

Обзор S&P: Анализ корпоративных дефолтов и изменений кредитного рейтинга компаний в 2018 году

Несмотря на рост волатильности и политической неопределенности в 2018 году, условия для привлечения финансирования оставались гибкими, и доля дефолтов компаний со спекулятивным рейтингом сократилась до 2.1% (с 2.5% на конец 2017 года). Число корпоративных дефолтов тоже снизилось, составив 82. Большинство эмитентов, а именно 73%, сохранили свой кредитный рейтинг на прежнем уровне, при этом среди компаний, рейтинг которых был изменен, доля эмитентов, повысивших его, оказалась больше.

Все компании, объявившие дефолт в 2018 году, на начало года имели рейтинг «BB+» и ниже, и 74% из них были отнесены к категории «ССС» / «С». Коэффициент Джини вырос в 2018 году до 93% (с 92.7%), достигнув наивысшего уровня с 2014 года.

Наибольшее число понижений кредитного рейтинга наблюдается на развивающихся рынках. Так, главным образом в результате изменения суверенного рейтинга таких стран, как Бразилия, Аргентина и Турция, число случаев снижения корпоративного кредитного рейтинга в развивающихся странах увеличилось более, чем в два раза.

Впервые за 38 лет, в течение которых S&P проводит свое исследование, компании с рейтингом «BB+» и ниже составили большинство среди всех эмитентов на конец года. Во многом это связано с ростом числа новых компаний со спекулятивным рейтингом в последние годы.

Число дефолтов в 2018 году оказалось наименьшим за последние 4 года (Таблица 1, рис.1).

Таблица 1. Корпоративные дефолты

Год	Общее число дефолтов*	Инвестиционный уровень	Спекулятивный уровень	Доля дефолтов (%)	Инвест. уровень, доля дефолтов (%)	Спекулят. уровень, доля дефолтов (%)	Непогашенный долг (млрд. \$)
1981	2	0	2	0.14	0.00	0.62	0.06
1982	18	2	15	1.19	0.18	4.41	0.90
1983	12	1	10	0.76	0.09	2.94	0.37
1984	14	2	12	0.91	0.17	3.27	0.36
1985	19	0	18	1.11	0.00	4.33	0.31
1986	34	2	30	1.72	0.15	5.70	0.46
1987	19	0	19	0.94	0.00	2.81	1.60
1988	32	0	29	1.38	0.00	3.86	3.30
1989	44	3	35	1.78	0.22	4.68	7.28
1990	70	2	56	2.73	0.14	8.12	21.15
1991	93	2	65	3.25	0.14	11.05	23.65
1992	39	0	32	1.49	0.00	6.10	5.40
1993	26	0	14	0.60	0.00	2.50	2.38

Год	Общее число дефолтов*	Инвестиционный уровень	Спекулятивный уровень	Доля дефолтов (%)	Инвест. уровень, доля дефолтов (%)	Спекулят. уровень, доля дефолтов (%)	Непогашенный долг (млрд. \$)
1994	21	1	15	0.63	0.05	2.11	2.30
1995	35	1	29	1.05	0.05	3.53	8.97
1996	20	0	16	0.51	0.00	1.81	2.65
1997	23	2	20	0.63	0.08	2.01	4.93
1998	56	4	48	1.28	0.14	3.67	11.27
1999	109	5	92	2.14	0.17	5.56	39.38
2000	136	7	109	2.48	0.24	6.23	43.28
2001	229	7	173	3.79	0.23	9.87	118.79
2002	226	13	159	3.60	0.42	9.49	190.92
2003	119	3	89	1.93	0.10	5.07	62.89
2004	56	1	38	0.78	0.03	2.02	20.66
2005	40	1	31	0.60	0.03	1.51	42.00
2006	30	0	26	0.48	0.00	1.19	7.13
2007	24	0	21	0.37	0.00	0.91	8.15
2008	127	14	89	1.80	0.42	3.70	429.63
2009	268	11	224	4.19	0.33	9.94	627.70
2010	83	0	64	1.21	0.00	3.02	97.48
2011	53	1	44	0.80	0.03	1.84	84.30
2012	83	0	66	1.14	0.00	2.59	86.70
2013	81	0	64	1.06	0.00	2.31	97.29
2014	60	0	45	0.69	0.00	1.44	91.55
2015	113	0	94	1.36	0.00	2.77	110.31
2016	163	1	143	2.08	0.03	4.23	239.79
2017	95	0	83	1.20	0.00	2.46	104.57
2018	82	0	72	1.03	0.00	2.09	131.65

*включает компании, которые не имели рейтинга за год до объявления дефолта.

