

---

## Дефолтные облигации: «До» и «После»

25 июня 2009 г.

---

# Конъюнктура рынка

До кризиса

- Начиная с 2001 года рынок публичного долга рос в среднем на 60% ежегодно. Объемы обращающихся выпусков облигаций в 2008 году более чем в 26 раз превышают объемы 2001 года
- Рост рынка в 2006-2007 гг. преимущественно за счет выпусков облигаций 3-го эшелона
- В отсутствие реальных дефолтов кредитному качеству эмитентов не уделялось должного внимания, вследствие чего происходил бесконтрольный рост долговой нагрузки компаний

## Объемы облигаций в обращении, млрд. руб.



Источник: ИА CBonds

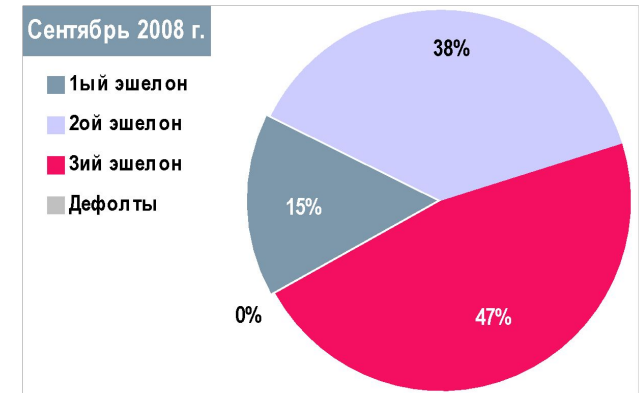
## Эшелонирование корпоративных облигаций

№	Характеристика	Пример
1	Высокое кредитное качество; Крупнейшие системообразующие предприятия ключевых отраслей; Страновой рейтинг	ЛУКОЙЛ, РЖД, Газпром, ФСК, РусГидро, АИЖК и т.д.
2	Высокое кредитное качество; Рейтинг ниже странового; Крупные компании ключевых отраслей	Телекомы, электроэнергетика (ОГК, ТГК), металлургия и т.д.
3	Различное кредитное качество; Средние масштабы бизнеса; Отсутствие рейтинга.	Агросектор, торговля, продукты питания, строители, девелоперы и т.д.

## Статистика рынка

- На конец 2008 года на ММВБ торговалось 780 выпусков рублевых облигаций 518 эмитентов. Совокупный номинальный объем обращающихся облигаций составлял около 1.8 трлн. руб.
- В структуре выпусков (до кризиса) на долю первоклассных заемщиков приходилось около 15%, на эмитентов 2го эшелона – 38%, на эмитентов 3го – 47%

## Структура выпусков корпоративных бумаг



Источник: оценка КИТ Финанс

# Конъюнктура рынка

## Во время «острой фазы» кризиса

- Рынок первичного рублевого долга полностью закрыт для эмитентов третьего эшелона. Часть эмиссий была аннулирована из-за отсутствия спроса на облигации
- Доступ на рынок возможен только для компаний с государственным участием, либо для т.н. схемных выпусков
- Большое количество дефолтов

### ■ Конъюнктура рынка

- В 2009-2010 годах, номинальный объем облигационного рынка, скорее всего, уменьшится незначительно, однако сильно изменится его структура;
- Если на конец 2008 года доля облигаций, относящихся к «голубым фишкам», составляла 15% от всего долгового рынка, то на конец 2009 года их доля может превысить 50%;
- Вследствие кризиса переоценка рисков инвесторами полностью закрывает доступ на рынок эмитентам 3-го эшелона

### ■ Новые требования инвесторов

- Ужесточение требований инвесторов к кредитному качеству;
- Наличие высокого рейтинга эмитента;
- Наличие эмиссии в котировальных списках ММВБ;
- Наличие эмиссии в ломбардном списке ЦБ для возможности совершения сделок РЕПО.

