



Centras
SECURITIES

Внешний долг РК & Суверенные и корпоративные еврооблигации страны

Алматы, январь 2019 г.

Введение

В современном мире практически каждая страна прибегает к привлечению внешних заимствований в целях стимулирования экономического роста государства, о чем свидетельствует рост объемов государственного долга в мире почти вдвое за последние десять лет. Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings отмечает, что в целом мировой уровень государственного долга высокий, в результате чего многие государства находятся в слабой позиции перед лицом ужесточения финансовых условий в связи с началом повышения процентных ставок в мире, в частности ФРС США в течение 2018 г. произвел повышение процентной ставки четыре раза.

Наибольшее распространение получил долговой финансовый рынок, позволяющий получить заемный капитал на определенный срок за счет банковского кредитования, выпуска облигаций, векселей и других долговых финансовых инструментов. На долговой финансовый рынок выходят государственные структуры в случае дефицита государственного бюджета, а также компании для финансирования текущей деятельности и инвестиционных проектов.

Основными факторами, влияющими на долговой рынок заемного капитала является денежно-кредитная политика центральных банков (ФРС США, ЕЦБ, НБРК, ЦБ РФ и другие локальные центральные банки), макроэкономические показатели страны (изменение ВВП, инфляция, индекс цен в индустриально развитых странах), геополитическая ситуация и рейтинг надежности заемщика.

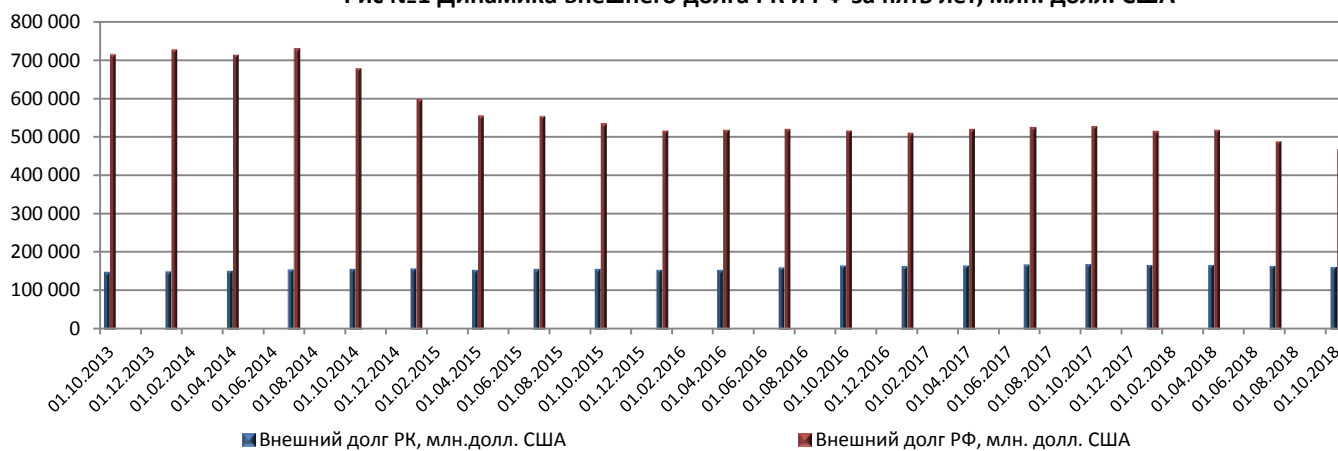
В предлагаемом обзоре подробно отражена информация по внешнему долгу Казахстана, представлено влияние внешних факторов на казахстанский рынок еврооблигаций за 2018 г., рекомендованы наиболее привлекательные евробонды отечественных эмитентов. В общей сложности отметим 6 выпусков суверенных еврооблигаций, 22 корпоративных выпуска еврооблигации казахстанских эмитентов, из которых 8 выпусков еврооблигаций принадлежит отечественным банкам, оставшаяся часть приходится на корпоративный и квазигосударственный сектор.

Обзор внешнего сектора РК (внешний долг)

Согласно Национальному Банку Республики Казахстан (далее - НБРК) под внешним долгом понимается непогашенные на определенный момент времени фактические и безусловные обязательства резидентов перед нерезидентами, которые требуют выплаты основного долга и/или процентов.¹ То есть, это сумма всех долгов правительства и компаний перед иностранными инвесторами.

Внешний долг РК по состоянию на 01.10.2018 г. составил 161 460,5 млн. долл. США и сократился на 4,2% или на 7 139,1 млн. долл. США относительно аналогичного периода предыдущего года. Сокращение внешнего долга РК преимущественно связано с операционными изменениями на сумму 2 716,4 млн. долл. США. Дополнительное влияние на снижение внешнего долга оказала переоценка и списание безнадежных долгов со стороны банков на сумму 197,1 млн. долл. США (Таблица №1).

Рис №1 Динамика внешнего долга РК и РФ за пять лет, млн. долл. США



Источник: ЦБ РФ (<https://www.cbr.ru>) и НБРК (<https://nationalbank.kz>)

¹ Обзор https://nationalbank.kz/cont/BoP_1H2018_rus.pdf

Сравнивая внешний долг России и Казахстана, то в абсолютных цифрах внешний долг России за аналогичный период составил 470 226 млн. долл. США. Таким образом, на каждого российского гражданина приходится около 3 201,0 долл. США общей страновой задолженности. Снижение государственного внешнего долга России на 01.10.2018 г. в размере 59 288 млн. долл. США до 470 226 млн. долл. США или на 11,2% связано с уменьшением задолженности по ссудам и займам прочих секторов, средств иностранных инвесторов на текущих счетах и депозитах в банках и вложений нерезидентов в суверенные ценные бумаги на фоне введения антироссийских санкций и замедления экономического роста страны (Приложении №1).

По оценкам международного рейтингового агентства Fitch Ratings объем государственного долга в мире на конец 2018 г. составляет 66 трлн. долл. США (по рыночным валютным курсам), что почти вдвое превышает показатель 2007 г. и эквивалентно 80% глобального ВВП. Задолженность развитых стран остается относительно стабильной вблизи уровня 50 трлн. долл. США с 2012 г., а долги государств с развивающейся экономикой (emerging markets) напротив увеличились с 10 трлн. долл. США до 15 трлн. долл. США за аналогичный период. Наиболее значительные темпы роста в процентном выражении были отмечены в регионе Ближний Восток и Северная Африка (на 104%) и странах, расположенных к югу от Сахары (на 75%). Тем не менее, на их долю приходится лишь незначительная часть общего долга - менее 1 трлн. долл. США у каждого региона. На долю одиннадцати государств с наивысшим рейтингом «AAA» приходится около 40% мирового госдолга. Этот показатель практически не менялся за последние два десятилетия. США (рейтинг «AAA», прогноз – «стабильный») в настоящее время являются страной с самым большим размером долга - около 21 трлн. долл. США, госдолг которой ежегодно повышается примерно на 1 трлн. долл. США. Для сравнения: объем задолженности Франции («AA», прогноз – «стабильный»), Германии («AAA», прогноз – «стабильный»), Италии («BBB», прогноз – «негативный») и Великобритании («AA», прогноз – «негативный») находился в диапазоне 2,4-2,7 трлн. долл. США на конец 2018 г. В тройку лидеров по размерам госдолга входят также Япония (12 трлн. долл. США) и Китай (6 трлн. долл. США).² Международное агентство Fitch Ratings представил рейтинг Казахстана на уровне BBB прогноз «стабильный» и рейтинг России находится на уровне BBB-, прогноз «позитивный».

Рис №2 ВВП РК и Внешний долг РК на душу населения



На отчетный период сумма внешнего долга РК на душу населения (исключая межфирменную задолженность) за год снизилась с 3 469,4 долл. США (на 01.10.2017 г.) до 3 198 долл. США (на 01.10.2018 г.) и отношение внешнего долга к ВВП (включая межфирменную задолженность) сократилось с 108,6% до 94,0%, соответственно (Рис №2). При этом при подсчете не учитывается межфирменная задолженность: в противном случае сумма внешнего долга РК на душу населения выросла до 9 тысяч долл. США.

