Летние КАНИКУЛЫ

Константин Лысенко

В АВГУСТЕ 2009 ГОДА СОШЛА НА НЕТ АКТИВНОСТЬ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ СТРАН СНГ — НОВЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ ЗАФИКСИРОВАНО НЕ БЫЛО. ЭТО СВЯЗАНО С РАЗГАРОМ ПЕРИОДА ОТПУСКОВ НА ФОНЕ СОХРАНЯЮЩЕЙСЯ НИЗКОЙ СКЛОННОСТИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ИНВЕСТОРОВ К КОРПОРАТИВНОМУ РИСКУ. ПРИ ЭТОМ ОСНОВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ СТРАН СНГ ПРОДОЛЖИЛИ ДЕМОНСТРИРОВАТЬ БЛАГОПРИЯТНУЮ ДИНАМИКУ.

РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ СТРАН СНГ В АВГУСТЕ 2009 ГОДА

На этом фоне спреды по индексу EMBI+ по России и Украине сохранили тенденцию к сужению. По России спред сократился на 14 пунктов и достиг к концу августа уровня 367 пунктов. По Украине спред сузился с 1098 до 764 пунктов. Индекс российских суверенных еврооблигаций вырос в прошлом месяце на 2 пункта и установился на максимальном значении с начала года — 97 при снижении доходности на 20 б.п. По Украине аналогичный показатель увеличился на 11 пунктов до 92 при снижении доходности на 337 б.п.

ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В отсутствие новых выпусков евробондов из стран СНГ были размещены две эмиссии еврооблигаций эмитентов из развитых стран, номинированные в российских рублях, суммарным объемом 19.6 млрд руб. Европей-ский банк реконструкции и развития разместил евробонды с плавающей процентной ставкой на 15 млрд руб. с погашением в 2013 году. Ставка купона по облигациям привязана к трехмесячной ставке MOSPRIME минус 0.335%. Еврооблигации были залистингованы на Лондонской фондовой бирже. Кроме того, в августе Svensk Exportkredit AB (SEK) провел эмиссию трехлетних еврооблигаций с нулевым купоном в размере 4.6 млрд руб. Доходность первичного размещения составила 12%. Организатором обоих выпусков выступил Citigroup.

Среди планируемых на ближайший период размещений еврооблигаций в странах СНГ отметим эмиссию Евразийского банка развития (ЕАБР), который готовится в сентябре-октябре текущего года разместить еврооблигации на $500 млн. Так, уже в августе был проведен due diligence эмитента. Кроме того, банк «Уралсиб» планирует до конца 2010 года провести секьюритизацию ипотечного портфеля на сумму около 26 млрд руб. По информации банка, секьюритизация приведет к сокращению ипотечного портфеля на 60% к концу 2010 года.

ПОГАШЕНИЕ

За прошедший месяц было погашено три выпуска еврооблигаций российских эмитентов на общую сумму $400 млн: пятилетние еврооблигации «ЕвразХолдинга» на $300 млн, а также выпуск полугодовых еврокоммерческих бумаг АК «АЛРОСА» и CLN ОАО «Газпромбанк» (выпущенные JP Morgan на еврооблигации Газпромбанка-2015) объемом $50 млн каждый.

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» исполнило обязательства по второму амортизационному погашению (16.67% от номинала) и выплате процентов по кредитным нотам (CLN) объемом $100 млн с погашением в 2010 году. Общая сумма платежа составила $19.7 млн. Кроме того, компания приняла решение не использовать свое право на досрочное погашение нот (колл-опцион).

В августе прошла оферта по еврооблигациям Пробизнесбанка, 2010-2 (LPN11) в объеме $80 млн. Данные о количестве бумаг, предъявленных к досрочному погашению, отсутствуют.

Среди выпусков эмитентов корпоративного сектора из других стран СНГ были погашены евробонды ЗАО «Киевстар Дж.Ес.Ем.» на $266 млн.