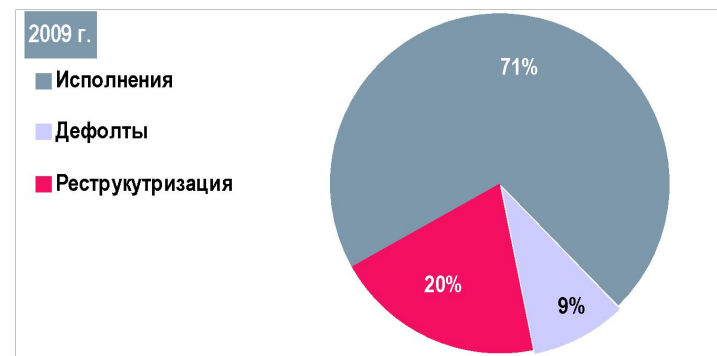
	БЫЛО	СТАЛО
Долг/ЕБИТДА	<5.0x	<1.5x
Долг/Активы	<90%	<50%
Долг/Выручка	<50%	<30%

Источник: оценка КИТ Финанс

### ■ Масштабные проекты в 1-ом эшелоне

- ОАО РЖД зарегистрировала серию из 7 выпусков облигаций на 100 млрд.руб. с разными сроками погашения. Привлеченные средства будут направлены на инфраструктурные проекты в рамках инвестиционной программы РЖД. На данный момент уже размещены 45 млрд. руб.
- ФСК ЕЭС в 2009 году намерена в 2009 году выпустить инфраструктурные облигации для финансирования инвестиционной программы на сумму 160-180 млрд .руб.
- О планах выпуска инфраструктурных облигаций объявили также РусГидро, Газпром, Транснефть и др.

### ■ Структура выпусков 3-го эшелона



Источник: оценка КИТ Финанс

# Конъюнктура рынка

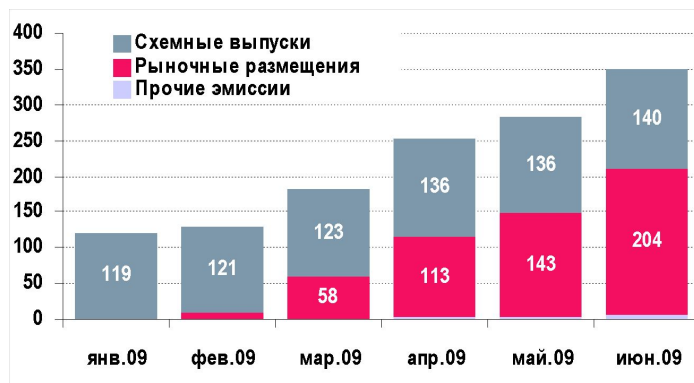
Первый эшелон – новый драйвер рынка

- На данный момент суммарный объем зарегистрированных выпусков облигаций 1 и 2 эшелонов составляет более 700 млрд. руб.
- Мы считаем, что большая часть этого объема будет размещена в рынок до конца 2009 года

## ■ Статистика рынка

- В период с января по настоящее время, размещено 33 выпуска рублевых облигаций на общую сумму 350 млрд. руб. При этом около 60% от всех размещений (204 млрд. руб.) приходится на рыночные выпуски, ок. 40% - на «схемные» выпуски (146 млрд. руб.);
- Первичные рыночные размещения начали осуществляться с марта 2009 г. – было размещено 35 млрд. руб., уже к июню 2009 г. объем размещений вырос в 3,5 раза;
- В основном на рынок выходят исключительно гос. корпорации, субфедеральные и системообразующие компании –

## ■ Новые выпуски облигаций, млрд. руб. ОАО «ФКБ «Сбербанк России»», ОАО «МТС»», Москва и т.п.



## ■ Зарегистрированные выпуски

Эмитент	Объем, млн. руб.	Рейтинг эмитента
АИЖК	28,000	BBB/A3/-
АФК Система	20,000	BB/B1/BB-
ВымпелКом-Инвест	30,000	-
Газпром	35,000	BBB/Baa1/BBB
Газпром нефть	25,000	BBB-/Baa3/-
ЕБРР	3,000	AAA/Aaa/AAA
Лукойл	100,000	BBB-/Baa2/BBB-
МБРР	5,000	-/B2/B+
Мечел	75,000	-
Мосэнерго	15,000	BB-/I/-
МТС	15,000	BB/Ba2/BB+
ОГК-5	8,000	-/Ba3/-
РЖД	55,000	BBB/Baa1/BBB
Сбербанк России ОАО	60,000	-/Baa1/BBB
Северо-Западный Телеком	7,000	BB-/I/BB-
ТГК-1	5,000	
и пр.		