Источник: НБРК (<https://nationalbank.kz>)

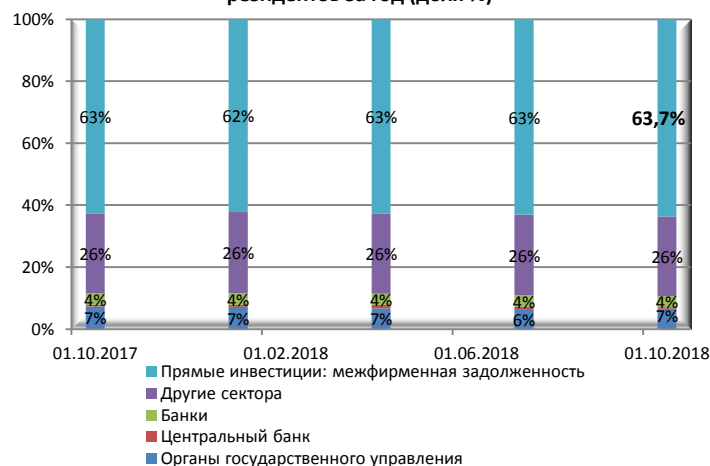
Суммарный долг Правительства Казахстана (органы государственного управления, центральный банк) и внешнего долга субъектов квазигосударственного сектора на 01.10.2018 г. достиг 52 949 млн. долл. США, что составляет 93,8% валютных активов Национального фонда – 56 446 млн. долл. США. Отметим, что данный показатель в течение анализируемого периода снизился с 99,0% (01.10.2017 г.) до 93,8% (01.10.2018 г.), но, тем не менее создаёт значительные риски финансовой нестабильности страны и существенное увеличение расходов на обслуживание госдолга (за год расходы выросли на 75,3% до 234 483 млн. долл. США). Кроме того отметим, что расходы на выплату госдолга (234 483 млн. долл. США) превышает объем дефицита республиканского бюджета (45 745 млн. долл. США) и в среднем расходы по обслуживанию долга демонстрируют восходящую динамику.

По состоянию на 01.10.2018 г. почти две трети от общего объема внешнего долга РК (63,7%) приходится на межфирменную задолженность (Рисунок №3). Обязательства казахстанских компаний превышают 102 000 млн. долл. США, из которых основная часть приходится на долги прямым инвесторам – 80 237,9 млн. долл.

² Источник: Интерфакс, «МИР-ГОСДОЛГ-ФИТЧ-ОЦЕНКА», сообщение от 24.01.2019 г.

США со снижением за год на 1,3%.

Рис №3 Структура внешнего долга РК по секторам резидентов за год (доля %)



Источник: НБПК (<https://nationalbank.kz>)

В структуре внешнего долга РК по сроку погашения наибольшая часть (95,0%) приходится на долгосрочный (свыше 1 года) внешний долг, что с одной стороны – минимизирует риски ликвидности, а с другой – усиливает влияние на погашение и обслуживание долга в меняющихся рыночных условиях (Таблица №1). Стоит отметить, что межфирменная задолженность в иностранной валюте составляет 96 085 млн. долл. США или 68% от суммы внешнего долга в иностранной валюте (на 01.10.2017 г. доля 66% или 98 019 млн. долл. США) и демонстрирует сдержанную положительную динамику в пределах роста до 1%.

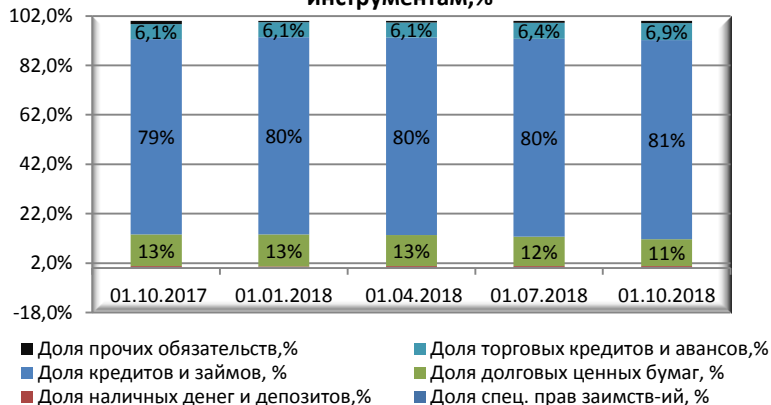
Таблица №1 Состояние внешнего долга: Согласование потоков и запасов

Млн. долл. США	01.10.2017	01.01.2018	01.04.2018	01.07.2018	01.10.2018	Изменения за период:		
						в результате операций	в результате переоценки	прочие изменения
Внешний долг	168 599,6	167 223,8	166 682,9	164 467,9	161 460,5	-2 716,4	-252,0	-39,0
Краткосрочный	7 407,5	7 489,2	8 347,2	8 127,5	8 099,9	323,2	-214,6	-136,2
Долгосрочный	161 192,1	159 734,6	158 335,6	156 340,3	153 360,6	-3 039,6	-37,4	97,3
Органы гос. управления	12 313,3	12 067,5	11 137,9	10 690,4	10 651,5	-151,2	110,6	1,7
Краткосрочный	16,9	19,3	17,6	21,5	23,1	2,8	0,0	-1,3
Долгосрочный	12 296,4	12 048,2	11 120,3	10 668,9	10 628,4	-154,0	110,6	2,9
Центральный банк	869,7	926,3	1 899,2	1 188,6	774,6	-387,1	-26,9	0,0
Краткосрочный	368,3	421,8	1 388,2	694,5	286,5	-382,1	-25,9	0,0
Долгосрочный	501,4	504,6	511,0	494,1	488,1	-5,0	-1,0	0,0
Банки	6 289,0	6 501,9	5 933,8	6 067,3	5 699,1	-161,0	-197,1	-10,1
Краткосрочный	771,0	701,6	714,8	857,5	904,8	186,7	-135,3	-4,2
Долгосрочный	5 518,0	5 800,3	5 219,0	5 209,7	4 794,3	-347,7	-61,8	-5,9
Другие сектора	43 313,3	43 617,7	43 208,2	42 885,9	41 523,4	-1 508,5	126,9	19,0
Краткосрочный	6 251,3	6 346,6	6 226,7	6 553,9	6 885,5	515,8	-53,4	-130,8
Долгосрочный	37 062,0	37 271,2	36 981,5	36 332,0	34 637,9	-2 024,3	180,3	149,8
Другие финансовые организации	2 886,3	2 809,7	2 910,7	2 904,9	2 396,0	-515,0	-8,0	14,2
Краткосрочный	166,6	70,0	72,2	117,2	110,5	-29,4	-0,4	23,1
Долгосрочный	2 719,7	2 739,7	2 838,4	2 787,7	2 285,5	-485,6	-7,7	-8,9
Нефинансовые организации, домашние хозяйства и НКОДХ	40 427,0	40 808,0	40 297,6	39 981,0	39 127,4	-993,5	135,0	4,8
Краткосрочный	6 084,7	6 276,5	6 154,5	6 436,7	6 775,0	545,3	-53,1	-153,8
Долгосрочный	34 342,3	34 531,5	34 143,1	33 544,4	32 352,3	-1 538,7	188,0	158,6
Прямые инвестиции: межфирменная задолженность	105 814,2	104 110,4	104 503,8	103 635,7	102 812,0	-508,6	-265,6	-49,6

Источник: НБПК (<https://nationalbank.kz>)

В структуре внешнего долга Казахстана по видам финансовых инструментов преобладают кредиты и займы, привлеченные от нерезидентов, доля которых от внешнего долга РК составляет 81,6% или 130 085,5 млн. долл. США и доля долговых ценных бумаг на руках у нерезидентов равна 11,0% или 17 685,8 млн. долл. США (Рис №4).