В августе состоялось погашение суверенных еврооблигаций Украины, 2009 (FRN) объемом в $500 млн. Это событие, а также предоставление Украине третьего ($3.3 млрд) и четвертого (1.3 млрд SDR) траншей МВФ, безусловно, положительно сказались на кредитных ожиданиях инвесторов в государственные облигации Украины, что послужило одной из причин снижения доходностей украинских правительственных ценных бумаг, а также корпоративных облигаций наиболее надежных заемщиков Украины. Так, эффективная средневзвешенная доходность индекса Euro-Cbonds Sovereign Ukraine в течение августа снизилась на 337 б.п. (с 13.57% до 10.20%), а индекса Euro-Cbonds Corporate Ukraine — на 420 б.п. (с 19.40% до 15.20%). Кроме того, стоимость украинских CDS упала на 370 б.п. до уровня 1061 б.п. в конце месяца. В результате, после погашения выпуска Украины, 2009 негативное давление на кривую украинского долга значительно снизилось за счет стремительного роста цен облигаций на коротком конце кривой.

Таким образом, рынок выражает уверенность в своевременности выплат Украины по своим долгам. Напомним, уже в сентябре 2009 года Украине предстоит досрочно погасить еврооблигации на 768 млн швейцарских франков (около $725 млн), предъявленные по условиям выпуска к оферте.

ДОСРОЧНЫЙ ВЫКУП

ОАО «Трубная металлургическая компания» (ТМК) в прошлом месяце выкупила 69% еврооблигаций ТМК Capital SA объемом $600 млн с погашением в 2011 году. В июле 2009 года ТМК сделала публичное предложение держателям еврооблигаций второго выпуска о частичном обратном выкупе. Всего в голосовании приняли участие 5 342 облигаций (89% от общего объема выпуска). Держатели 4 133 облигаций номинальной стоимостью $413.3 млн согласились их продать. В соответствии с условиями публичного предложения и результатами сбора заявок на продажу ТМК выплатило держателям облигаций около $401 млн. «ВТБ Капитал» и UBS выступили дилерами-организаторами транзакции. Для финансирования данной сделки ТМК привлекло в августе кредит ВТБ сроком на один год в размере $450 млн с возможностью пролонгации до 2014 года.

ВТБ планирует 30 ноября выкупить еврооблигации 2012-2 на сумму 30 млрд руб. по цене 100% от номинала. Облигации были размещены в ноябре 2007 года и предусматривают право досрочного погашения по требованию инвесторов.

РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

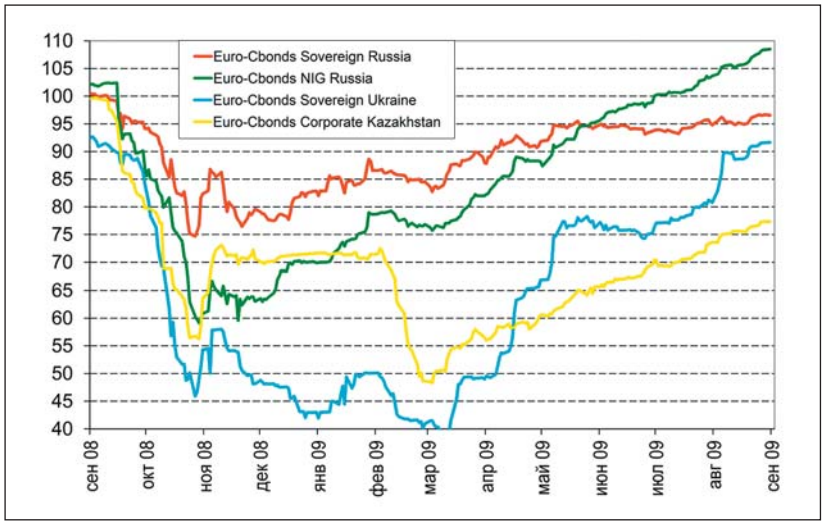
В течение августа активно продолжались переговорные процессы по реструктуризации долгов финансовых учреждений Украины. Отметим, что к настоящему моменту успешно реструктурировать долги удалось лишь Альфа-Банку, который обменял существующие три выпуска еврооблигаций суммарным объемом $1.045 млрд с погашением в 2009–2011 годах на три транша с погашением в 2012 году.

