КИТФинанс
Инвестиционный банк

Облигации третьего эшелона: «ДО» и «ПОСЛЕ»

03 марта 2009 г.

Конъюнктура рынка

До сентября 2008 года

- 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 отсутствии 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

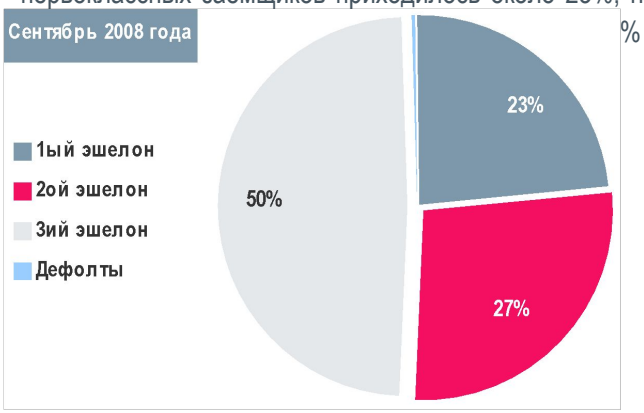
№	Характеристика	Пример
1	Высокое кредитное качество; Крупнейшие системообразующие предприятия ключевых отраслей; Страновой рейтинг	ЛУКОЙЛ, РЖД, Газпром, ФСК, РусГидро, АИЖК и т.д.
2	Высокое кредитное качество; Рейтинг ниже странового; Крупные компании ключевых отраслей	Телекомы, электроэнергетика (ОГК, 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 облигаций 518 эмитентов. Совокупный номинальный объем обращающихся облигаций составлял около 1.8 трлн. руб.
- В 2008 г. размещено 123 выпуска корпоративных облигаций на общую сумму 451 млрд рублей, что соответствует уровню 2006 г. – 456 млрд. руб. и 2007 г. – 458 млрд. руб.
- Средневзвешенная эффективная доходность в период с 2006 года по 1 пг. 2008 года находилась на уровне 7-9% годовых

Структура выпусков корпоративных бумаг

долю первоклассных заемщиков приходилось около 23%, на %



Источник: оценка КИТ Финанс

КИТФинанс
Инвестиционный банк

Конъюнктура рынка

После сентября 2008 года

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

- 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 23% от всего долгового рынка, то на конец 2009 года их доля может превысить 50%. Причем уже озвученные компаниями планы исчисляются десятками миллиардов рублей для каждой, а в отдельных случаях – сотнями;
- Вследствие кризиса переоценка рисков инвесторами полностью закрывает доступ на рынок эмитентам 3-го эшелона

Требования, предъявляемые инвесторами

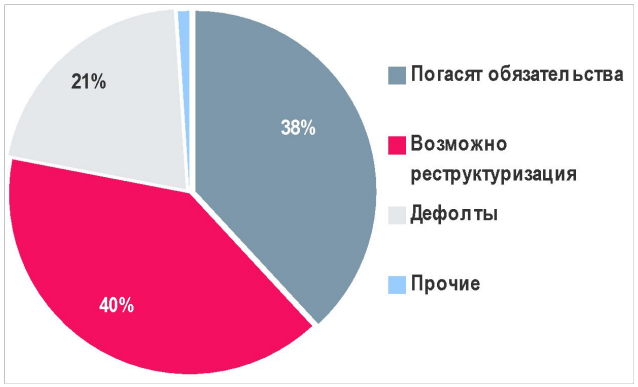
	БЫЛО	СТАЛО
Долг/EBITDA	<5.0x	<1.5x
Долг/Активы	<90%	<50%
Долг/Выручка	<50%	<30%

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.
- 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 погашений 3-го эшелона в 2009 г.



Источник: оценка КИТ Финанс

Дефолты

- В течение 2009 года около 40% от объемов облигаций 3го эшелона будут погашены, около 40% будут испытывать трудности с исполнением обязательств и, возможно, прибегнут к реструктуризации задолженности, порядка 20% придется на реальные дефолты

Классификация

	Характеристика	% от объема в обращении	Примеры
Группа 1	▪ Эмитенты, успешно проходящие оферты или погашения своих обязательств; ▪ В ряде случаев Компаниям оказывалась финансовая поддержка со стороны государства, при происходили дополнительные вливания акционеров	~40%	▪ НПО Сатурн, МИГ, Сибакадемстрой, Россия АБ, Татфондбанк, Грузданские самолеты Сухого и др.
Группа 2	▪ Эмитенты, находящиеся в затруднительном финансовом положении и предлагающие инвесторам и кредиторам приемлемые условия реструктуризации задолженности	~40%	▪ Белый Фрегат, ГАЗ, ИЖ-Авто, АК Сибирь, АПК ОГО и др.
Группа 3	▪ Эмитенты, находящиеся в состоянии банкротства или ликвидации бизнеса и которые не смогут исполнить свои обязательства	~20%	▪ Альянс русский текстиль, Сорус, Еврокоммерц, Инком-авто, АПК Аркада и др.
Группа 4	▪ Прочие компании-эмитенты, находящиеся в дефолтной или преддефолтной ситуации и информационно закрытые для инвесторов	<1%	▪ Русские масла, Держава, Инпром и др.