Рис №4 Структура внешнего долга РК по финансовым инструментам, %

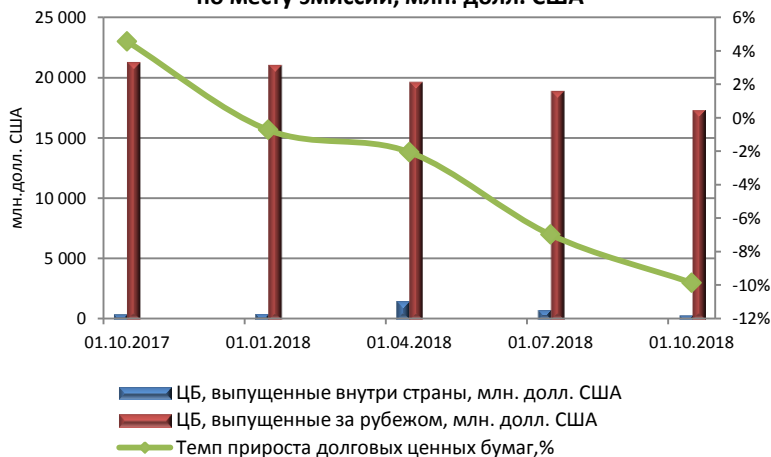


Источник: НБРК (<https://nationalbank.kz>)

С начала 2018 г. наблюдается снижение объемов внешних заимствований в виде выпуска долговых ценных бумаг в среднем на 5%. Кроме того, с начала 2018 г. наблюдается снижение кредитов и займов, привлеченные от нерезидентов в среднем около 1%, в результате погашения нефтегазовыми компаниями кредитов от иностранных компаний, досрочного погашения займа АО «ФНБ «Самрук-Қазына» в размере 1,5 млрд. долл. США, привлечённого в 2015 г. для приобретения пятидесятипроцентной доли участия в компании «КМГ Кашаган Б. В.».

Согласно данным НБРК, общий объем долговых ценных бумаг, выпущенных резидентами и принадлежащие нерезидентам, по состоянию на 01.10.2018 г. составил 17 686 млн. долл. США и снизился на 18,5% относительно аналогичного периода прошлого года в результате сокращения обязательств по долговым ценным бумагам других секторов на 22% до 10 252 млн. долл. США, где облигации, выпущенные за рубежом сократились на 2 870 млн. долл. США до 10 209 млн. долл. США. Кроме того, наблюдается снижение обязательств по облигациям, выпущенных за рубежом, со стороны органов государственного управления на 29% до 3 620 млн. долл. США (Рис.5). Таким образом, сокращение общего объема долговых ценных бумаг, выпущенных резидентами и принадлежащие нерезидентам, связано с досрочным погашением евробондов НК КазМунайГаз на сумму 2 ,967 млрд. долл. США, досрочным частичным погашением евробондов НУХ КазАгро - 2019 на сумму 420 млн. евро, а также, возможно, со снижением аппетита к рискам иностранных инвесторов к активам emerging markets.

Рис № 5 Долговые ценные бумаги, выпущенные резидентами РК и принадлежащие нерезидентам, по месту эмиссии, млн. долл. США



Источник: НБРК (<https://nationalbank.kz>)

Рис №6 Долговые ценные бумаги, выпущенные за рубежом резидентами РК и принадлежащие нерезидентам, на 01.10.2018 г., доля %

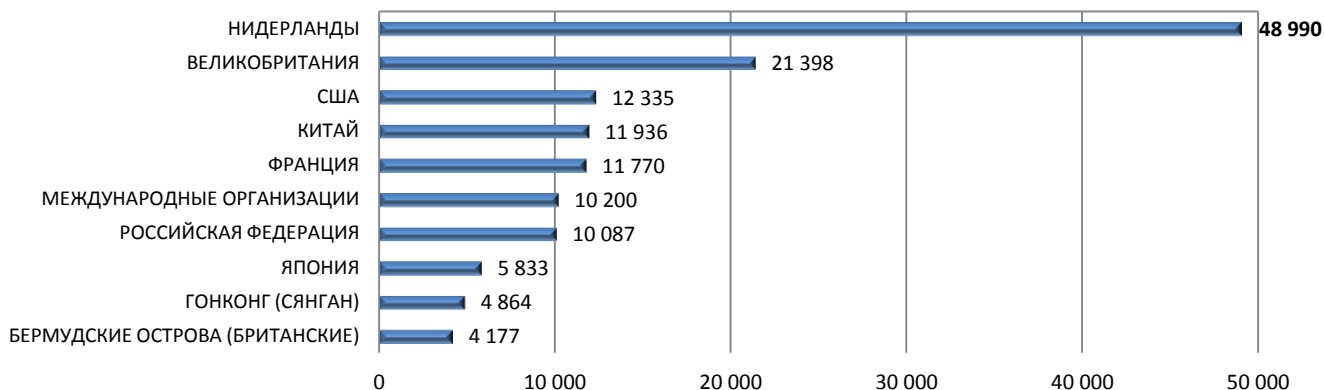


В структуре долговых ценных бумаг, выпущенных за рубежом резидентами РК и принадлежащие нерезидентам, наибольшая доля приходится на другие сектора (59% или 10 252 млн. долл. США), органы государственного управления (21% или 3 620 млн. долл. США) и банки второго уровня (15% или 2 577 млн. долл. США) (Рис №6).

В списке стран, перед которыми Казахстан имеет задолженность, 173 государства, а также международные организации. Основной же долг сформирован перед 9 государствами и международными организациями – общая задолженность перед ними на 1 октября 2018 г. составляет 88 422,2 млн. долл. США. Лидируют Нидерланды: почти 50 млрд. долл. США с долей от общего внешнего долга Казахстана 30%, далее следует Великобритания с долей 13% или 21 398,2 млн. долл. США. Также в топ пять крупнейших кредиторов Казахстана входят США (12 335,2 млн. долл. США), Китай (11 935,9 млн. долл. США) и Франция (11 769,9 млн. долл. США). Также Казахстан имеет задолженность перед международными организациями – 10 200,3 млн. долл. США.

Немного меньше у республики долги перед Россией, размер которых составляет 10 086,5 млн. долл. США (Рис №7, Рис №8).

Рис №7 Внешний долг РК по странам на 01.10.2018 г., млн. долл. США

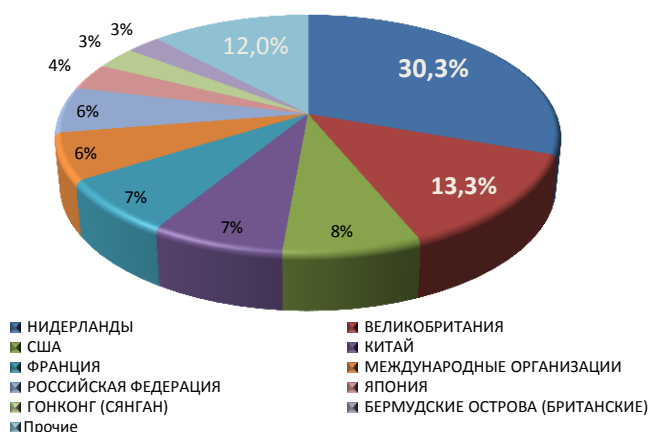


Источник: НБРК (<https://nationalbank.kz>)

Кроме этого, Казахстан должен деньги государствам, считающимся офшорными зонами. Согласно казахстанскому Закону «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма», в данный список входит 62 территории. По состоянию на 01.10.2018 г. общая сумма долга Казахстана в данных странах составляет около 20 млрд. долл. США. Наибольшие обязательства Казахстана относятся к Китайской Народной Республике (только в части территорий специальных административных районов Аомынь (Макао) и Сянган (Гонконг) на сумму 4 863,5 млн. долл. США, Бермудским островам (британские) – 4 177,4 млн. долл. США, Британским Виргинским островам – 3 305,7 млн. долл. США, Великому Герцогству Люксембург – 744,7 млн. долл. США, Каймановым островам (британские) – 621,3 млн. долл. США, Республике Кипр – 483,2 млн. долл. США, Нидерландам (только в части территории острова Аруба и зависимых территорий Антильских островов) – 289,1 млн. долл. США и Республике Сейшельские острова – 245,9 млн. долл. США.

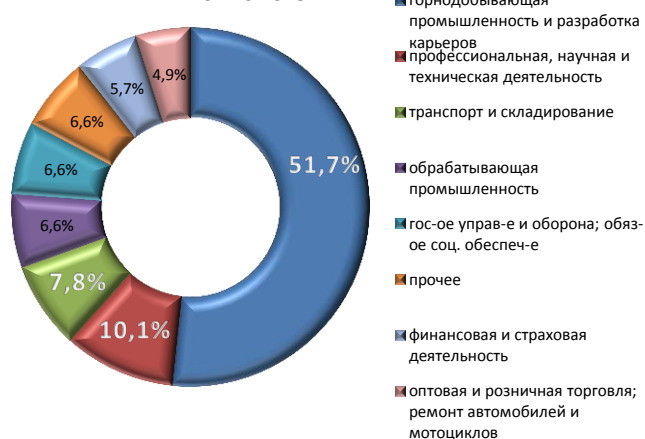
Структура долга по видам экономической деятельности отражает главные приоритеты иностранных инвесторов. Более половины долга приходится на горнодобывающую промышленность – 83 404,4 млн. долл. США, из которых 76 870,3 млн. долл. США или 92% приходится на самую привлекательную отрасль республики – добычу нефти и газа. На втором месте – профессиональная, научная и техническая деятельность на сумму 16 291,5 млн. долл. США с долей от общей суммы внешнего долга 10%. Это направление практически полностью состоит из двух пунктов: «Деятельность головных компаний; консультации по вопросам управления» (11 380,8 млн. долл. США) и «Деятельность по проведению геологической разведки и изысканий» (4 162,4 млн. долл. США). И на почетном третьем месте по приоритетам заимствований у инвесторов находится деятельность резидентов, связанная с транспортом и складированием (12 591,1 млн. долл. США), в частности на финансирование транспортирования по трубопроводам привлечено 8 250,7 млн. долл. США (Рис №9).