Национальная акционерная компания «Нафтогаз Украины» планирует реструктурировать еврооблигационный заем на $500 млн, срок обращения которого истекает 30 сентября 2009 года. Причем, как заявил исполняющий обязанности министра финансов Украины Игорь Уманский, необходимо ускорить данный процесс из-за неопределенности в сроках предоставления средств от международных кредитных организаций. Отметим, что заявление украинского Минфина о необходимости реструктуризации вызвало смятение среди некоторых иностранных инвесторов. «Если самая главная украинская компания не может выполнять свои обязательства, на что надеяться остальным? Это будет эквивалентно дефолту и даст очень плохой сигнал инвестиционному сообществу», — высказался аналитик Royal Bank of Scotland изданию Financial Times. При этом владельцы 20% еврооблигаций «Нафтогаза» на сумму около $100 млн вообще выступают

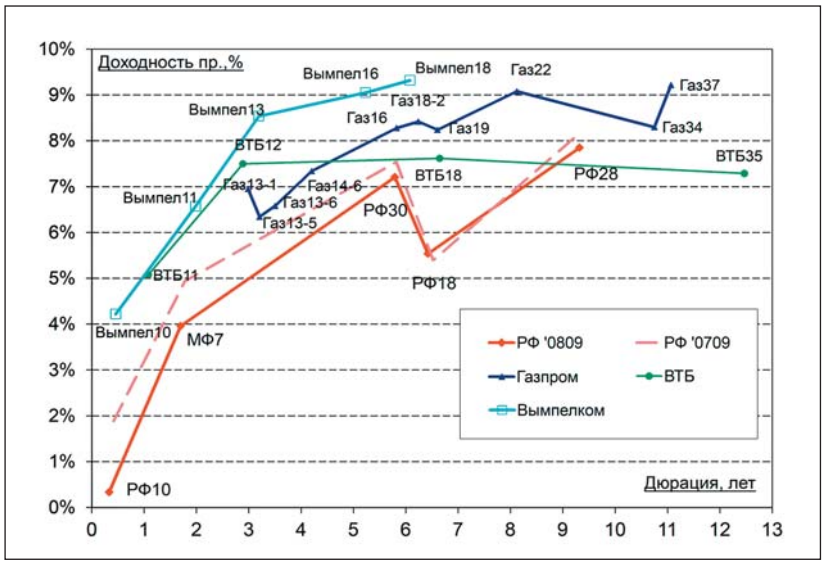
Погашенные еврооблигации СНГ в августе 2009 года

№	Эмиссия	Дата размещения	Погашение	Объем, млн	Валюта	Купон	Организаторы
	Россия			400	USD		
1	ЕвразХолдинг, 2009	03.08.04	03.08.09	300	USD	10.875%	Credit Suisse, ING
2	АЛРОСА, 2009, ECP	09.02.09	09.08.09	50	USD	Zero	UBS
3	Газпромбанк, 2009 (CLN)	27.02.09	27.08.09	50	USD	16.00%	JP Morgan
	Страны СНГ			766.42	USD		
1	Украина, 2009 (FRN)	29.07.04	05.08.09	500	USD	6m LIBOR + 3.375%	Citigroup, Credit Suisse, Dresdner Kleinwort
2	Киевстар Дж.Ес.Ем., 2009 (LPN)	27.07.04	17.08.09	266.42	USD	10.375%	Citigroup, Dresdner Kleinwort

Динамика индексов еврооблигаций России, Украины и Казахстана



Индикативные кривые доходности



против реструктуризации. В случае если число «несогласных» увеличится до 25%, инвесторы смогут наложить вето на решение о реструктуризации. В таком случае у НАК останется два варианта: либо выплатить $500 млн по облигациям в установленный срок — 30 сентября, либо фактически объявить дефолт и готовиться к судебным спорам.