Источник: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro.

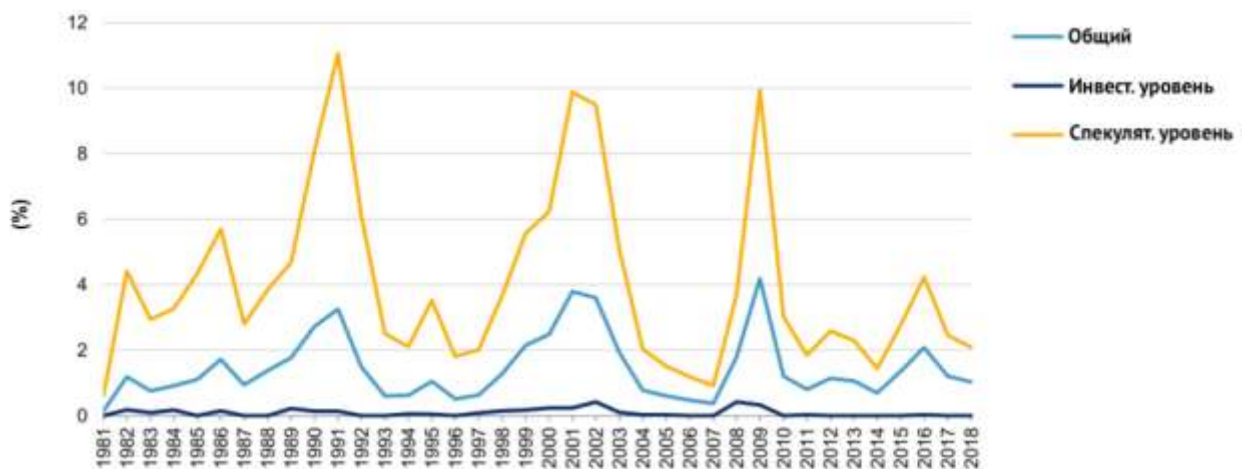


Рис. 1. Доля дефолтов: инвестиционный и спекулятивный рейтинги.

Источник: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro.

Половина всех дефолтов в 2018 году приходится на секторы услуг, энергетики и природных ресурсов (рис. 2).

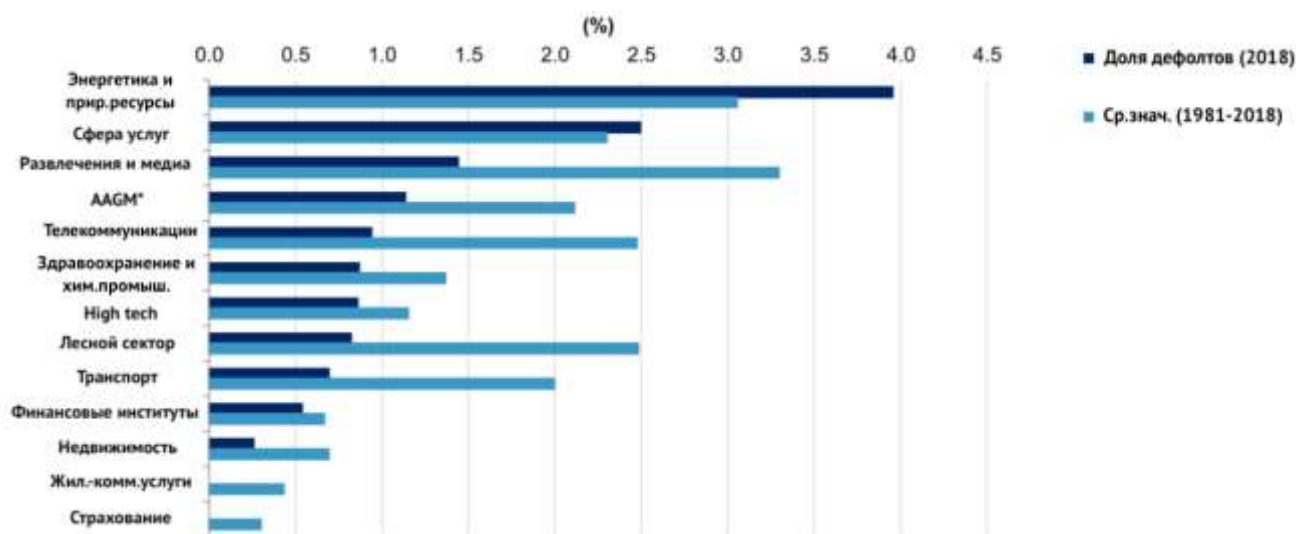


Рис.2. Доля корпоративных дефолтов по секторам: 2018 г. и среднее значение за период 1981-2018 гг.

