполне оправдан, так как отношение участников рынка к похожим эмитентам будет аналогичным. *С другой стороны*, в ряде случаев может он оказаться нереализуемым из-за отсутствия облигаций, «пригодных» для сравнения. Например, при оценке уровня доходности облигаций ритейлеров инвесторы столкнутся с определенными сложностями, так как бумаги компаний из этой отрасли еще не представлены на рынке облигаций. То же самое можно сказать про бумаги транс-

портных компаний (незначительно представлены), высокотехнологичных компаний или, скажем, предприятий легкой промышленности.

Таким образом, использование отраслевого критерия в качестве одного из параметров бенчмаркинга сопряжено с рисками ненахождения сравнимых выпусков облигаций, что может привести к переделению размера премии за риск как придется.

Применение отраслевых бенчмарков может повлиять на принятие неправильной оценки специфических рисков эмитента. Так, наиболее ярким примером служит телекоммуникационная отрасль, представители которой четко сегментированы по кредитному качеству, а спрэды их облигаций весьма близки друг к другу. В результате на вторичном рынке риски ЮТК и ЦентрТелекома, долговая нагрузка которых в 2004 г. приблизилась к критическим значениям, предлагаются по доходности, сравнимой с бумагами ВолгаТелекома, имеющего солидный запас прочности и способного осуществлять дополнительные заимствования без существенного роста долговой нагрузки.

Итак, основные сложности при оценке уровня кредитного риска и премии за риск определены, а поэтому обратимся к способам устранения этих сложностей.

Возвращаясь к рассуждениям на тему использования качественных показателей, имеет смысл повторить тезис о том, что они, как правило, находят отражение в финансовых показателях компаний, что делает их использование необязательным.

Представляется необходимым установить, как применять финансовые показатели при оценке кредитного качества, какие индикаторы будем использовать, а какие нет и почему.

Предлагаемая система оценки кредитного качества основана на анализе компонентов финансового состояния компании: масштаба деятельности, структуры капитала и долговой нагрузки, рентабельности, ликвидности и динамики развития. Каждый из указанных выше компонентов оценивается по шкале от 0 до 100.

Первый компонент — масштаб деятельности компании. Его можно лишь с натяжкой отнести к финансовым показателям, скорее, это оцифрованный индикатор роли бизнеса компании в экономике страны, ее защищенности от административного риска. Единственный компонент в системе оценки кредитного качества, при расчете которого используются абсолютные финансовые показатели.

При оценке масштаба деятельности компании предлагается использовать такие

показатели, как объем выручки, активов, собственного капитала и внеоборотных активов. В соответствии с применяемой шкалой компания может считаться «крупной» (со всеми вытекающими отсюда последствиями — высокая значимость для экономики страны и т. п.), если ее выручка, активы и капитал превышают 15 млрд руб. Для сравнения: к средним компаниям относятся те, выручка, капитал и активы которых находятся в пределах 5–15 млрд руб.

Использование абсолютного значения прибыли в качестве оценки масштаба деятельности не является адекватной, так как этот показатель не что иное, как следствие эффективности деятельности компании.

Оценка *второго компонента* — структуры капитала — включает в себя анализ следующих коэффициентов: отношение капитала к активам и долга к капиталу. Эти коэффициенты вполне адекватно отражают уровень долговой нагрузки компании и указывают на наличие избыточного долга.

Данный компонент дополнен показателем «долгового покрытия», который рассчитывается как отношение выручки компании к ее долгу и показывает, насколько масштаб деятельности компании соотносится с размером ее долга. Если значение этого индикатора находится на низком уровне, значит, компания проводит агрессивную политику заимствования, что негативно отражается на ее кредитном качестве.

Рентабельность — *третий компонент* — указывает на способность компании обслуживать свой долг. Использование различных уровней рентабельности в известной мере диверсифицирует представление об эффективности компании. Так, низкий уровень валовой рентабельности свидетельствует о неэффективности производственной деятельности, невысокая операционная рентабельность — о неэффективности управления и т. д. При оценке данного компонента наибольший вес, например 50%, имеет операционная рентабельность, а на чистую и валовую приходится по 25%. Рентабельность *EBITDA* нередко не используется, так как не всегда можно произвести расчет этого показателя при составлении отчетности РСБУ, что делает невозможным справедливое сравнение показателей компаний, которые готовят отчетность по РСБУ и МСФО.

Анализ *четвертого компонента* — ликвидности — основан на оценке трех показателей — текущей, срочной и абсолютной ликвидности.

Оценка *пятого компонента* — динамики развития — включает в себя анализ темпов роста выручки и чистой прибыли.

В обоих случаях пограничным значением является уровень инфляции.

После оценки всех компонентов они формируются в композитный показатель. Причем веса компонентов распределены следующим образом: на структуру капитала и долговую нагрузку приходится 30% итогового значения показателя, на рентабельность, ликвидность и масштаб деятельности — по 20%, а на динамику развития — 10%.

Итоговая оценка находится в диапазоне от 0 до 100 и распределяется по

РЕЙТИНГ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ

Рейтинг	Оценка	Вид риска
A+	Более 95	Минимальный риск
A	От 90 до 95	Очень низкий риск
A-	От 85 до 90	Низкий риск
B+	От 80 до 85	Риск ниже среднего
B	От 75 до 80	Средний риск
B-	От 70 до 75	Умеренный риск
C+	От 63 до 70	Риск выше среднего
C	От 55 до 63	Высокий риск
C-	От 47 до 55	Очень высокий риск
D	Ниже 47	НЕ РЕКОМЕНДУЕТСЯ ИНВЕСТИРОВАТЬ

10 группам, представляющим собой различные уровни кредитного риска эмитента (см. таблицу).