Продолжается процесс реструктуризации внешних долгов украинского банка «Надра». По данным Минфина, общая сумма внешней задолженности банка превышает $870 млн, из которых $225 млн представляют собой еврооблигационные займы с погашением в 2010 и 2017 годах. К концу августа уже реструктуризировано $116 млн (около 13% внешнего долга). Полностью данный процесс планируется завершить к 15 ноября. К настоящему моменту банку «Надра» не удалось достичь взаимопонимания с держателями своих евробондов, которым были предложены две схемы реструктуризации долга: банк сегодня выкупает бумаги по цене 15% от номинала (фактически инвесторы теряют 85% вложений) либо повышает процентную ставку на 0.25 п.п. и погашает 40% номинала в 2015 году (потери инвесторов составляют около 60% вложенных средств). Кредиторы настаивают на полном погашении еврооблигаций. Тем не менее, как отмечает временный администратор банка, управленческая команда банка полностью контролирует ситуацию и уверена в возможности возвращения вкладов за счет поступлений от погашения кредитов.

Дефолты еврооблигаций стран СНГ в 2009 году

Выпуск	Объем эмиссии, тыс.	Валюта	Вид обязательства	Объем неисполненного обязательства, тыс.	Плановая дата исполнения обязательства
Сибирская Сервисная Компания, 2010 (CLN)	100 000	USD	оферта	100 000	28.03.2009
Еврокоммерц, 2009 (CLN)	5 000 000	RUR	купон	162 500	10.04.2009
Нутринвестхолдинг, 2009 (LPN)	50 000	USD	погашение	50 000	17.04.2009
Rapsod Trade (Группа Gallery), 2013	175 000	USD	купон	8 859	15.05.2009
Санвэй-Груп, 2009 (CLN)	50 000	USD	погашение, купон	52 531	25.05.2009
РБК ИС, 2009 (CLN)	100 000	USD	погашение	100 000	07.06.2009
Маретекс, 2011 (CLN)	150 000	USD	оферта, купон	157 500	19.06.2009
Финанс-Лизинг (ФЛК), 2011 (CLN)	100 000	USD	оферта, купон	104 625	20.06.2009
Финанс-Лизинг (ФЛК), 2013 (LPN)	150 000	USD	купон	7 500	30.06.2009
Ritzio International, 2010 (CLN)	280 000	USD	купон	14 000	27.07.2009
БТА Банк (TuranAlem Finance B.V.), 2015	350 000	USD	купон	14 875	10.08.2009
ИТОГО		USD		615 038	

Украинский банк «Финансы и Кредит» обратился к держателям еврооблигаций на $100 млн, выпущенным Finance&Credit Ukraine B.V., с предложением принять участие в дискуссии о возможном изменении условий погашения. Стало известно и о намерении банка ПУМБ проводить реструктуризацию своих долгов.

Российская корпорация «Казаньоргсинтез» (КОС) до конца года должна реструктурировать почти 28 млрд руб. долга, иначе встанет вопрос о способности компании продолжать регулярную деятельность. Кроме того, КОС нарушил условия выпуска облигаций на $200 млн (срок погашения — в октябре 2011 г.), и их держатели теперь могут предъявить бумаги к выкупу. Два держателя бондов КОС сообщили газете «Ведомости», что пока не требуют досрочного погашения долга, а ждут предложений о его реструктуризации.

ДЕФОЛТЫ

В августе на рынке еврооблигаций стран СНГ был зафиксирован один новый дефолт. По евробондам БТА Банка (TuranAlem Finance B.V.), 2015 не был выплачен 9 купон в размере $14.9 млн в связи с принятием банком решения о временной приостановке выплаты процентов с 22 июля 2009 года. В соответствии параметрами эмиссии, TuranAlem Finance B.V. должно было осуществить выплату данного вознаграждения 10 августа 2009 года.