AAGM - авиационный/ автомобильный сектор, металлургические отрасли и промышленное производство. Лесной сектор включает в себя строительство. High tech - высокие технологии, компьютеры и офисное оборудование.

Источник: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro.

Как и в 2017, в 2018 году не наблюдалось дефолтов среди эмитентов инвестиционного рейтинга («BBB-» и выше). Исследования S&P по анализу корпоративных дефолтов и изменению кредитного рейтинга компаний показали наличие тесной корреляции между кредитным рейтингом и дефолтами: чем выше присвоенный компании рейтинг, тем меньше вероятность дефолта и наоборот. В каждый из рассматриваемых периодов низкий рейтинг соответствовал большей доле дефолтов (рис.3).

Девятый год подряд не наблюдается дефолтов среди компаний, относящихся к категории «А» и выше. Кроме того, 2018 г. был вторым по счету годом подряд, когда отсутствовали случаи дефолтов компаний категории «BBB». Даже среди эмитентов со спекулятивным рейтингом количество дефолтов, в основном, было ниже, чем в предыдущие годы. В том числе не было дефолтов среди компаний категории «BB» (снижение доли, равной 0.08% в 2017 году), и произошло незначительное изменение данного показателя для категории «B» (с 0.99% до 0.98%). Увеличение доли дефолтов имело место только для компаний с рейтингом «CCC/C» (с 26.45% до 27.18%, наивысшего уровня с 2016 года).

Вне категорий «CCC/C» доля дефолтов либо совпадала со средним значением, либо была ниже него. В частности, доля дефолтов для компаний с рейтингом категории «B» была на 2.5

процентных пункта меньше своего среднего значения (рис. 3), а среди компаний с рейтингом «AAA» она была равна нулю, продолжая тренд последних лет.

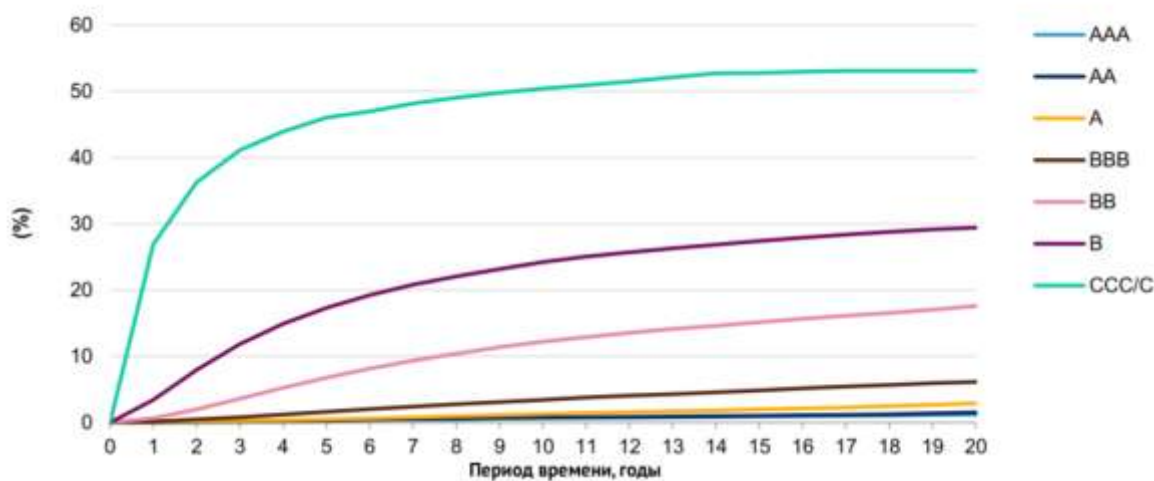


Рис. 3. Доля корпоративных дефолтов в зависимости от кредитного рейтинга, среднее значение (1981-2018 гг.).

Источник: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro.

Объем размещения корпоративных облигаций в 2018 году составил 3.9 триллиона долл., что на 10.3% меньше соответствующего значения в 2017 году (практически все падение объема размещения происходит на развитых рынках).

Спред на рынке облигаций США стал больше в 2018 году. Для облигаций инвестиционного рейтинга спред увеличился на 57 базисных пунктов за год, в то время как по спекулятивным бумагам он вырос на 154 базисных пункта. Большая часть изменений приходится на четвертый квартал.

Из 82 корпоративных дефолтов большинство компаний (47) – это компании из США и связанных с ними оффшорных зон (Бермудские и Каймановы острова). 17 дефолтов приходится на развивающиеся рынки, 13 – на Европу, и 5 - на другие развитые страны (Австралия, Канада, Япония и Новая Зеландия).