Дефолты

Статистика

- В течение 2009 года третий эшелон может исчезнуть с рынка году ввиду того, что такие займы предусматривали годовую оферту

Статистика дефолтов

- Всего с мая 2008 года по январь 2009 года зафиксировано более 100 дефолтов, 63 из которых стали реальными, в том числе:
  - 1 дефолт по погашению обязательств;
  - 34 по выплате купона;
  - 28 фактов неисполнения оферт
- Также 8 эмиссий находятся в статусе технического дефолта и 10 эмиссий в статусе просрочки исполнения оферт, которые, наиболее вероятно перерастут в реальные дефолты
  - На 01.02.2009г. сумма неисполненных обязательств Эмитентов перед инвесторами составляет 45.6 млрд. руб.

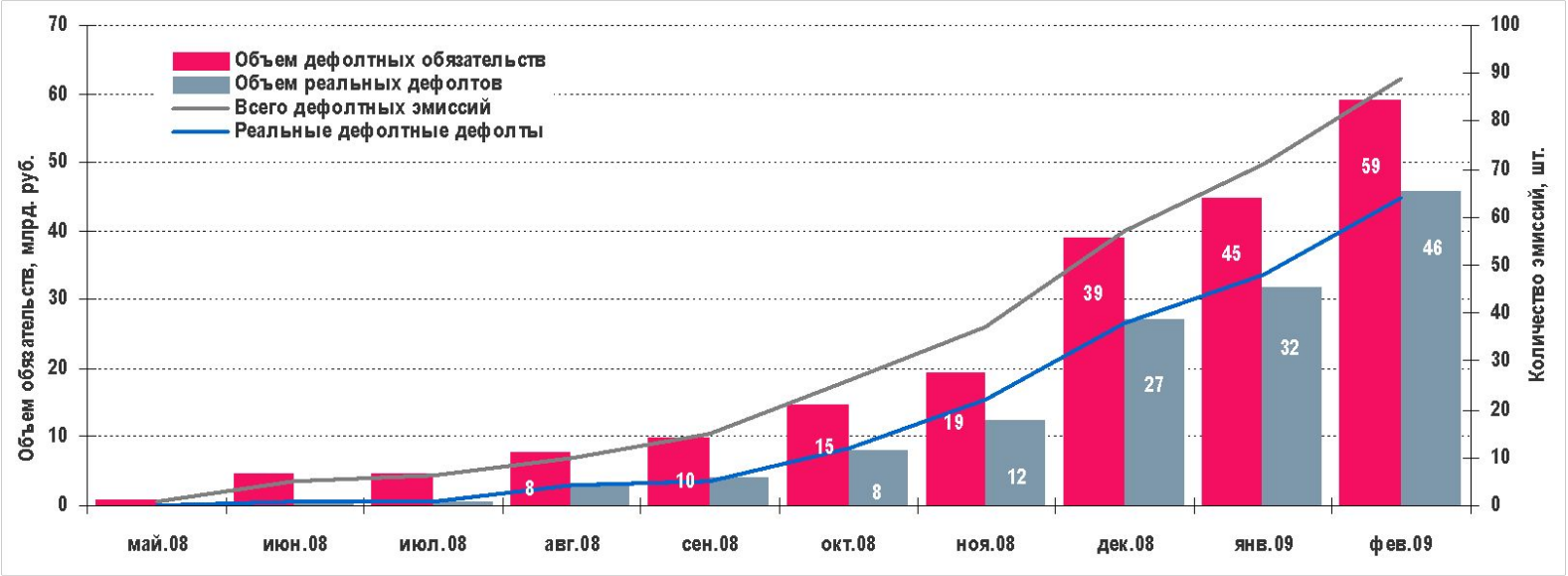
Обязательство	Статус	Количество эмиссий	Сумма обязательств, млрд. руб.	Примеры
Выплата купона	Дефолт	34	2.5	ДВТГ, Еврокоммерц, Инком-Лада, ТОАП, АПК Аркада, ЭйрЮнион, Сорус, Миннеско Новосибирск, Марта и т.д.
	Технический дефолт	6	0.7	Банана-Мама, АПК ОГО, Полесье, Евростиль и т.д.
Погашение	Дефолт	1	0.8	Матрица
	Технический дефолт	2	2.3	Амурметалл, АПК ОГО
Оферта	Неисполнение оферты	28	27.9	Инпром, Спецстрой, Держава, Русские масла, Алпи, КД Авиа и т.д.
	Просрочка исполнения оферты	10	11.4	ДВТГ, АК Сибирь, Митлэнд Фуд Групп, ГАЗ и т.д.
Итого:	**Реальные дефолты**	**63**	**31.2**	
	Технические дефолты	**18**	**14.4**	

Дефолты

График неисполнения обязательств

- В течение 2009 года третий эшелон может исчезнуть с рынка году ввиду того, что такие займы предусматривали годовую оферту

Дефолты эмитентов (мая 2008 г. - февраль 2009 г.)*



** Нарастающим итогом*

Источник: ИА CBonds, расчеты КИТ Финанс

Дефолты

Облигации третьего эшелона

График погашения облигаций третьего эшелона в 2009 году*

Млрд. руб.	Факт						Прогноз									
	сен.08	окт.08	ноя.08	дек.08	янв.09	фев.09	мар.09	апр.09	май.09	июн.09	июл.09	авг.09	сен.09	окт.09	ноя.09	дек.09
Номинальный объем в обращении на начало периода	750	732	710	702	659	650	608	563	518	495	429	386	357	318	300	283
Оферты	13	16	5	27	5	29	12	25	11	31	15	15	22	6	8	14
Погашения	5	6	3	17	5	13	7	3	4	11	6	2	2	4	6	11
Реструктуризация	0	0	0	2	0	0	3	2	1	2	2	1	2	1	0	2
Дефолты (не реструктурированные)	1	4	4	14	4	12	26	17	9	24	22	12	15	9	2	18
Номинальный объем в обращении на конец периода	732	710	702	659	650	608	563	518	495	429	386	357	318	300	283	240

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

Источник: оценка КИТ Финанс

Дефолты

Облигации третьего эшелона

- По итогам 2009 года мы прогнозируем сокращение доли облигаций 3-го эшелона, находящихся в обращении, на 65%
- Оценочный объем дефолтных обязательств на конец года составит порядка 200 млрд. руб., при этом мы считаем, что до 50% от этого объема может быть успешно реструктурировано