Продолжается разбирательство по дефолту «Финансовой лизинговой компании» (ФЛК), которая еще с декабря 2008 года не выплачивает купоны по выпуску кредитных нот объемом $100 млн с погашением в 2011 году. Спустя несколько месяцев после дефолта ФЛК так и не предложила никаких условий реструктуризации. В связи с этим в конце июля ВТБ и VTB Bank Austria подали в Лондонский коммерческий международный арбитраж иск к ФЛК о взыскании долга на общую сумму $38.75 млн. Однако эксперты оценивают шансы на успех держателей CLN ФЛК как невысокие, так как даже суммарная стоимость активов компании не покрывает объема всей кредиторской задолженности.

В конце июля 2009 года был объявлен технический дефолт по CLN Ritzio International с погашением в 2010 году, которая не смогла выплатить $14 млн по четвертому купону. В итоге компания так и не расплатилась по обязательствам, однако ей удалось договориться с держателями кредитных нот о шестинедельном моратории.

Всего же с начала 2009 года на рынке еврооблигаций стран СНГ было зарегистрировано 11 дефолтов по выпускам 10 эмитентов на сумму порядка $615 млн.

Мнение

ЕВРООБЛИГАЦИИ: СПОКОЙСТВИЕ, ТОЛЬКО СПОКОЙСТВИЕ

Антон Табах,
старший аналитик,
ИК «Тройка Диалог»

Несмотря на репутацию августа как месяца, на который наложено заклятие, участники рынка провели конец лета в спокойной рабочей обстановке. Хотя большое ралли окончилось, рынок консолидировался на достаточно сильных уровнях и поводы для серьезной коррекции никак не проявили себя.

Глобальные рынки были достаточно стабильны. Долгосрочное беспокойство о состоянии американского бюджета и пониженный интерес к краткосрочным облигациям США и доллару оказались скорее позитивными для бондов развивающихся рынков. Повышенный аппетит к риску пробудил интерес к корпоративным заемщикам, поскольку возможностей для извлечения прибылей на низкорисковых рынках практически не осталось.

В секторе российских облигаций высокие цены на нефть и другое сырье способствовали бодрости духа инвесторов. Большинству отечественных компаний и самой Российской Федерации как суверенному заемщику удается в полном объеме обслуживать свои обязательства. В прошлом месяце даже Украина выплатила всю сумму по своим облигациям с погашением 5 августа. Необходимость некоторой коррекции ковенантов для металлургических компаний стала достаточно очевидной для участников рынка и воспринимается ими спокойно.

Улучшение макроэкономических показателей России, а именно замедление падения производства и несколько лучшее по сравнению с ожидаемым исполнение бюджета, также способствовало спокойному и взвешенному взгляду на рынок. Золотовалютные резервы ЦБ РФ стабилизировались, а заявленная ЦБ политика относительного «бездействия» на валютном рынке будет способствовать поддержанию запасов на приемлемом уровне. Рейтинговые агентства также не совершили ничего заслуживающего пристального внимания. В результате спред по России-30 несколько снизился и стабилизировался в коридоре 350–400 б.п., что является адекватным уровнем на фоне других развивающихся рынков. Российские корпоративные бумаги тоже показали хорошие результаты.

Не произошло существенных изменений и в секторе проблемных долгов. Казахстан продолжил вялотекущий процесс реструктуризации БТА и Альянс Банка, инвесторы в ФЛК продолжают позиционную войну с компанией и российскими властями, ожидая подвижек осенью.

В сентябре-октябре мы ожидаем оживления рынка первичных размещений. Новая волна заимствований будет сопоставима по масштабам с весенней волной размещений и сконцентрирована не только в квазисуверенных, но и, возможно, в самых сильных частных компаниях. Участие в размещениях обещает выгоду для инвесторов, поскольку премия по новым выпускам, скорее всего, будет значительной. Предложение новых бумаг, как мы полагаем, лишь на время исказит ценовую картину на рынке. Металлурги и частные банки, скорее всего, окажутся вдалеке от этого праздника жизни, поскольку инвесторы пока более заинтересованы в разрешении ситуации с ковенантами.