Реструктуризация долга на худших (по сравнению с изначальными) условиях (distressed exchange) является главной причиной дефолтов в 2018 году (среди публичных компаний), на ее долю приходится 38% дефолтов, следующие по величине доли занимают пропущенные выплаты процентов и номинала (32%), а также дефолты в соответствии с Главой 11 Кодекса США о банкротстве (23%). Два дефолта стали результатом временной приостановки выплат, еще два – банкротства иностранных агентов, один из дефолтов был связан с попаданием эмитента под действие нормативных документов.

Доля дефолтов компаний со спекулятивным рейтингом снизилась до 2.1% в конце 2018 года с 2.5% в 2017 г., оставаясь ниже своего среднего годового значения (с 1981 г.), равного 3.99%. Уменьшение доли дефолтов наблюдалось в США (до 2.4%) и Европе (1.9%), однако этот показатель вырос для развивающихся экономик (1.3%) и развитых стран, за исключением США и Европы (3.3%).

Все 72 компании, допустивших дефолт, имевшие рейтинг S&P на начало года, были отнесены к категории эмитентов со спекулятивным кредитным рейтингом. Оставшиеся компании либо не имели кредитный рейтинг на начало 2018 года, либо впоследствии впервые получили его в течение этого года. Тем не менее, ни одна из этих компаний не была отнесена к инвестиционному рейтингу. Из всех компаний, которые имели рейтинг на 1 января 2018 года, 87.5% относились к категории «В-» или ниже.

Объем долгов, по которым был объявлен дефолт, составил 131.65 млрд. долл. (рост на 26%) в 2018 году, несмотря на уменьшение количества дефолтов, по сравнению с 2017 годом. Среднее значение долга, приходящегося на одну компанию, допустившую дефолт, выросло до 1.6 млрд долл. с 1.1 млрд в 2017 г., что превышает значение в 1.4 млрд в 2009 г. после банкротства Lehman Brothers.

Крупнейший дефолт года был связан с компанией iHeartCommunications Inc., действовавшей в сфере средств массовой информации и развлечений в Техасе. Объем долга для нее составил 20.2 млрд долл. (15.3% общего объема).

Кредитный рейтинг показал рост стабильности компаний в 2018 году. Около 73.2% эмитентов остались в категории, к которой относились на начало года. Это выше как показателя 2017 года (72.07%), так и среднего показателя за период с 1981 до 2018 года, равного 71.31%.

Процент компаний, допустивших дефолт, рейтинг которых является конфиденциальным, тоже снизился в 2018 году (до 11%), по сравнению с прошлым годом. Тем не менее, число таких эмитентов по-прежнему осталось равным 9.

Двум компаниям, объявившим дефолт в 2018 году, изначально был присвоен инвестиционный рейтинг, а оставшимся 80 (98% от общего числа) – спекулятивный.

Среднее время до дефолта (время между присвоением спекулятивного рейтинга и днем дефолта) у первых двух компаний составило 24.1 год со стандартным отклонением, равным 18.5 лет. В противоположность этому, среднее время до дефолта у оставшихся эмитентов, которые изначально входили в категорию спекулятивного уровня, составило 5.4 года, а стандартное отклонение - 5 лет. Среди всех дефолтеров 2018 года среднее время до дефолта составило 5.8 лет, медиана – 4.2 года, стандартное отклонение – 6 лет.

Эмитент с самым большим значением времени до дефолта в 2018 году – это американская компания Sears, Roebuck and Co, занимающаяся ритейлом и получившая рейтинг «АА» 31 декабря 1980, за 37.2 года до того, как в марте 2018 года ее рейтинг был понижен до SD.

Эмитентом с самым коротким временем до дефолта (13 дней) была компания House of Fraser (UK & Ireland) Ltd., дважды объявившая о дефолте в 2018 году.

В секторах услуг, энергетики и природных ресурсов фиксировалось наибольшее число дефолтов (22 в каждом секторе). Во всех других секторах зафиксировано менее 10 дефолтов, и только для сферы страхования их число было равно нулю.

Показатель кредитоспособности компаний продемонстрировал умеренный рост в 2018 г. Доля эмитентов, повысивших свой кредитный рейтинг, была немного выше, чем в 2017 году, установив новый максимум (9.02%) с 2014 года.

Число компаний с рейтингом «ААА» уменьшилось на одну в течение года после того, как основанная в Сингапуре компания SMRT Corp. Ltd. была понижена в рейтинге до «АА+» 13.03.2018. На конец года лишь 8 эмитентов имели категорию «ААА».