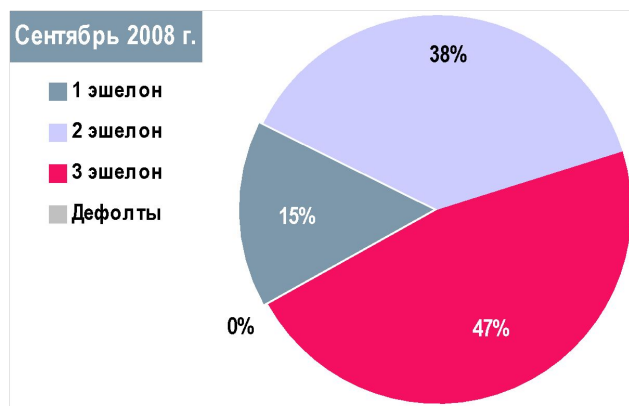
**Итого:** 486,000

# Конъюнктура рынка

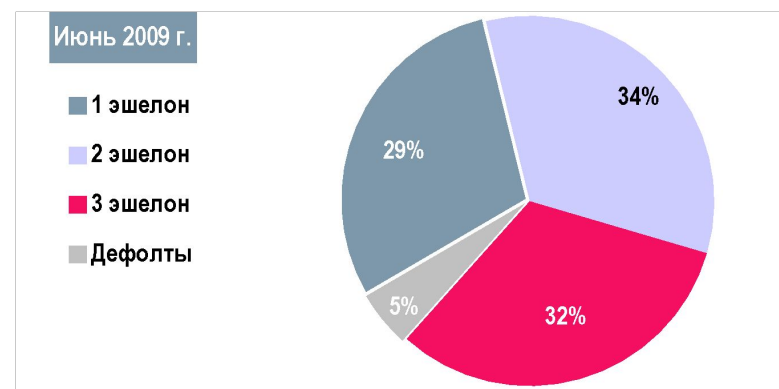
## Изменение структуры рынка

- В структуре выпусков корпоративных рублевых облигаций (до кризиса) на долю первоклассных заемщиков приходилось около 15%, на эмитентов 2 эшелона – 38%, на эмитентов 3 – 47%;
- На сегодняшний день наблюдается существенное изменение структуры рынка корпоративных облигаций:
  - Доля 1 эшелона в общем объеме рынка выросла с 15% до 29%,
  - Доля 2 эшелона снизилась незначительно (с 38% до 34%);
  - Основные изменения затронули 3 эшелон. Снижение - с 47% до 32%;
  - Рост дефолтов до 7% от общего объема рынка.

## Изменение структуры выпусков корпоративных рублевых облигаций



Источник: оценка КИТ Финанс



Источник: оценка КИТ Финанс

## «Третий» эшелон

### Классификация

- К 2010 году третий эшелон может исчезнуть с рынка ввиду того, что такие займы предусматривали годовую оферту
- В течение 2009 года около 60% от объемов облигаций 3го эшелона будут погашены, около 15% будут испытывать трудности с исполнением обязательств и, возможно, прибегнут к реструктуризации задолженности, порядка 5% придется на реальные дефолты