Рис №8 Внешний долг РК в разрезе по странам на 01.10.2018 г.



Источник: НБРК (<https://nationalbank.kz>)

Рис №9 Внешний долг РК по видам экономической деятельности резидентов по состоянию на 01.10.2018 г.



В топ пять направлений с наибольшим уровнем внешнего долга (а значит и наиболее привлекательных для иностранных инвесторов) входит обрабатывающая промышленность с объемом заимствований 10 726,4 млн. долл. США, где наибольшая часть долга связана с металлургической промышленностью и производством готовых металлических изделий (кроме машин и оборудования) – 6 164,0 млн. долл. США и производством кокса и продуктов нефтепереработки – 2 432,2 млн. долл. США. И завершает данный рейтинг заимствования для государственного управления и обороны; обязательного социального обеспечения на сумму 10 653 млн. долл. США (Рис №9). Среди восемнадцати видов экономической деятельности резидентов РК наименьший объем внешних заимствований приходится на сельское хозяйство (441 млн. долл. США), деятельность в области административного и вспомогательного обслуживания (326 млн. долл. США), образование, здравоохранение и социальные услуги, искусство, развлечения и отдых (235 млн. долл. США), услуги по проживанию и питанию (219 млн. долл. США), а также водоснабжение; канализационная система, контроль над сбором и распределением отходов (135 млн. долл. США).

По видам вознаграждения, подлежащего выплате иностранным кредиторам, преобладающая часть внешнего долга (65% или 104 847,1 млн. долл. США) имеет плавающую ставку вознаграждения при объеме долгосрочных заимствований 104 681,4 млн. долл. США. (Рис №10). Таким образом, изменение рыночных условий и повышение ставок на международных рынках капитала может спровоцировать увеличение стоимости обслуживания внешнего долга и, как следствие, повысить риск неплатежеспособности заемщиков. В структуре долгосрочного внешнего долга резидентов РК с плавающей ставкой вознаграждения 83,1% или 87 133,5 млн. долл. США приходится на межфирменную задолженность (Рис №11).

Рис №10 Структура внешнего долга РК по виду ставок вознаграждения на 01.10.2018 г., доля %

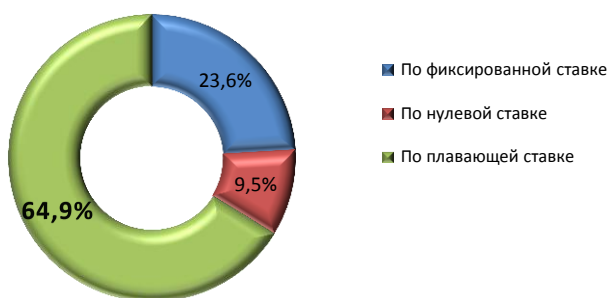


Рис №11 Долгосрочный внешний долг резидентов РК с плавающей ставкой вознаграждения на 01.10.2018 г., доля %



Источник: НБРК (<https://nationalbank.kz>)

В контексте управления внешним долгом межфирменная задолженность признается наименее рискованной, поскольку аффилированные кредиторы (прежде всего, прямой инвестор) разделяют (прямо или косвенно) риск неплатежеспособности заемщика.

В течение 2018 г. авторитетные центральные банки придерживались курса по ужесточению денежно-кредитной политики. Так, на фоне улучшения макроэкономических показателей страны (снижение уровня безработицы, рост экономики и повышение инфляции) ФРС США приняло решение повысить базовую процентную ставку четыре раза в минувшем году до 2,25–2,5% годовых, что привело к удорожанию американских казначейских обязательств (US Treasuries) в условиях возросшего спроса на «качественные» активы и снижению спроса к долговым активам развивающихся рынков.

Таким образом, в связи с более консервативной политикой инвесторов, а также с досрочным погашением обязательств казахстанских заемщиков перед нерезидентами объем внешних заимствований Казахстана в 3 кв. 2018 г. продемонстрировал снижение на 4,2% до 161,5 млрд. долл. США (второй раз за последние пять лет). В структуре внешнего долга наибольшая доля приходится на межфирменную задолженность, а именно на обязательства казахстанских предприятий перед иностранными компаниями. В разрезе видов финансовых инструментов преобладают кредиты и займы, привлеченные от нерезидентов, доля которых от внешнего долга РК составляет 81,6% и доля долговых ценных бумаг на руках у нерезидентов равна 11,0%. С начала 2018 г. наблюдается снижение объемов внешних заимствований в виде выпуска долговых ценных бумаг в среднем на 5% в результате погашения краткосрочных нот Нацбанка, погашения нефтегазовыми компаниями кредитов от иностранных компаний и частичного погашения еврооблигаций НУХ КазАгро и снижения спроса от иностранных инвесторов. Тем не менее, наиболее привлекательной сферой для кредиторов по-прежнему остается горнодобывающая промышленность, в частности добыча нефти и газа.

Обзор казахстанского рынка еврооблигаций за 2018 г.

В течение 2018 г. динамика эффективной доходности суверенных еврооблигаций Казахстана к погашению (далее - Yield to Maturity, YTM), номинированных в долларах США, в целом продемонстрировала восходящий тренд, стоимость государственных евробондов снизилась, соответственно (Рис №12). Котировки еврооблигаций РК с погашением в 2024 г. снизились за год на 3,31 б.п. - до 100,68% от номинала (доходность выросла на 0,57 п. и составила 3,75% годовых). В свою очередь еврооблигации с погашением в 2025 г. подешевели на 5,33 б.п. - до 106,128% от номинала (доходность выросла на 0,72 п. и составила 4,05% годовых). Длинные суверенные еврооблигации с погашением в 2044 г. снизились в цене на 7,51 б.п., до 100,25% от номинала, что соответствует доходности 4,86% годовых (рост на 0,51 б.п. к предыдущему году), с погашением в 2045 г. - на 7,65 б.п. - до 120,94% от номинала (доходность выросла на 0,47 б.п. - до 5,06% годовых). Таким образом, кривая доходности суверенных еврооблигаций Казахстана имеет нормальный характер и отражает ситуацию, в которой облигациям с более длительным сроком обращения присуща более высокая доходность, по сравнению с облигациями с меньшим сроком обращения (Приложение №2).

Рис №12 Эффективная доходность к погашению суверенных бондов РК, номинированных в долл. США, %

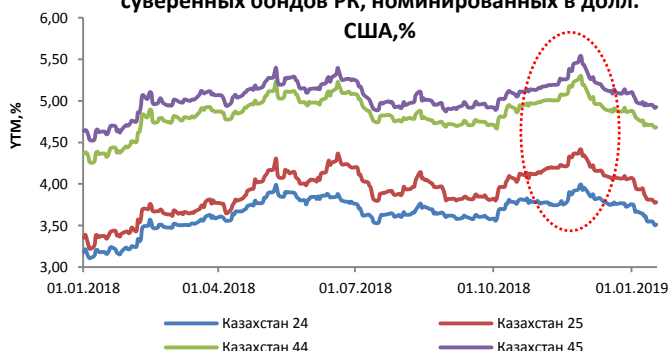


Рис №13 Динамика цены нефти и курса USD&KZT



Источник: Bloomberg

Основной причиной сдержанного роста YTM государственных евробондов Казахстана является обесценение национальной валюты страны на 14% до 380,9 тенге за американский доллар, которое связано с удешевлением «черного золота» марки Brent на 18% до 54,9 долл. США за барр., ужесточением центральными банками США, Англии, Норвегии, Канады, Мексики, Турции, Индонезии, Аргентины, Индии, Чили денежно-кредитной политики, (Рис №13). Кроме того, рост доходности казахстанских евробондов в течение 2018 г. мог быть связан с тем, что инвесторы старались уходить из более рискованных активов emerging markets и инвестировать финансовые ресурсы в более безопасные активы – US Treasuries на фоне обострения геополитических рисков между ведущими мировыми экономиками мира, в частности, между США и Китаем, затянувшийся процесс Brexit.

В тоже время, доходность казначейских облигаций США повысилась в среднем на 0,37 б.п. в 2018 г. Заметная реакция казначейских облигаций США наблюдалась в результате ожиданий инвесторов повышения базовой ставки ФРС США во втором и третьем кварталах прошлого года, что отразилось на повышении спроса на американские долговые обязательства, в силу их способности служить «активом убежищем». После четвертого повышения процентной ставки ФРС США в декабре 2018 г. доходность казначейских облигаций США наметила нисходящий тренд (Рис №14).

Рис №14 Доходность ГЦБ США & Базовая ставка ФРС США

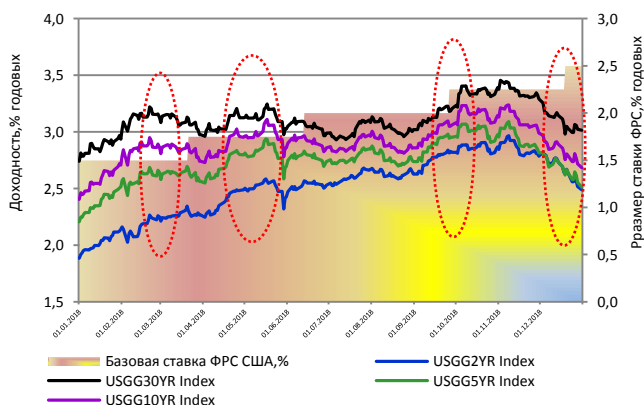
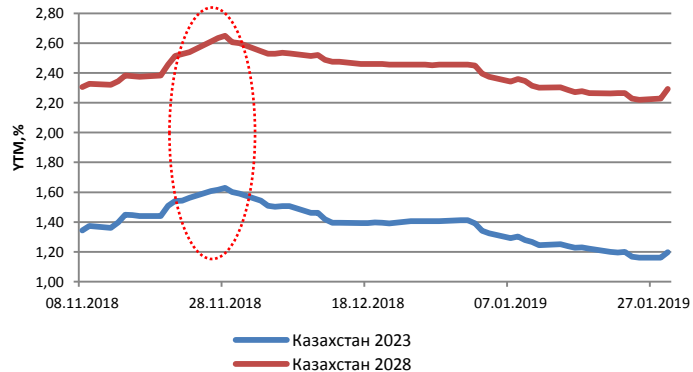


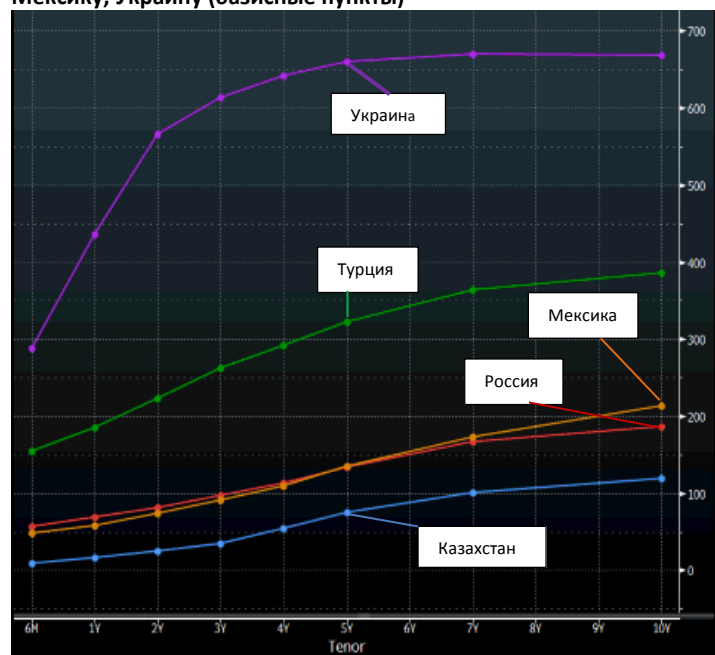
Рис №15 Эффективная доходность к погашению суверенных бондов РК, номинированных в евро, %



Источник: Bloomberg

Помимо, суверенных еврооблигаций, номинированных в долларах США, в ноябре прошлого года Казахстан произвел дебютный выпуск облигации на сумму 1,05 млрд. евро. Выпуск еврооблигаций состоял из двух частей: на сумму 525 млн. евро со сроком погашения в 2023 г. под 1,55% годовых и на 525 млн. евро сроком погашения в 2028 г. под 2,375% годовых. Еврооблигации включены в листинг Лондонской фондовой биржи, и 10-летний транш также включен в листинг Биржи Международного финансового центра «Астана». С даты обращения эффективная доходность суверенных евробондов к погашению продемонстрировала небольшое снижение с максимального уровня в конце ноября 2018 г., что непосредственно связано с общемировым снижением у инвесторов «аппетита к риску».

Рис №16 5-летняя CDS-премия на КЗ, РФ, Турцию, Мексику, Украину (базисные пункты)



Источник: Bloomberg

Для определения уровня кредитного риска применяют инструмент CDS – credit default swaps (страховая премия), чем показатель выше, тем хуже положение у эмитента. Пятилетний CDS-спред на Казахстан (голубая линия) находится 74,99 б.п. и свидетельствует о том, что инвесторы придерживаются мнения о достаточном уровне кредитоспособности страны и низкой вероятности дефолта по обязательствам. В частности агентство Fitch Ratings оценивает рейтинг Казахстана на уровне BBB прогноз «стабильный». Из графика №16 видно, что пятилетний спред Мексики (оранжевая линия) и России (красная линия) находится на одинаковом уровне, около 135 б.п. Более высокий уровень пятилетнего спреда наблюдается у Турции на уровне 322,76 б.п. (зеленая линия) и Украины в 659,66 б.п. (фиолетовая линия), за счет наличия высоких кредитных рисков, связанных со слабым финансовым положением стран и политической напряженностью.

По состоянию на 30.01.2019 г. эффективная доходность корпоративных еврооблигаций РК с более коротким сроком погашения (2024 г. и 2025 г.) демонстрирует более низкую премию (около 4%), нежели евробонды РК со сроком погашения в 2044 г. и 2045 г., доходность которых (YTM) составляет около 5%. Рыночная стоимость покупки суверенных евробондов РК с погашением в 2024 г., 2025 г. и 2044 г. составляет не более 110 долл. США/шт., рыночная стоимость еврооблигаций Казахстан-2045 не превышает 125 долл. США/шт. (Таблица №2).

Таблица №2 Суверенные еврооблигации Казахстана по состоянию на 30.01.2019 г.

Issuer Name	BBG Composite	Crncy	Maturity Date	Cpn,%	Coupon Type	Amt Outstanding	Bid Yld to Mty,%	Bid Price	Ask Price	Ask Yld to Mty,%	Min Piece
Kazakhstan Government International Bond	BBB-	USD	14/10/24	3,875	FIXED	1 500 000 000	3,6	101,6	102,1	3,5	200 000
Kazakhstan Government International Bond	BBB-	USD	21/07/25	5,125	FIXED	2 500 000 000	3,8	107,4	107,8	3,8	200 000
Kazakhstan Government International Bond	BBB-	USD	14/10/44	4,875	FIXED	1 000 000 000	4,7	103,0	103,3	4,7	200 000
Kazakhstan Government International Bond	BBB-	USD	21/07/45	6,5	FIXED	1 500 000 000	4,9	123,8	124,1	4,9	200 000

Источник: Bloomberg

В сравнении с еврооблигациями России со сроком погашения в 2022 г. и в 2028 г. YTM составила 4,7% и 3,7% и YTM еврооблигаций с более длинным сроком обращения, в 2042 г., равна 5,2%. YTM еврооблигаций Азербайджана – 2024 находится на отметки 4,5%, YTM еврооблигаций Турции – 2022 равна 5,8%, YTM еврооблигаций Турции – 2041 равна 7,2%.

Среди еврооблигаций банковского сектора Казахстана отметим еврооблигации с фиксированной купонной ставкой Банк Развития Казахстана, ForteBank и Народный сберегательный Банк Казахстана, срок погашения

которых предусмотрен не позднее 2026 г., еврооблигации Банк ЦентрКредит носят бессрочный характер, с плавающей купонной ставкой. В целом кредитные рейтинги представленных банков свидетельствуют о том, что обязательства эмитентов носят рискованный характер с чертами спекулятивных (Банк Развития Казахстана, Народный сберегательный Банк Казахстана), а также с высокой степенью спекулятивности (ForteBank) (Таб.№3).

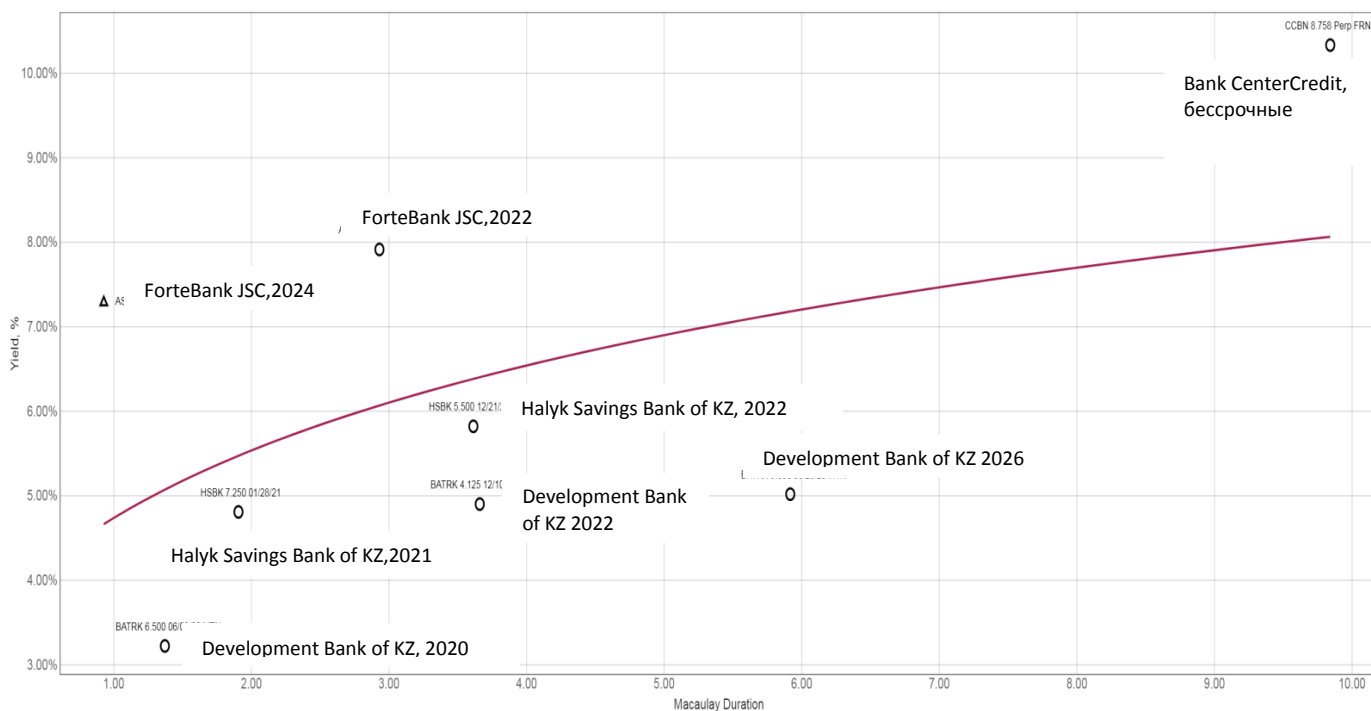
Таблица №3 Еврооблигации казахстанских банков по состоянию на 30.01.2019 г.

Issuer Name	BBG Composite	Crncy	Maturity Date	Cpn,%	Coupon Type	Amt Outstanding	Bid Yld to Mty,%	Bid Price	Ask Price	Ask Yld to Mty	Min Piece
Bank CenterCredit	н/н	USD	бесср-е	8,8	VARIABLE	80 846 000	9,6	91,2	93,1	9,4	150 000
Development Bank of Kazakhstan JSC	BB+	USD	03/06/20	6,5	FIXED	100 000 000	4,1	103,1	104,1	3,3	1 000
Development Bank of Kazakhstan JSC	BB+	USD	10/12/22	4,1	FIXED	1 264 004 000	4,5	98,7	99,5	4,3	200 000
Development Bank of Kazakhstan JSC	BB+	USD	23/03/26	6,0	FIXED	106 666 000	5,2	104,7	105,8	5,0	100 000
ForteBank JSC	NR	USD	30/06/22	14,0	FIXED	63 147 384	8,0	117,5	118,9	8	1 000
ForteBank JSC	B	USD	15/12/24	11,8	FIXED	177 427 500	9,5	110,1	111,6	9,1	1
Halyk Savings Bank of Kazakhstan JSC	BB-	USD	28/01/21	7,3	FIXED	500 000 000	5,1	104,1	105,0	4,6	200 000
Halyk Savings Bank of Kazakhstan JSC	BB	USD	21/12/22	5,5	FIXED	750 000 000	5,8	99,1	99,9	5,5	1

Источник: Bloomberg

На карте доходности казахстанских еврооблигаций банковского сектора видно, что доходность бессрочных еврооблигаций Банк ЦентрКредит, доходность ForteBank 2022 и доходность ForteBank 2024 находятся выше кривой доходности банковского сектора страны, что свидетельствует о достаточно высокой степени риска. Еврооблигации с более высокими кредитными рейтингами имеют более низкую доходность и меньший риск, соответственно (Рис №17).

Рис №17 Карта доходности корпоративных еврооблигаций банковского сектора Казахстана



Источник: Thomson Reuters

Наиболее высокий показатель Bid YTM у евробондов Банк ЦентрКредит (бессрочные), который по состоянию на 30.01.2019 г. составляет 9,6%, за ним следует ForteBank - 2024 с Bid YTM в 9,5% и закрывают тройку еврооблигации ForteBank - 2022 с Bid YTM в 8,0%. В тройку эмитентов с наиболее низким показателем Bid YTM

входят еврооблигации Банк Развития Казахстана-2020 (4,1%), Банк Развития Казахстана – 2022 (4,5%) и еврооблигации Народный сберегательный Банк Казахстана – 2021 (5,1%).

Среди еврооблигаций корпоративного сектора отметим еврооблигации НК КазМунайГаз, КазТрансГаз, НУХ КазАгро, Исткомтранс, Казахстан Темир Жолы, чьи обязательства ниже среднего качества, а также с чертами спекулятивных активов. Так, в категорию обязательств эмитента ниже среднего качества входят еврооблигации НК КазМунайГаз-2025, НК КазМунайГаз-2030, КазТрансГаз-2027 и Казахстан Темир Жолы-2027. В категории «рискованнее обязательства с чертами спекулятивных» находятся НК КазМунайГаз -2022, НК КазМунайГаз-2023, НУХ КазАгро-2023, НУХ КазАгро-2019, НК КазМунайГаз-2027, НК КазМунайГаз-2044, НК КазМунайГаз-2047, Казахстан Темир Жолы-2022 и Казахстан Темир Жолы-2042 (Таблица №3).

Таблица №3 Еврооблигации казахстанских компании по состоянию на 30.01.2019 г.