На конец 2018 года эмитенты со спекулятивным рейтингом стали составлять большинство (50.3%) среди компаний, имеющих кредитный рейтинг. Их доля выросла с 49.4% на 1 января 2018 года. Во многом это объясняется ростом числа новых эмитентов, которым был присвоен рейтинг ВВ+ и ниже. Так, S&P присвоил первичный кредитный рейтинг 905 эмитентам в 2018 году (увеличение с 775 компаний в 2017). Среди них 79.1% компаний были отнесены к спекулятивному рейтингу (самый высокий процент с 2010 года).

Число компаний, допустивших дефолт, которые на начало года имели рейтинг, в 2018 г. уменьшилось с 83 в 2017 г. до 72 (что соответствует наименьшему значению с 2014 года, рис. 4). Тем не менее, общее число дефолтов в 2018 году было значительно выше, чем в 2014 (когда 45 эмитентов из 60 на начало года имели рейтинг). Хотя число компаний, объявивших о дефолте, снизилось, объем долгов, по которым был допущен дефолт, вырос на 26%, до 131.7 млрд долл. (рис. 5).

Как и во многие годы, большинство дефолтов как по количеству, так и по объему долга в 2018 году приходится на США. Стоит отметить, что огромная доля эмитентов, которым присвоен рейтинг (около 46% на начало 2018), находится именно в Соединенных Штатах. Благодаря высокому развитию финансовых рынков доля компаний спекулятивного рейтинга здесь выше, чем в других регионах, и составляет 51% (на начало 2018).

В то же время, в развивающихся странах зафиксирован рост числа дефолтов (с 8 до 12). При этом 5 дефолтов приходятся на финансовый сектор и 4 – на авиационный/ автомобильный сектор, металлургические отрасли и промышленное производство.

Самое большое число понижений кредитного рейтинга компаний на развивающихся рынках происходило в Бразилии, Аргентине и Турции, изменение суверенного рейтинга которых стало одной из причин такого показателя в регионе. Понижение кредитного рейтинга в Европе было произведено в отношении компаний из Великобритании, и причиной этого стала неопределенность в результате Brexit.

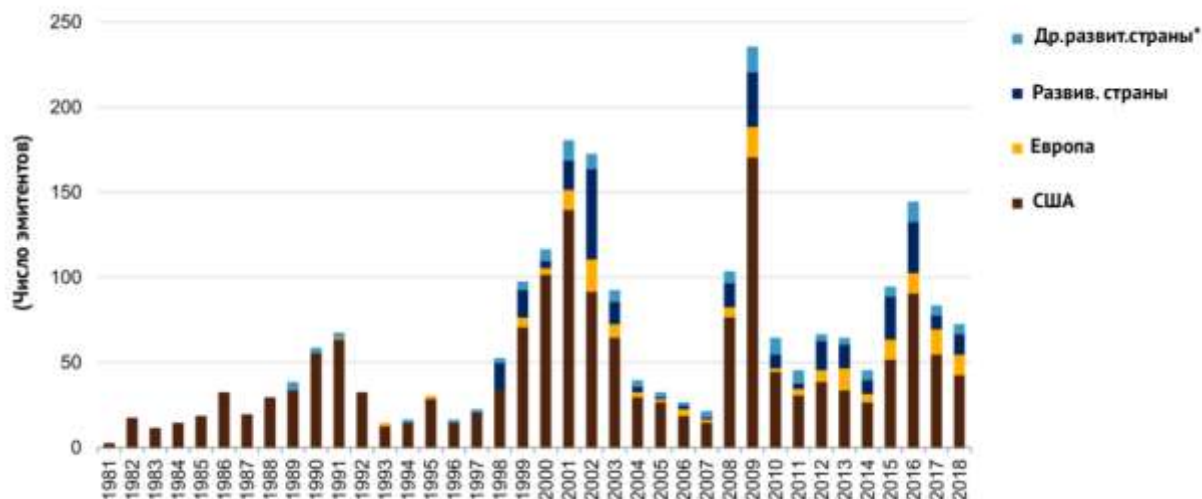


Рис. 4. Корпоративные дефолты: число эмитентов, допустивших дефолт

Другие развитые страны: Австралия, Канада, Япония и Новая Зеландия.

Не рассматриваются дефолты компаний, которые не имели рейтинга на начало года.

Источник: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro.