#### Группа 1 – Исполняющие обязательства

#### Группа 2 – Небезнадежные дефолты

#### Группа 3 – Безнадежные дефолты

#### Группа 4 - ?

Характеристика	% от объема в обращении	Примеры
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Эмитенты, успешно исполняющие свои обязательства;</li> <li>▪ В ряде случаев Компаниям оказывалась финансовая поддержка со стороны государства или акционеров</li> </ul>	~60% (434 млрд.руб.)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ НПО Сатурн, Сибкадемстрой, Россия АБ, Татфондбанк, Грузданские самолеты Сухого и др.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Эмитенты, находящиеся в сложном финансовом положении, но информационно открытые и предлагающие инвесторам и кредиторам приемлемые условия реструктуризации задолженности</li> </ul>	~10% (71 млрд. руб.)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 7 континент, ГАЗ, ИЖ-Авто, АК Сибирь, АПК ОГО и др.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Эмитенты, находящиеся в состоянии банкротства или ликвидации бизнеса, и которые не смогут исполнить свои обязательства</li> </ul>	~5% (34 млрд. руб.)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Альянс русский текстиль, Сорус, Еврокоммерц, Инком-авто, АПК Аркада и др.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Прочие компании-эмитенты, находящиеся в дефолтной или преддефолтной ситуации и информационно закрытые для инвесторов</li> </ul>	<1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Русские масла, Держава, Инпром и др.</li> </ul>

# Дефолты

## Статистика

### ■ Статистика дефолтов (начало июня 2009 г.)

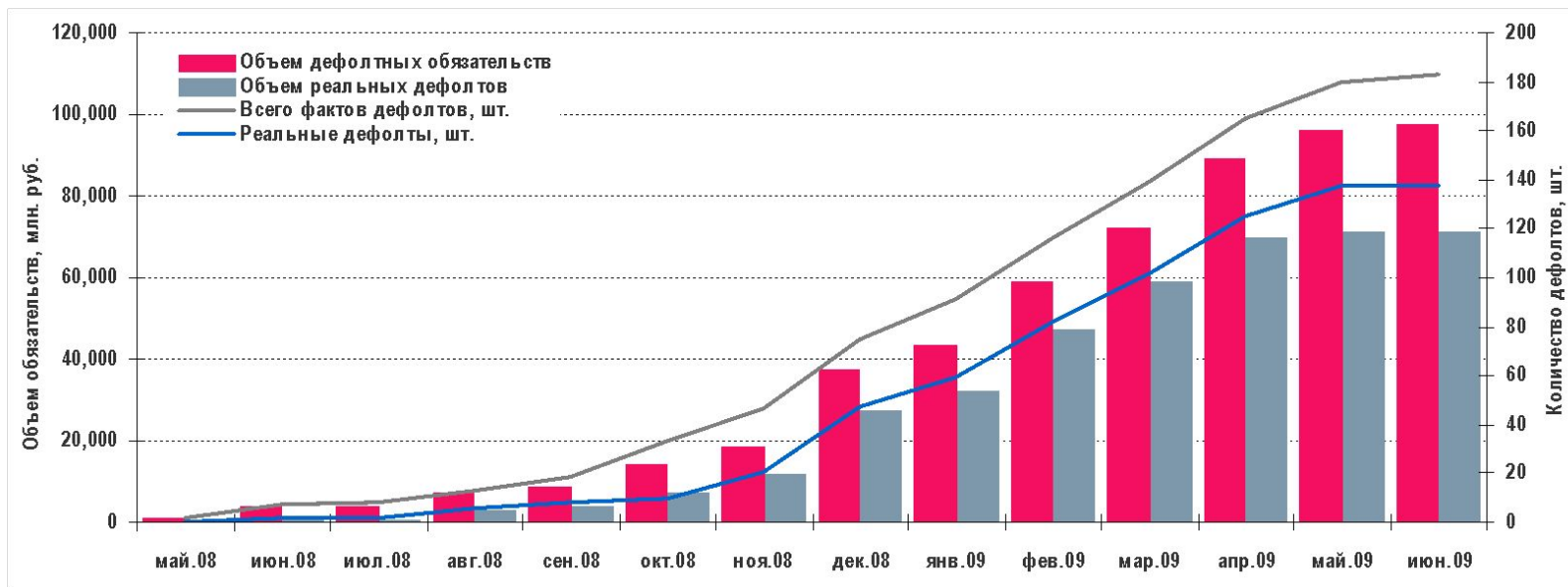
- Всего с мая 2008 года по июнь 2009 года зафиксировано 183 дефолта 106 эмитентов, из которых 137 для 61 эмитента стали реальными, в т.ч.:
  - 10 дефолтов по погашению обязательств (10 эмитентов);
  - 78 дефолтов по выплате купона (47 эмитентов);
  - 49 фактов неисполнения оферт (39 эмитентов).
- Практически весь объем дефолтов – корпоративные выпуски рублевых облигаций 3 эшелона. На сегодняшний день сумма неисполненных обязательств Эмитентов перед инвесторами составляет 77.6 млрд. руб. или 17% от суммарного объема рублевых выпусков корпоративных эмитентов 3 эшелона.