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

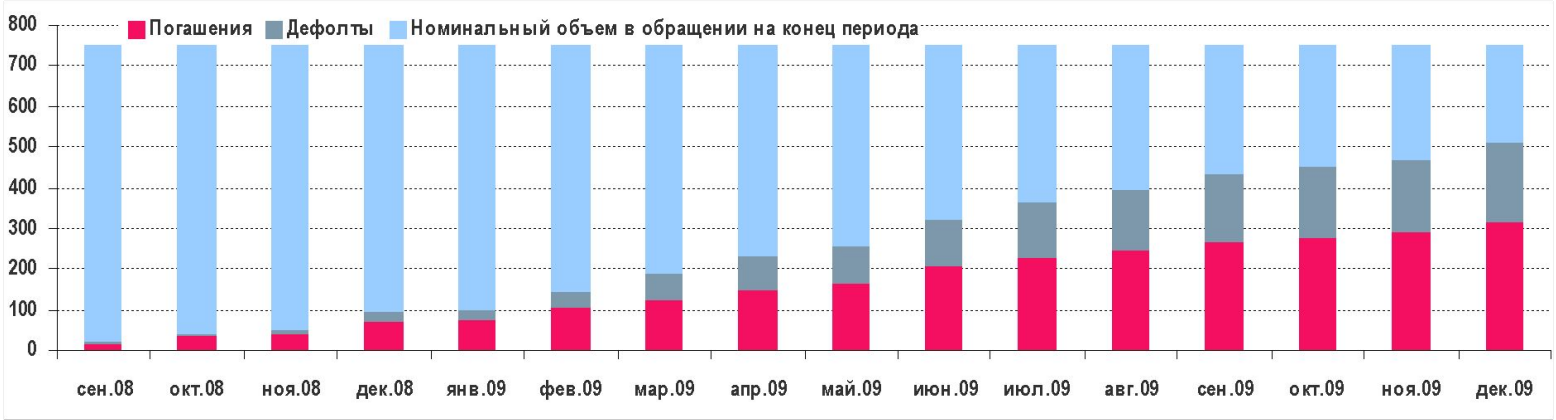
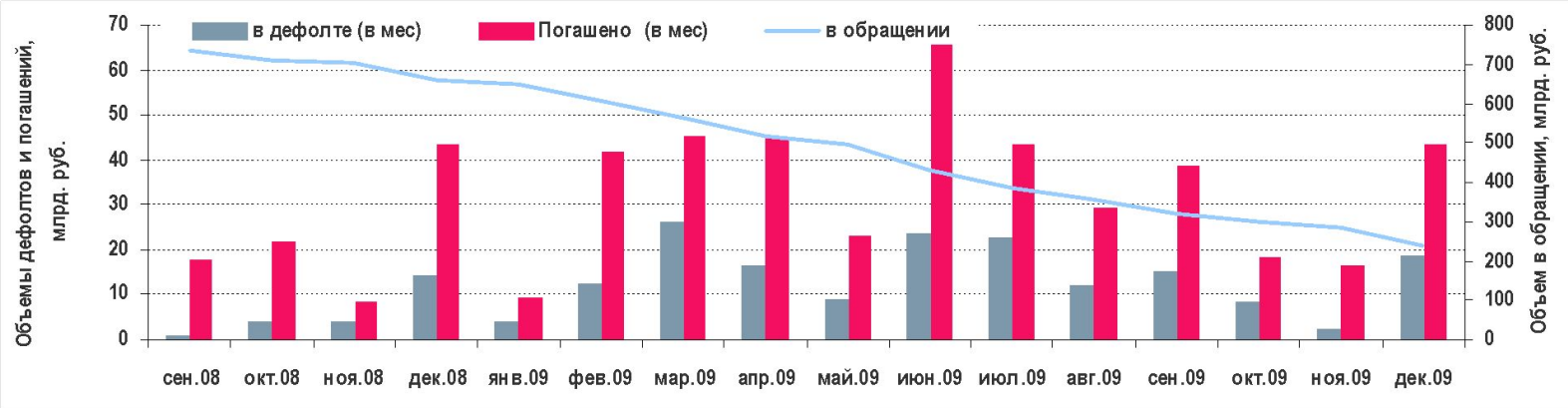


График погашения облигаций третьего эшелона в 2009 году, млрд .руб.*



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

Источник: оценка КИТ Финанс

Реструктуризация

Практика применения

	Описание ситуации	Предлагаемый механизм реструктуризации	Консультант	Период реализации	Результаты
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-янв. 09	Реструктуризация 95% долга. Подписаны соглашения с более чем 170 владельцами бумаг, включая 114 физических лиц
ТОП-книга-02об	Объем неисполненных обязательств по оферте – 975 млн. руб.	Погашение облигаций равными долями каждые 3 месяца, начиная с марта	Райффайзенбанк	Дек. 08-янв. 09	Реструктуризация 94% долга
АК Сибирь-01об	Объем неисполненных обязательств по оферте – 2.2 млрд. руб.	Эмитент погасит 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	Янв. 09-н.в.	В процессе
АПК ОГО-02об	Объем неисполненных обязательств по погашению облигаций составил 894.5 млн. руб., в т.ч по выплате купона 54.5 млн. руб.	Выплата купона. Мена 35% выпуска 2-ой серии в облигации ОГО-3об. с погашением в июле 09г. Погашение 25% выпуска в январе 10 года, оставшаяся часть гасится в июле 10 года	КИТ Финанс	Март 09-н.в.	В процессе
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. Подписаны соответствующие соглашения с 56 инвесторами

ВЫВОДЫ

Облигации третьего эшелона в 2010 году

- 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 ближайший год 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 65%;
  - Номинальный объем выпусков облигаций 3-го эшелона составит 240 млрд. руб.;
  - Доля обращающихся на рынке бумаг 3-го эшелона в общем объеме рынка не превысит 15%.

- С мая 2008 года по февраль 2009 года зафиксировано более 100 дефолтов, 63 из которых стали реальными. 8 эмиссий находятся в статусе технического дефолта и 10 эмиссий в статусе просрочки исполнения оферт, которые вероятно перерастут в реальные дефолты

- На данный момент сумма неисполненных обязательств Эмитентов перед инвесторами составляет 60 млрд. руб.

- Согласно оценкам КИТ Финанс, объем дефолтных обязательств составит около 200 млрд. руб., при этом мы считаем, что до 50% от этого объема может быть успешно реструктурировано

КИТФинанс
Инвестиционный банк

Спасибо за внимание!