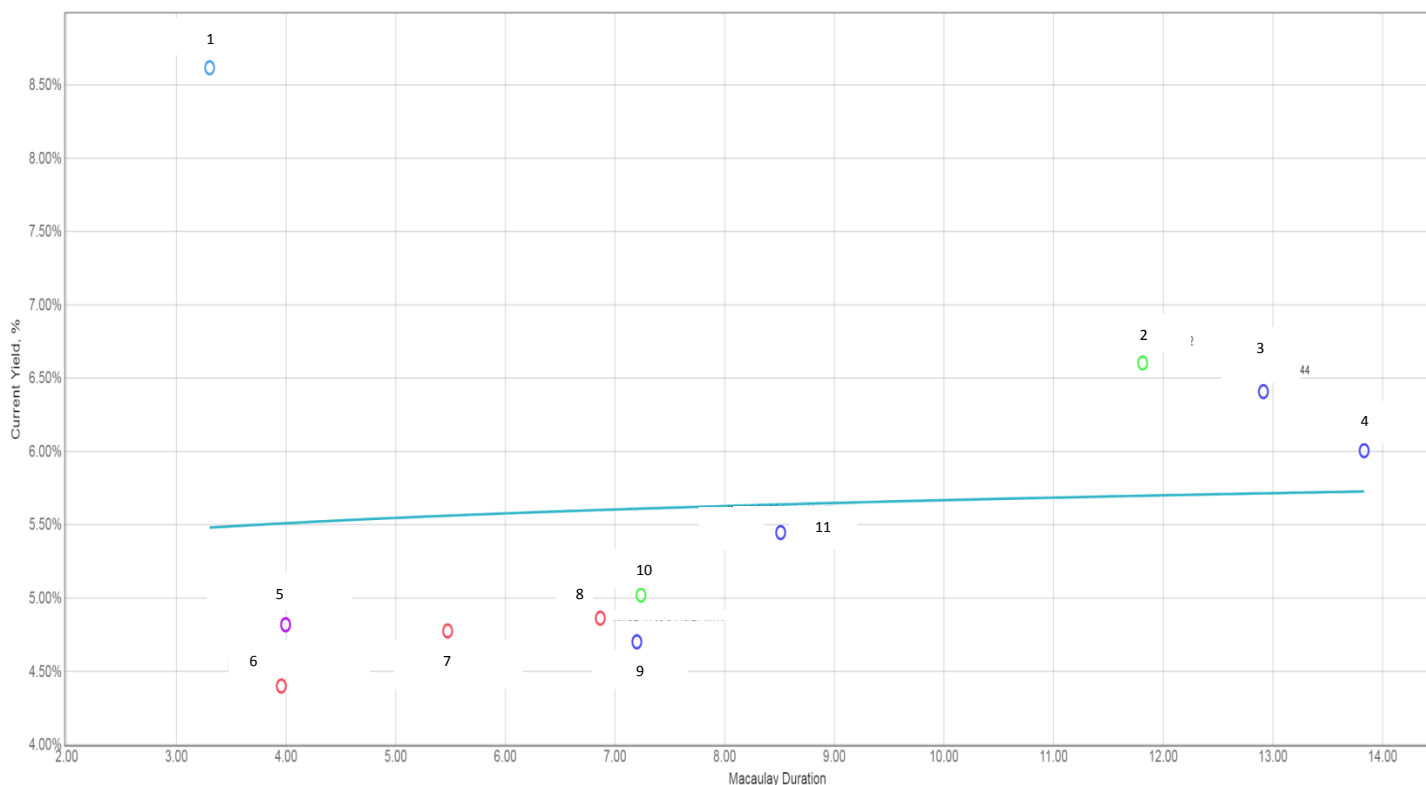
Issuer Name	BBG Composite	Crncy	Maturity Date	Cpn, %	Coupon Type	Amt Outstanding	Bid Yld to Mty,%	Bid Price	Ask Price	Ask Yld to Mty	Min Piece
Eastcomtrans LLP	н/н	USD	30/06/22	14,0	FIXED	63 147 384	8,0	117,5	118,9	8,0	1 000
KazMunayGas National Co JSC	BB+	USD	19/04/22	3,9	FIXED	500 000 000	4,1	99,2	99,9	3,9	200 000
KazMunayGas National Co JSC	BB+	USD	30/04/23	4,4	FIXED	406 564 000	4,3	100,3	101,0	4,1	200 000
KazAgro National Management Holding JSC	BB+	USD	24/05/23	4,6	FIXED	961 470 000	4,2	101,5	102,0	4,1	200 000
KazAgro National Management Holding JSC	BB+	USD	22/05/19	3,3	FIXED	179 558 000	2,2	100,3	101,1	-0,4	100 000
KazMunayGas National Co JSC	BB+	USD	19/04/27	4,7	FIXED	1 000 000 000	4,7	100,3	101,0	4,6	200 000
<i>KazMunayGas National Co JSC</i>	<i>BB+</i>	<i>USD</i>	<i>07/11/44</i>	<i>6,0</i>	<i>FIXED</i>	<i>30 112 000</i>	<i>6,3</i>	<i>96,3</i>	<i>97,3</i>	<i>6,2</i>	<i>200 000</i>
<i>KazMunayGas National Co JSC</i>	<i>BB+</i>	<i>USD</i>	<i>19/04/47</i>	<i>5,7</i>	<i>FIXED</i>	<i>1 250 000 000</i>	<i>5,8</i>	<i>99,1</i>	<i>99,9</i>	<i>5,8</i>	<i>200 000</i>
KazMunayGas National Co JSC	BBB-	USD	24/04/25	4,7	FIXED	500 000 000	4,3	102,3	103,0	4,2	200 000
KazMunayGas National Co JSC	BBB-	USD	24/04/30	5,4	FIXED	1 250 000 000	5,1	102,2	102,9	5,0	200 000
KazTransGas JSC	BBB-	USD	26/09/27	4,4	FIXED	750 000 000	5,0	95,8	96,6	4,9	200 000
Kazakhstan Temir Zholy National Co JSC	BBB-	USD	17/11/27	4,9	FIXED	780 000 000	4,9	99,7	100,5	4,8	200 000
Kazakhstan Temir Zholy National Co JSC	BB+	CHF	20/06/22	3,7	FIXED	185 000 000	3,0	102,1	102,6	2,8	5 000
<i>Kazakhstan Temir Zholy Finance BV</i>	<i>BB+</i>	<i>USD</i>	<i>10/07/42</i>	<i>6,9</i>	<i>FIXED</i>	<i>1 100 000 000</i>	<i>6,1</i>	<i>110,1</i>	<i>111,0</i>	<i>6,1</i>	<i>200 000</i>

Источник: Bloomberg

Как уже ранее было отмечено эмитенты, чьи еврооблигации являются более рискованными предлагают более привлекательные ставки вознаграждения. Так, например купонная ставка еврооблигаций Исткомтранс – 2022 составляет 14,0% годовых с эффективной доходностью к погашению (Bid YTM) в 8,0%. Или фиксированная купонная ставка длинных еврооблигаций Казахстан Темир Жолы-2042 составляет 6,9% годовых при Bid YTM в 6,1%. Еврооблигации с более коротким сроком погашения, такие как НУХ КазАгро-2019 предлагают фиксированное купонное вознаграждение в 3,3% с эффективной ставкой вознаграждения к погашению в 2,2%. По состоянию на 30.01.2019 г. размер Bid YTM еврооблигаций НК КазМунайГаз-2022, НК КазМунайГаз-2023, НУХ КазАгро-2023, Казахстан Темир Жолы-2022 с погашением в ближайшие три-четыре года составляет в диапазоне от 3,0% до 4,3% (Таблица №3).

На карте доходности казахстанских еврооблигаций корпоративного сектора отражено, что доходность еврооблигаций Исткомтранс-2022, Казахстан Темир Жолы-2042, НК КазМунайГаз-2044 и НК КазМунайГаз-2047 находятся выше кривой доходности корпоративного сектора страны. Еврооблигации НУХ КазАгро-2023, НК КазМунайГаз-2023, НК КазМунайГаз-2025, НК КазМунайГаз-2022, НК КазМунайГаз-2027, Казахстан Темир Жолы-2027 и Казахстан Темир Жолы-2030 с текущей доходностью ниже 5,5%, соответственно (Рис №18).

Рис №18 Карта доходности еврооблигаций корпоративного сектора Казахстана



1 Eastcomtrans LLP, 2022	2 Kazakhstan Temir Zholy National Co JSC, 2042	3 KazMunayGas National Co JSC, 2044	4 KazMunayGas National Co JSC, 2047
5 KazAgro National Management Holding JSC, 2023	6 KazMunayGas National Co JSC, 2023	7 KazMunayGas National Co JSC, 2025	8 KazMunayGas National Co JSC, 2022
9 KazMunayGas National Co JSC, 2027	10 Kazakhstan Temir Zholy National Co JSC, 2027	11 KazMunayGas National Co JSC, 2030	-

Источник: Thomson Reuters

Таким образом, в предложенном нами обзоре представлено 6 выпусков суверенных еврооблигаций, 22 корпоративных выпуска еврооблигации казахстанских эмитентов, из которых 8 выпусков еврооблигаций принадлежит отечественным банкам, оставшаяся часть приходится на корпоративный и квазигосударственный сектор.