Обязательство	Статус	Количество дефолтов	Сумма обязательств, млрд. руб.	Примеры
Выплата купона	Дефолт	78	5.7	ДВТГ, Еврокоммерц, Инком-Лада, ТООП, АПК Аркада, ЭйрЮнион, Сорус, Миннеско Новосибирск, Марта и т.д.
	Технический дефолт	2	0.09	МИГ, Белый Фрегат
Погашение	Дефолт	10	9.4	Матрица, РБК ИС
	Технический дефолт	1	1.0	МИГ
Оферта	Неисполнение оферты	49	56.1	Инпром, Спецстрой, Держава, Русские масла, Алпи, КД Авиа и т.д.
	Просрочка исполнения оферты	4	5.3	Секабель, Спецстрой-2, Разгуляй
Итого:	Реальные дефолты	137	71.2	
	Технические дефолты	7	6.4	

# Дефолты

## График неисполнения обязательств

### ■ Дефолты эмитентов (май 2008 г. – июнь 2009 г.)\*



\* Нарастающим итогом

Источник: ИА CBonds, расчеты КИТ Финанс



## Новые тенденции

Что мы увидели за последние месяцы?

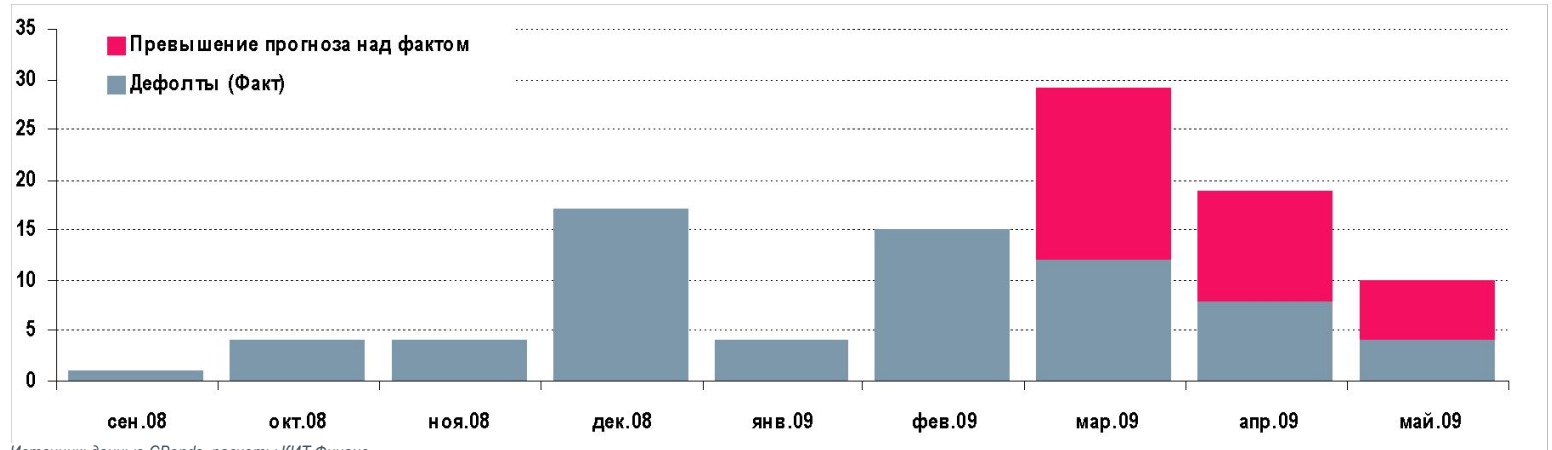
- Прогнозы участников рынка были чересчур пессимистичными
- Эмитенты, которые не могут и эмитенты, которые не хотят платить
- Успешные, неудачные и «вялотекущие» реструктуризации
- Вторичные реструктуризации

# Прогнозы и факты

Наши прогнозы оказались чересчур пессимистичными!

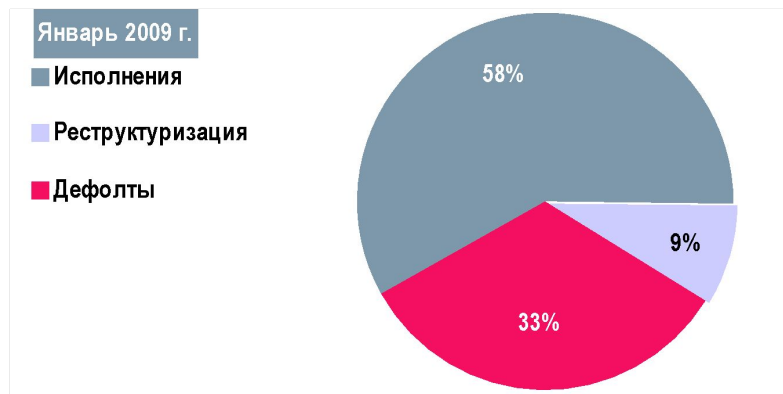
- В начале года мы прогнозировали, что суммарный объем дефолтов к июню 2009 г. составит 115 млрд. руб.
- Достаточно динамичное восстановление фондового рынка, начиная с марта 2009 г., внесло положительные коррективы в прогнозы
- На сегодняшний день суммарных объем неисполненных обязательств корпоративных эмитентов составляет 78 млрд. руб., что на 1 / 3 меньше прогнозируемого значения в начале года

## Дефолты (прогноз / факт), млрд. руб.



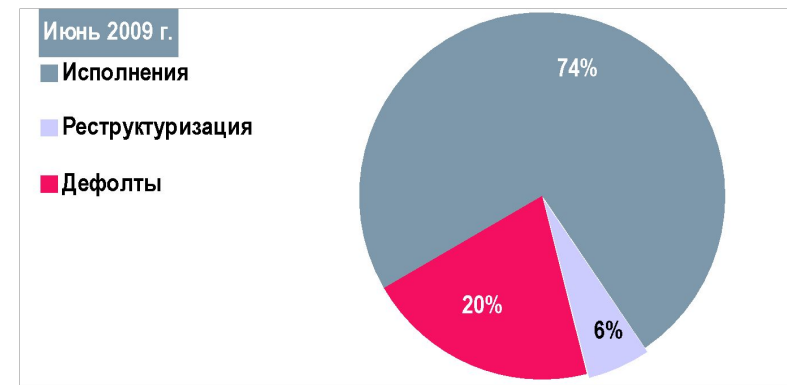
Источник: данные CBonds, расчеты КИТ Финанс

## Структура 3-го эшелона (прогноз на июнь)



Источник: оценка КИТ Финанс

## Структура 3-го эшелона (факт на 1 июня)



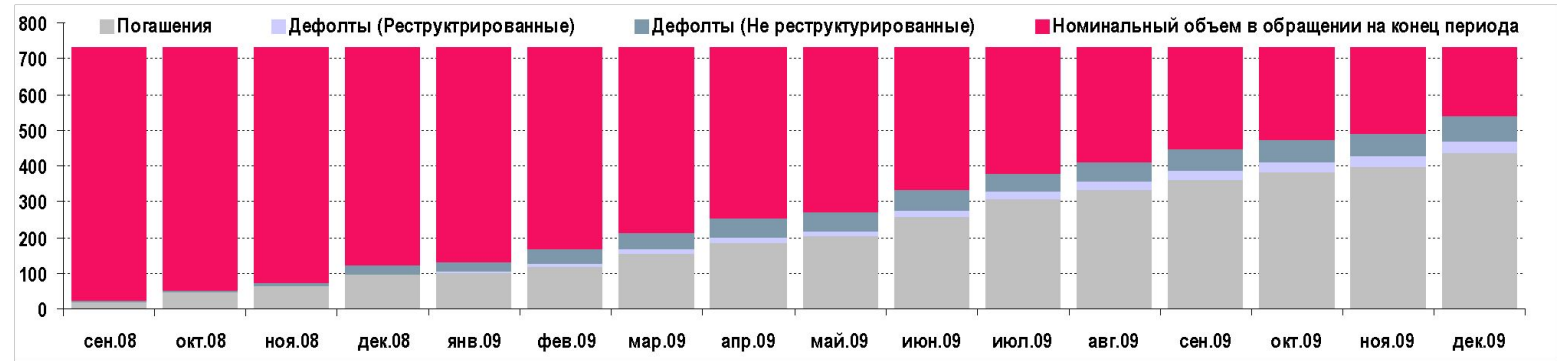
Источник: оценка КИТ Финанс

# Динамика рынка «третьего» эшелона

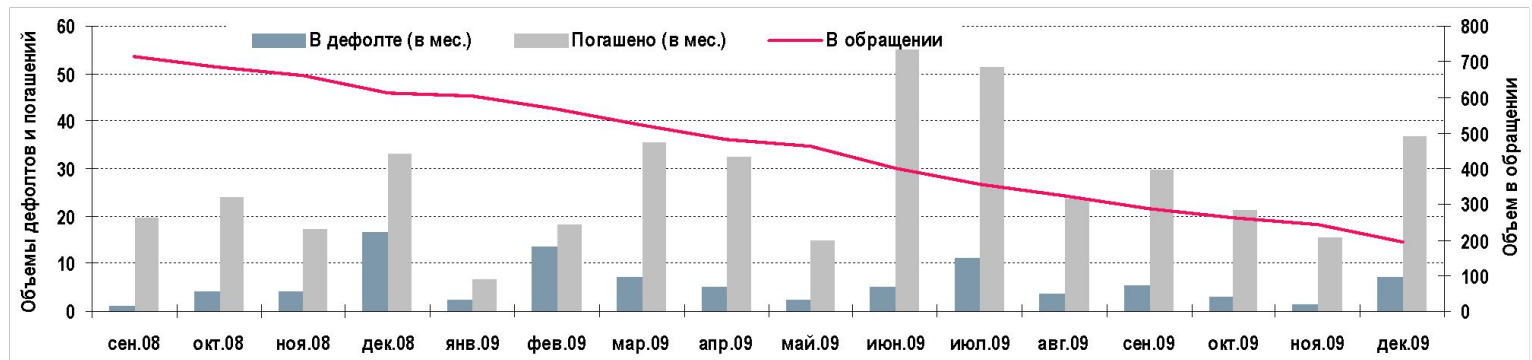
## Облигации третьего эшелона

- По итогам 2009 года мы прогнозируем сокращение доли облигаций 3-го эшелона, находящихся в обращении, на 68% относительно объема на начало года;
- Оценочный объем дефолтных обязательств на конец года составит ок. 105 млрд. руб., при этом мы считаем, что до 70% от этого объема может быть успешно реструктурировано

■ График погашения облигаций третьего эшелона в 2009 году, млрд .руб.\* (нарастающим итогом)



■ График погашения облигаций третьего эшелона в 2009 году, млрд .руб.\*



\* Номинальный объем облигаций 3-го эшелона в обращении на начало периода скорректирован на выкупы облигаций, произведенные Эмитентами в даты предыдущих офферт

Источник: оценка КИТ Финанс

# Реструктуризации

## Успешные реструктуризации

Описание ситуации	Предлагаемый механизм реструктуризации	Консультант	Период реализации	Результаты	
ТОП-книга-02об	Объем неисполненных обязательств по оферте – 975 млн. руб.	Погашение облигаций равными долями каждые 3 месяца, начиная с марта 2009г.	Райффайзенбанк	Дек. 08-январь. 09	Реструктуризация 94% долга
АК Сибирь-01об	Объем неисполненных обязательств по оферте – 2.2 млрд. руб.	Эмитент погасил 20% долга (около 460 млн руб.) в феврале 2009 года, затем равными долями – ежемесячно по 10% в летний период в течение двух лет (с мая по август 2009 г. и с мая по август 2010 г.)	Райффайзенбанк	Январь. 09-март.09	Реструктуризация 60% долга
АПК ОГО-02об	Объем неисполненных обязательств в оферту составил 395 млн. руб.	24 ноября 2008 года был осуществлен первый платеж в сумме 42 млн. руб., далее ежемесячно компания гасит долг по 59 тыс.бумаг	Ист Коммерц	Ноябрь. 08-н.в.	Реструктуризация 79% долга

# Реструктуризации

## Неудачные реструктуризации

Описание ситуации	Предлагаемый механизм реструктуризации	Консультант	Период реализации	Результаты	Текущая ситуация	Возможные дальнейшие действия
Белый Фрегат-01об	Компании предъявлены к выкупу в дату оферты облигации объемом 993 млн. руб.  График реструктуризации предполагает следующую структуру выплаты основного долга: 10% - декабрь-январь 2009г.; 15% - апрель 2009г.; 10% - июнь 2009г.; 20% - сентябрь 2009г.; 45% - декабрь 2009г.	КИТ Финанс	Ноя. 08-январь 09	Реструктуризация 95% долга	Повторный дефолт. Компания не смогла осуществить погашение 15% долга в апреле 09г. и купона в июне 09г.	Вторичная реструктуризация
ИЖ-Авто-02об	Объем неисполненных обязательств по оферте – 2 млрд. руб.  Эмитентом было выкуплено облигаций на сумму 1,6 млрд. руб. Погашение задолженности в соответствии с соглашениями о реструктуризации планируется произвести 26.08.2009г.	МДМ-Банк	Дек. 08-Фев. 09	Реструктуризировано 80% займа	Компания не исполнила обязательства по купону и оферте.	?

# ВЫВОДЫ

## Перспективы 3-го эшелона и рынка дефолтных облигаций

- В 2009-2010 годах номинальный объем облигационного рынка уменьшится незначительно, однако сильно изменится его структура;
- Доля «голубых фишек» на конец 2009 года будет составлять не менее половины рынка;
- В 2009г. будет полностью закрыт доступ для новых эмиссий эмитентов третьего эшелона (за исключением схемных выпусков);
- По итогам 2009 года мы прогнозируем, что:
  - Объемы облигаций третьего эшелона в обращении сократятся на 68% по сравнению с началом года;
  - Номинальный объем выпусков облигаций 3-го эшелона составит ок. 200 млрд. руб.;
  - Доля обращающихся на рынке бумаг 3-го эшелона в общем объеме рынка не превысит 15%.
- Всего с мая 2008 года по июнь 2009 года зафиксировано 183 дефолта 106 эмитентов, из которых 137 для 61 эмитента стали реальными;
- На данный момент сумма неисполненных обязательств Эмитентов перед инвесторами составляет 77,6 млрд. руб.;
- По нашим оценкам объем дефолтных обязательств составит около 105 млрд. руб., при этом мы считаем, что до 70% от этого объема может быть успешно реструктурировано.
- Рынок дефолтных облигаций, по нашему мнению, перестает быть интересным для инвестиционных банков, но оставляет широкое поле возможностей для юридических и консалтинговых компаний, а также регуляторов.



**Спасибо за внимание!**