Применение данной методики при оценке премии за риск корпоративных заемщиков основано на анализе зависимости спреда обращающихся облигаций от рейтинга финансового состояния эмитентов этих облигаций.

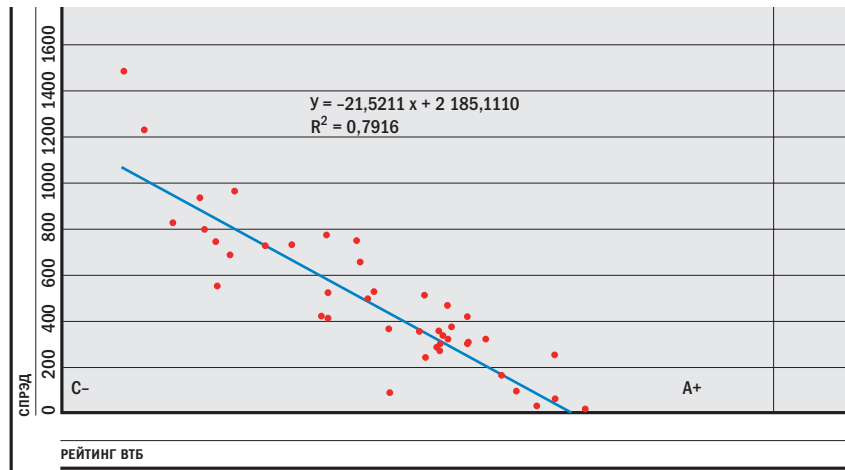
По нашим наблюдениям, данная зависимость существует и, более того, является надежной: на протяжении последних 1,5 лет коэффициент R^2 для регрессии, где зависимой переменной выступает спред к облигациям Москвы, а независимой — рейтинг финансового состояния по шкале ВТБ, не опускался ниже 60%, а в течение последних 3 мес. находится на уровне 75–83% (см. рисунок).

Причина, по которой данная методика показывает такой результат, заключается в системе функционирования рынка облигаций. Так, если исходить из основных экономических законов, цена формируется соотношением спроса и предложения. В случае с облигациями спред служит относительным показателем цены заимствований, а чем выше спрос на обязательства, тем ниже будет спред.

В свою очередь уровень спроса зависит от уровня лимитов риска, от-

крытых на эмитента. Процесс открытия лимитов в большинстве случаев проводится службами, ответственными за анализ кредитных рисков. С учетом того что рассчитанный по методике ВТБ рейтинг финансового состояния использует основные финансовые показатели, применяемые в кредитном анализе, можно сделать вывод, что эти же показатели будут использоваться и другими кредитными аналитиками при оценке кредитного качества эмитентов.

РЕЙТИНГ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ВТБ – СПРЭД ОБЛИГАЦИЙ



Таким образом, уровень рейтинга финансового состояния по шкале ВТБ прямо пропорционален кредитному качеству компании (с точки зрения кредитных аналитиков), количеству открытых лимитов на обязательства эмитента и спроса на его обязательства. Поэтому чем выше рейтинг ВТБ, тем ниже должна быть премия за риск и соответственно доходность облигаций компании.

Представленная методика имеет ряд ограничений. Первое и них прежде всего касается типа компаний, к которым этот рейтинг применим. На сегодняшний день разработана система оценки спреда корпоративных заемщиков — компаний, непосредственно производящих и реализующих продукцию. В дальнейшем планируется создать подобную методику для банков и финансовых компаний, а также для регионов РФ.

Второе ограничение связано с характером исходной информации. Несовершенство бухгалтерского учета и российского законодательства позволяет не отражать в финансовой отчетности действительное финансовое положение компании, что снижает привлекательность представленной методики. Тем не менее необходимо отметить, что международные рейтинговые агентства используют точно такие же финансовые доку-

менты, которые в целом указывает на возможную неадекватность любого кредитного анализа российских компаний.

Третье ограничение — «неточности» в финансовой отчетности которые, как показывает практика, встречаются и на Западе: достаточно вспомнить недавние крупные корпоративные скандалы в США, чтобы понять, что по большому счету надежность финотчетности везде примерно одинаковая, а громкие имена аудиторов не всегда дают гарантию достоверности показателей.

Несмотря на ряд ограничений представленной методики, круг возможностей для ее применения широк. Данная методика позволяет проводить анализ справедливой доходности при первичном размещении облигаций в отношении определения минимально допустимых уровней доходности. Методика также позволяет выявлять недооцененные бумаги на вторичном рынке облигаций путем сопоставления кредитных показателей и уровня спреда. Также она может быть использована при управлении портфелем ценных бумаг в качестве определения минимально допустимого уровня риска эмитентов.

Безусловно, оценка спреда и доходности, а также риска вложения в облигации не должна основываться лишь на одном инструменте. Помимо факторов, описанных выше, инвесторам следует принимать во внимание текущую и ожидаемую конъюнктуру внутреннего и внешнего рынков, экономическую ситуацию, политическую обстановку и т. д. Однако при прочих равных условиях описанная методика является оптимальной с точки зрения соотношения затрачиваемого на анализ времени и качества и надежности результатов анализа инструментом для определения стоимости риска обязательств российских заемщиков. ■