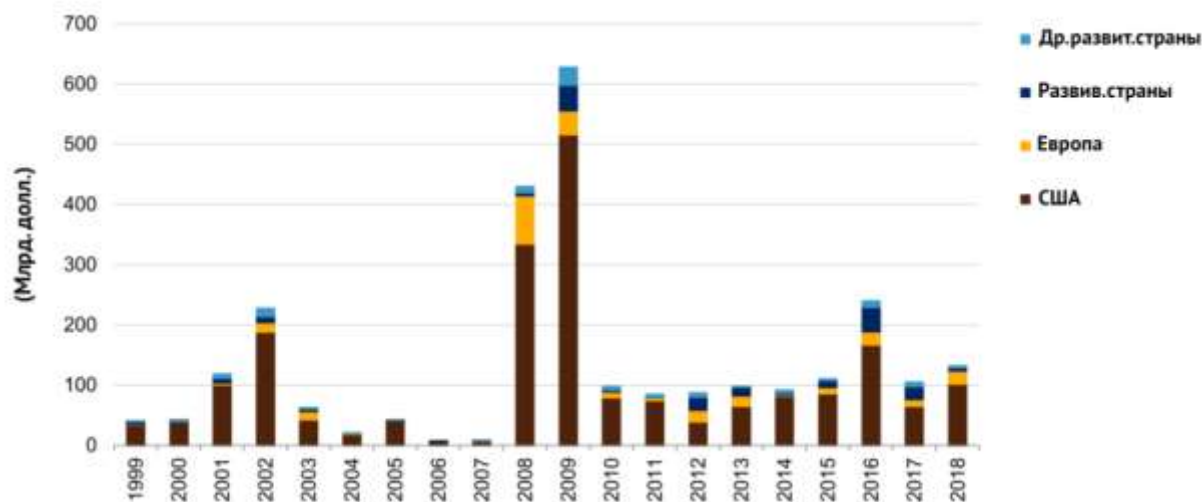


Рис. 5. Объем непогашенного долга компаниями, объявившими дефолт

Другие развитые страны: Австралия, Канада, Япония, Новая Зеландия.

Источник: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro.

Таблица 2. Крупнейшие компании-дефолтеры по размеру долга

Год дефолта	Эмитент	Объем долга (млн. \$)
1994	Confederation Life Insurance	2,415
1995	Grand Union Co./Grand Union Capital	2,163
1996	Tiphook Finance	700
1997	Flagstar Corp.	1,021
1998	Service Merchandise Co.	1,326
1999	Integrated Health Services Inc.	3,394
2000	Owens Corning	3,299
2001	Enron Corp.	10,779
2002	WorldCom Inc.	30,000
2003	Parmalat Finanziaria SpA	7,177
2004	RCN Corp.	1,800
2005	Calpine Corp.	9,559
2006	Pliant Corp.	1,644
2007	Movie Gallery Inc.	1,225
2008	Lehman Brothers Holdings Inc.	144,426
2009	Ford Motor Co.	70,989
2010	Energy Future Holdings Corp.	47,648
2011	Texas Competitive Electric Holdings Co. LLC	32,460
2012	BTA Bank J.S.C.	10,184
2013	Texas Competitive Electric Holdings Co. LLC	31,628
2014	Texas Competitive Electric Holdings Co. LLC	28,651
2015	Arch Coal Inc.	6,025
2016	Petroleos de Venezuela S.A.	19,859
2017	Petroleos de Venezuela S.A.	17,617
2018	iHeartCommunications Inc.	20,176

Из всех компаний, допустивших дефолт, 7.3% не имели рейтинга перед объявлением дефолта, что ниже, чем средний показатель за период с 1981 по 2018 гг. (см. рис. 6). Для всех остальных компаний-дефолтеров он был пересмотрен незадолго до наступления дефолта и соответствовал самым низким категориям. В частности, 83% эмитентов (гораздо выше среднего значения) имели рейтинг «ССС+» и ниже.