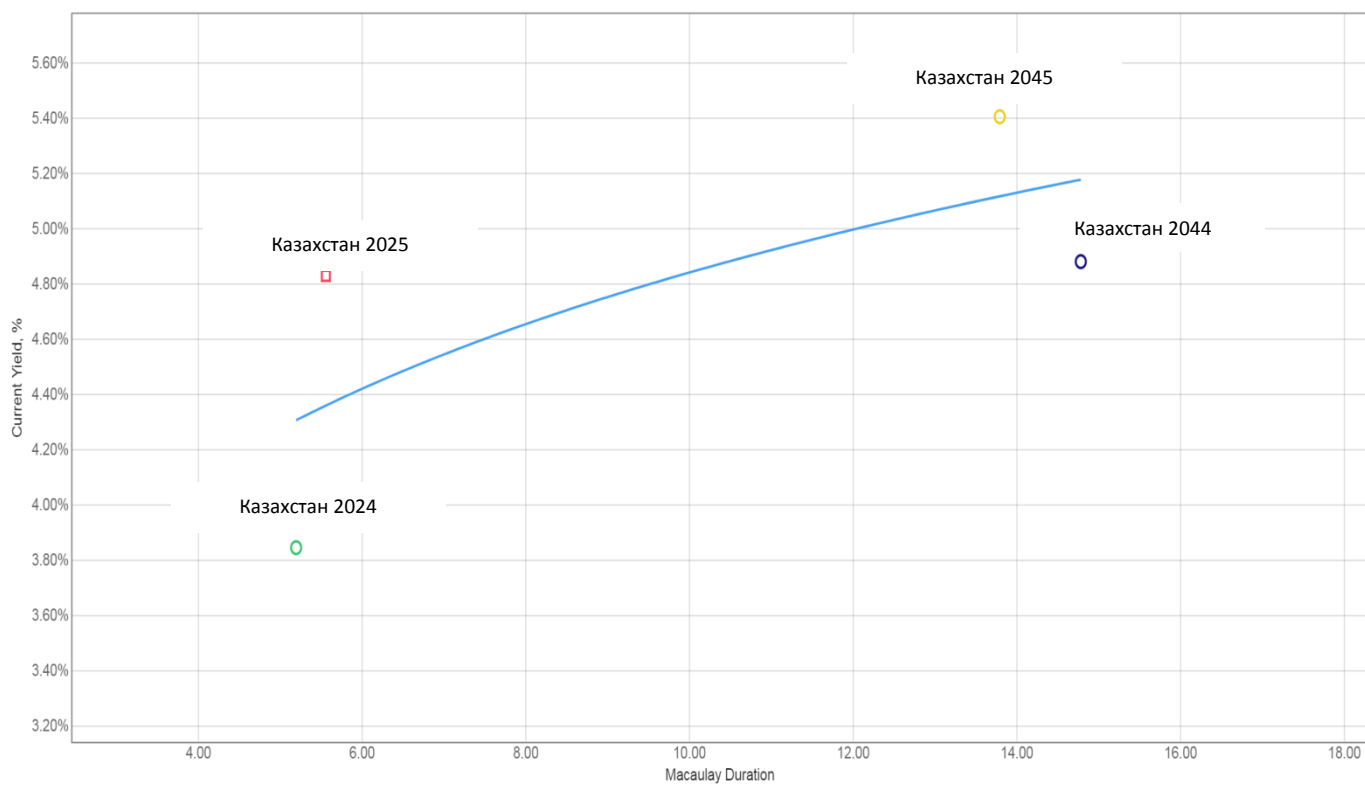
По-нашему мнению более привлекательными еврооблигациями по соотношению риска и доходности могут быть долговые ценные бумаги со сроком погашения в ближайшие пять лет, например, суверенные евробонды Казахстана с датой погашения в 2023 г., 2024 г. и в 2025 г. либо более рисковые еврооблигации банковского сектора (Банк Развития Казахстана, Народный сберегательный Банк Казахстана) или квазигосударственного сектора, чьи ставки вознаграждения превышают ставки по валютным депозитам отечественных БВУ. В целом доходность к погашению еврооблигаций казахстанских эмитентов в 2018 г. продемонстрировала сдержанный рост, поскольку инвесторы старались уходить из более рисковых в более безопасные активы, например в US Treasury.

Приложении №1 Внешний долг Российской Федерации по состоянию на 01 октября 2018 г. (млн. долл. США)

	01.10.2017	01.01.2018	01.04.2018	01.07.2018	01.10.2018	Темп прироста за год,%	Изм. в абс. Выражении за год, млн. долл. США
Всего	529 514	518 103	520 191	490 641	470 226	-11,2%	-59 288
Органы государственного управления	54 112	55 628	59 741	49 764	46 281	-14,5%	-7 831
<u>Федеральные органы управления</u>	<u>53 894</u>	<u>55 410</u>	<u>59 523</u>	<u>49 571</u>	<u>46 102</u>	<u>-14,5%</u>	<u>-7 792</u>
Новый российский долг	53 258	54 809	58 943	49 026	45 557	-14,5%	-7 701
▪ кредиты международных финансовых организаций	761	713	689	624	606	-20,4%	-155
▪ МБРР	609	575	558	507	497	-18,4%	-112
▪ прочие	151	138	131	117	109	-27,8%	-42
▪ ценные бумаги в иностранной валюте	14 561	15 030	16 912	16 525	16 401	12,6%	1 840
▪ ценные бумаги в российских рублях	37 592	38 781	41 050	31 584	28 252	-24,8%	-9 340
▪ прочая задолженность	344	285	292	293	298	-13,4%	-46
Долг бывшего СССР	636	601	580	544	545	-14,3%	-91
▪ задолженность перед бывшими социалистическими странами	21	20	21	20	20	-4,8%	-1
▪ задолженность перед прочими официальными кредиторами	594	559	559	524	524	-11,8%	-70
▪ прочая задолженность	21	21	0	0	0	-100,0%	-21
<u>Субъекты Российской Федерации</u>	<u>218</u>	<u>219</u>	<u>218</u>	<u>194</u>	<u>179</u>	<u>-17,9%</u>	<u>-39</u>
▪ ценные бумаги в российских рублях	218	219	218	194	179	-17,9%	-39
Центральный банк	21 256	14 480	16 802	13 086	11 462	-46,1%	-9 794
▪ кредиты	11 332	4 487	6 552	2 853	1 379	-87,8%	-9 953
▪ наличная национальная валюта и депозиты	1 900	1 907	1 993	2 243	2 156	13,5%	256
▪ прочая задолженность (распределение СДР)	8 023	8 087	8 257	7 990	7 926	-1,2%	-97
Банки	108 023	103 385	105 218	95 499	92 187	-14,7%	-15 836
Прочие секторы	346 124	344 609	338 430	332 291	320 297	-7,5%	-25 827
▪ долговые обязательства перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования	145 705	144 400	144 135	141 817	136 027	-6,6%	-9 678
▪ кредиты и депозиты	181 086	181 358	176 322	168 500	164 524	-9,1%	-16 562
▪ долговые ценные бумаги	8 255	7 891	8 084	7 677	7 434	-9,9%	-821
▪ торговые кредиты	3 334	3 234	3 323	3 493	3 514	5,4%	180
▪ задолженность по финансовому лизингу	4 375	4 239	4 102	3 970	3 839	-12,3%	-536
▪ прочая задолженность	3 370	3 487	2 464	6 833	4 958	47,1%	1 588

Источник <https://www.cbr.ru/statistics>

Приложение №2 Карта доходности суверенных еврооблигаций Казахстана к суверенной кривой доходности



Источник: Thomson Reuters

Контактная информация:

АО «Сентрас Секьюритиз»

Республика Казахстан, г. Алматы, 050008, ул. Манаса, 32А

Телефон: 8 (727) 259 88 77

Email: info@centras.kz

Website: www.cesec.kz

Аналитический департамент:

Директор

Меланич Маржан

Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 722

Email: mmelanich@centras.kz

Аналитик

Соколова Анна

Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 718

Email: asokolova@centras.kz

Младший аналитик

Юн Анастасия

Телефон: 8 (727) 259 88 77 вн. 723

Email: ayun@centras.kz

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением Centras Securities купить, продать или вступить в какую-либо сделку в отношении каких-либо финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников (Bloomberg, KASE, Reuters), которые Centras Securities рассматривает в качестве достоверных. Однако Centras Securities, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения Centras Securities.

© Centras Securities 2019 г.