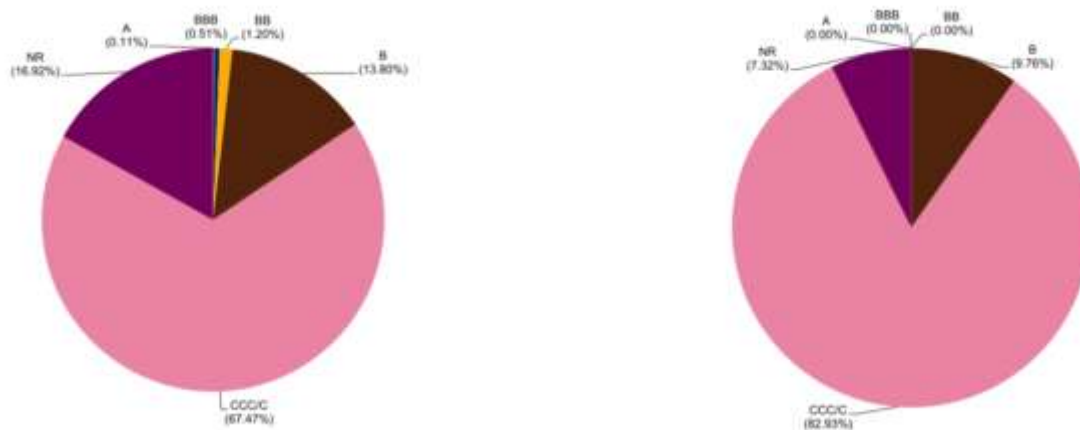


Рис. 6. Доля дефолтов в соотв. с кредитным рейтингом компании перед объявлением дефолта: а) за период 1981-2018 гг., б) 2018 г.

Источник: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro.

В долгосрочном периоде в нефинансовом секторе фиксировались более отчетливые тенденции циклических колебаний дефолтов, чем в финансовом секторе. В то время как циклические колебания достигали своего пика (1991, 2001-2002 и 2009 годы), доля дефолтов в компаниях нефинансового сектора превышала 3.5%, а в финансовом секторе находилась ниже 2% (рис. 7). Более высокая доля дефолтов в нефинансовом секторе не является неожиданностью, так как именно в нем сосредоточена значительная доля компаний со спекулятивным рейтингом. Эмитентам финансового сектора с большей вероятностью присваивают инвестиционный рейтинг, в то время как вероятность получить спекулятивный рейтинг для компаний нефинансового сектора выше.

Исследование S&P покрывает 38 лет, и в течение этого времени 71.2% эмитентов финансового сектора изначально получили инвестиционный рейтинг, тогда как для нефинансового сектора это значение составляет лишь 30.5%. Это позволяет показать взаимосвязь между годовой долей дефолтов для эмитентов нефинансового сектора и спекулятивного рейтинга, что безусловно вносит вклад в объяснение существенных различий в разнице между долями дефолтов в финансовом и нефинансовом секторах. Например, на конец 2018 года доля дефолтов среди компаний в сфере финансов составляла 0.33% и 1.34% - для нефинансовых. Разница становится еще более заметной на более продолжительном временном горизонте (3 года или 10 лет) (рис.8).

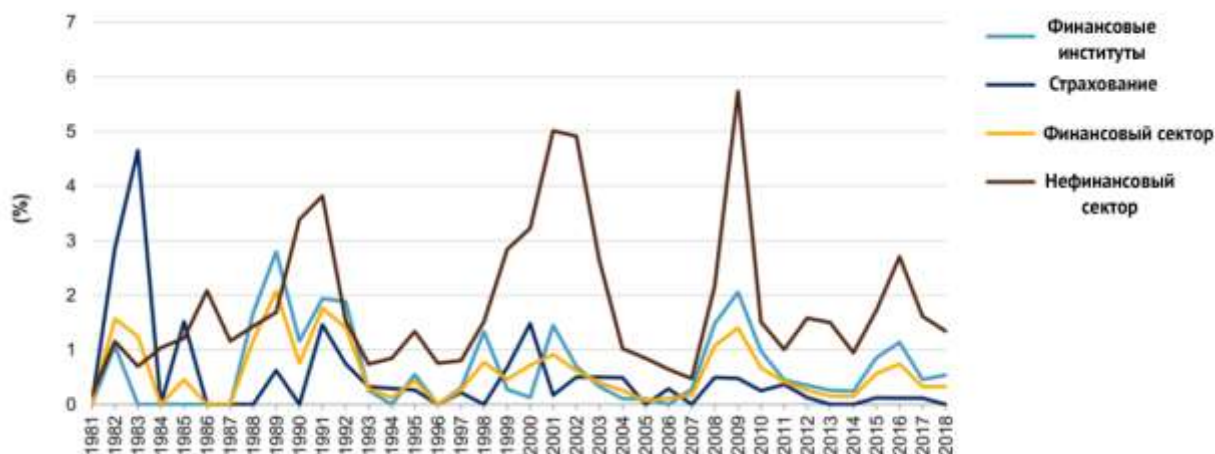


Рис. 7. Доля дефолтов: распределение по секторам (за один год)

Источник: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro

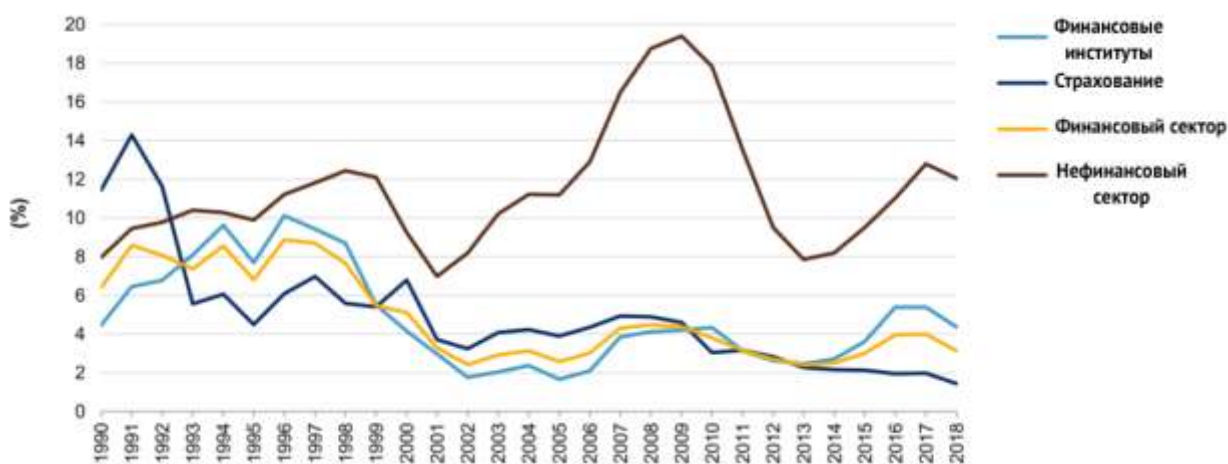


Рис. 8. Доля дефолтов: распределение по секторам (за 10 лет)

Источник: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro

Доля дефолтов для компаний спекулятивного рейтинга уменьшилась до 2.1% (с 2.5% на декабрь 2017 года). С падением доли дефолтов происходит увеличение допустимого уровня риска, что ведет как к росту числа новых эмитентов, получающих кредитный рейтинг, так и доли компаний спекулятивного рейтинга. Так, в 2018 году 79.1% эмитентов, которым впервые был присвоен рейтинг, относились к категории компаний спекулятивного рейтинга (максимум с 2010 года).

Рост числа новых компаний со спекулятивным рейтингом позволил уравновесить распределение компаний инвестиционного рейтинга. Эмитенты, относящиеся к категории «BB+» и ниже, на сегодняшний день образуют большинство: на конец 2018 года их доля составила 50.3% (см. рис. 9). Это произошло впервые за 38 лет. Тем не менее, компании со

спекулятивным рейтингом на рынке США составляют большинство в последнее десятилетие. В течение последних 4 лет более 75% рейтингов, которые были присвоены S&P новым эмитентам, были спекулятивного уровня.

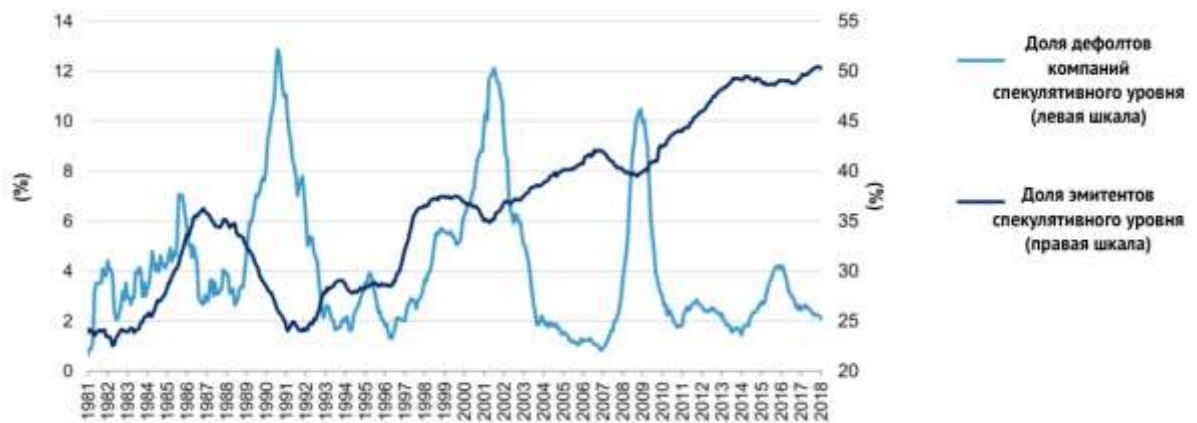


Рис. 9. Распределение эмитентов корпоративного уровня и доля их дефолтов

Источник: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro