С «ДЗ-Финанс» грозят снять стружку

Иван Макаров

Идея о необходимости небольшого «бодрящего» дефолта для оздоровления рынка корпоративных облигаций все больше и больше овладевает умами участников рынка. Перечень эмитентов, которых в профессиональном сообществе считают потенциальными кандидатами на «вылет», все растет, но при этом на рынке периодически вспоминают и героев давних обсуждений. Так, в середине апреля профучастники снова начали рассуждать о том, насколько велика вероятность дефолта по облигационному займу «ДЗ-Финанс», дочерней структуры ОАО «Усть-Илимский деревообрабатывающий завод», еще в прошлом году попавшего в жернова акционерной борьбы между корпорацией «Илим Палп» и фондом Eastbridge Capital Partners. Причина возобновления еще январских форумных разговоров вполне очевидна: оферта по этому выпуску назначена на 1 июня, а между тем, в середине апреля эффективная ставка доходности к оферте достигала 92.7%. Поневоле задумаешься, нет ли все-таки какого-то зловещего смысла в первых четырех цифрах почтового индекса Усть-Илимского деревообрабатывающего завода (666684 Иркутская обл., г.Усть-Илимск 14, а/я 323).

Облигационный займ «ДЗ-Финанс» незначительным по нынешним меркам объемом в 400 млн руб. был размещен 26 мая 2006 года. Ставки первого и второго купона были определены в размере 11.6% годовых. Организатором выпуска выступил ИБ «ТРАСТ». «ДЗ-Финанс» является 100% дочерней компанией ОАО «Усть-Илимский деревообрабатывающий завод», что находится в Восточной Сибири на севере Иркутской области в городе Усть-Илимске с населением в 100 тысяч человек. Завод, запущенный в 1989 году, рассчитан на производство трехслойных древесностружечных плит для строительства и мебельной промышленности. Погашение займа было запланировано на 23 мая 2008 года.

Вторичные торги по бумаге начались 13 июля 2006 г., и фактически сразу бумага стала торговаться ниже номинала. В период до ноября 2006 г. торги шли примерно по 99.5%, к концу года сделки заключались уже по 99%, а в январе цена упала и вовсе до 97%, впрочем, ликвидности в этот период почти не было, проходили лишь эпизодические сделки. Ликвидность появилась в середине февраля, когда цена бумаг упала до 95%, а потом и до 92% номинала. Отдельные сделки проходили по 91% номинала.

Причиной такого развития событий стал конфликт между фондом Eastbridge Capital Partners, владеющим 50.9% акций Усть-Илимского деревообрабатывающего завода, и корпорацией «Илим Палп», которой принадлежит 49.1% акций предприятия. Последняя предложила фонду продать контроль над заводом, однако Eastbridge Capital Partners отказалась продавать свой актив по обозначенной корпорацией цене. В конце января нынешнего года фонд сделал встречное предложение о выкупе 49% доли корпорации. Тогда «Илим Палп», владеющий ключевым поставщиком завода, развернул кампанию по бизнес-давлению на УИДЗ, воспользовавшись тем, что инфраструктура завода была замкнута на дочернее предприятие корпорации. Лишь в апреле УИДЗ смог освободиться от этой инфраструктурной зависимости и возобновить нормальное функционирование. И хотя на момент сдачи номера два акционера так и не пришли к согласию, цена облигаций двинулась обратно к номиналу — в начале мая сделки проходили уже по 99%. Это косвенно свидетельствует о том, что дефолта, вполне возможно, и не будет. По крайней мере, на рынке пока возобладали именно оптимистические настроения.

СПРАВКА ПО ИНСТРУМЕНТУ

Эмитент, номер эмиссии: «ДЗ-Финанс», 1

Дата размещения: 26.05.2006

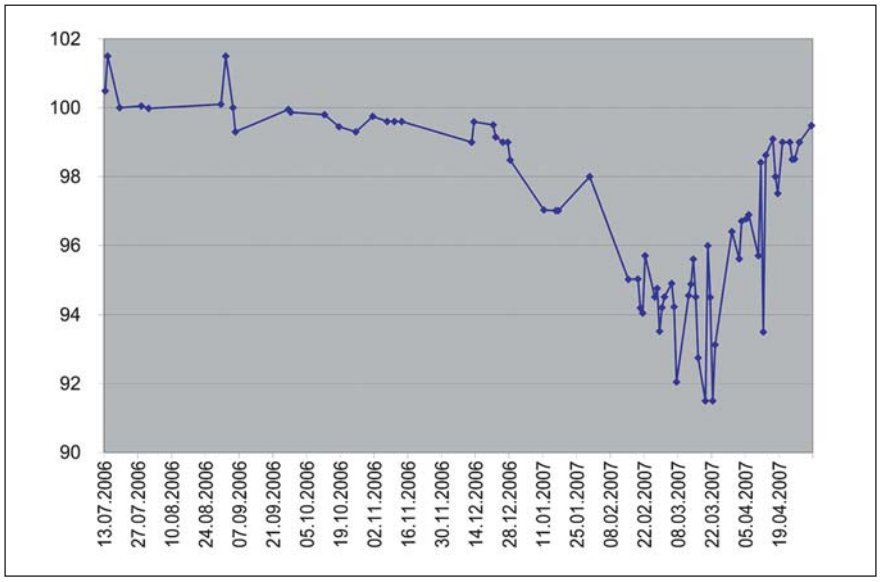
Оферта: 01.06.07, 100

Ставка купона: 1, 2 купоны — 11.6% годовых

Организатор: ИБ «ТРАСТ»

Синдикат: «АЛОР ИНВЕСТ», Банк «ЦентроКредит», «Велес Капитал», «КИТ Финанс», Сургутнефтегазбанк, ФК «Уралсиб»

Динамика цены облигаций «ДЗ-Финанс»



Мнение

Леонид Игнатьев,
кредитный аналитик ИБ «ТРАСТ»

Основной причиной ухудшения финансовых показателей, падения производства и замораживания инвестиционной программы стал конфликт между двумя акционерами УИДЗ — Eastbridge Capital и корпорацией «Илим Палп», разразившийся во втором полугодии 2006 г. Он выразился в блокировке поставок мазута, лесосырья и осушенного воздуха на предприятие компаниями «Илим Палпа». Кроме того, компании «Илим Палпа» прекращали энерго- и теплоснабжение УИДЗ.

Вмешательство в конфликт администрации Иркутской области и представителей ФАС привело к возобновлению поставок лесосырья, воздуха и мазута со стороны УИЛПК. Уже к концу 3 кв. 2006 г. для движения транспорта был обустроен автономный подъездной путь.

За время акционерного конфликта руководство УИДЗ сосредоточило свои усилия на резком снижении сырьевой и инфраструктурной зависимости завода от «Илим Палпа» (в частности, его дочерней компании — УИЛПК). Уже к апрелю 2007 г. УИДЗ, как сообщили нам в компании, завершил программу достижения инфраструктурной независимости от компаний группы «Илим Палп». УИДЗ заключил соглашение на поставку электроэнергии напрямую с ОАО «Иркутскэнерго». Представители Eastbridge Capital Partners сообщили, что УИДЗ вернулся к осуществлению отложенной инвестпрограммы.

Насколько мы понимаем, действия «Илим Палпа» по приостановке бесперебойной работы УИДЗ вызваны желанием выкупить долю фонда Eastbridge Capital Partners в УИДЗ по невыгодной для нынешнего мажоритарного акционера цене. Заметим, что ранее Eastbridge Capital не скрывал, что в будущем собирается продать свой пакет, причем самым вероятным покупателем выступал именно «Илим Палп». По нашему мнению, даже в случае развития событий по неблагоприятному для Eastbridge Capital Partners сценарию (возобновление акционерного конфликта или установление операционного и финансового контроля над УИДЗ со стороны «Илим Палпа») серьезной угрозы владельцам облигаций «ДЗ-Финанс» нет. Если противостояния акционеров УИДЗ возобновятся (первый вариант), хотя вероятность этого значительно снизилась, компания будет обладать достаточным резервом для исполнения своих обязательств по займу даже в случае полной остановки завода. В случае перехода УИДЗ под операционный и финансовый контроль «Илим Палпа» (второй вариант) неисполнение обязательств УИДЗ со стороны группы «Илим Палп» крайне негативно сказалось бы на репутации корпорации, ключевым акционером (50%) которого станет мировой лидер отрасли International Paper.

На фоне острой стадии акционерного конфликта на УИДЗ и создавшегося в связи с этим информационного вакуума котировки выпуска «ДЗ-Финанс» просели почти до 95% в начале 2007 г. На прошлой неделе в результате новостей в СМИ о достижении инфраструктурной независимости УИДЗ от «Илим Палпа» по выпуску «ДЗ-Финанс» появились биды на уровне 97.00–98.00%, а оферы поднялись до 99%.

Мнение

Артем Савко,
руководитель пресс-службы
лесопромышленной корпорации «Илим Палп»

«Илим Палп» не имел отношения к выпуску облигаций и не может гарантировать выплат по этому займу»

Насколько велика, на ваш взгляд, угроза дефолта по данному облигационному выпуску?

К сожалению, несмотря на то что мы являемся законным акционером Усть-Илимского ДЗ, мы не имеем доступа ко всей информации о предприятии. Поэтому оценить перспективы этого займа мы не можем — его выпуск происходил без полноценного обсуждения с нами, и впоследствии мы неоднократно обращали внимание общественности на то, что мы озабочены необходимостью организации займа и целевым использованием этих средств. Создание ООО «ДЗ-Финанс» и ООО «ДЗ-Инвест», выпуск векселей, которые могут привести к банкротству предприятия, вызывают массу вопросов.

Оценить вероятность дефолта мы не можем, но уже заявляли, что в случае возникновения проблем с выплатами мажоритарные акционеры, исходя из их бизнес-практики, могут во всем обвинить нашу компанию. Мы заявляем, что «Илим Палп» не имел отношения к выпуску облигаций и не может гарантировать выплат по этому займу.

Потрачены ли, по вашей информации, средства, привлеченные «ДЗ-Финанс» с помощью выпуска облигационного займа?

У нас нет точной информации на этот счет.

Готова ли ваша корпорация как один из акционеров предприятия, с помощью облигационного займа решившего привлечь деньги с рынка, выделить средства на погашение этого займа и процентов по нему?

Этот вопрос был бы актуален, если бы изначально речь шла о партнерских отношениях и размещение займа было бы согласовано с нашей компанией. Мы предлагали мажоритарным акционерам партнерство, вплоть до реализации совместных инвестиционных программ, а вместо этого они предпочли разместить займы, видимо, не продумав до конца вопрос с их обеспечением. Мы сомневаемся, что в условиях, когда нас до сих пор даже не допускают к информации о деятельности завода, обсуждение вопроса о выделении средств на погашение займа с нашей стороны имеет какой-либо смысл.

Каким образом на сегодняшний момент строятся отношения вашей корпорации с другим крупным собственником УИДЗ?

Мы до сих пор находимся в стадии переговоров.

Насколько велика вероятность того, что дефолт по облигациям будет использован против вашей корпорации вашими противниками в корпоративном споре за этот завод? Что, в связи с такой вероятностью, вы можете официально заявить, и какие действия с вашей стороны возможны в случае подобного развития событий?

Такая вероятность есть, поскольку мажоритарии уже обвиняли нашу компанию в ухудшении финансовых показателей завода. Но надеемся, что дефолта не произойдет, а представители Eastbridge Capital Partners будут более конструктивными и найдут возможность выполнить взятые на себя обязательства без ущерба для бизнес-партнеров и миноритарных акционеров. В свою очередь мы продолжим отстаивание своих законных прав в суде, который уже признал нашу правоту, и действовать, основываясь на цивилизованных принципах ведения бизнеса.

Мнение

Кирилл Голубков,
руководитель пресс-службы
фонда Eastbridge Capital Partners

«На сегодня ликвидные активы с лихвой перекрывают обязательства «ДЗ-Финанс» по оферте»

Насколько велика, на ваш взгляд, угроза дефолта по данному облигационному выпуску?

Возможность дефолта исключена. Помимо того что у предприятия достаточно ликвидности, чтобы удовлетворить оферту, фонд обеспечил кредитные линии от ряда банков на случай необходимости рефинансирования облигационного выпуска.

Собираетесь ли вы, к примеру, использовать дефолт по облигациям «ДЗ-Финанс» как рычаг давления на корпорацию «Илим Палп» в ходе переговоров по продаже ей УИДЗ?

Разумеется, нет. Как уже сказано выше, сама возможность дефолта нами исключается.

Потрачены ли средства, привлеченные «ДЗ-Финанс» с помощью выпуска облигационного займа? Собирается ли компания все же инвестировать их в развитие производства?

Привлеченные от выпуска средства были потрачены лишь в незначительном объеме. Основная доля средств из упомянутой незначительной части была израсходована на реализацию программы по преодолению инфраструктурной зависимости от структур «Илим Палп».

При этом данные расходы были вынужденными и не были запланированы ранее. Сегодня, когда вынужденно инициированная программа реализована, мы говорим о фактическом достижении инфраструктурной независимости.

В условиях нараставшего конфликта с миноритарными акционерами УИДЗ («Илим Палп») мы были вынуждены отложить реализацию инвестиционной программы, заявленной при выпуске облигаций. Выделенные под нее средства были заморожены и размещены на российском финансовом рынке на условиях, достаточных для удовлетворения оферты.

На сегодня ликвидные активы (деньги и эквиваленты) с лихвой перекрывают наши обязательства по оферте. Кроме того, как сказано выше, подведены кредитные банковские линии под рефинансирование облигационного выпуска.

Теперь мы готовы вернуться к осуществлению программы развития, заявленной под выпуск облигаций. Поэтому на сегодняшний день наша задача — пройти оферту с минимальным «заносом» и приступить к осуществлению ранее анонсированной инвестиционной программы.

Насколько сильно ударило противостояние акционеров по финансовому положению УИДЗ?

Определенное негативное влияние есть, но скорее на доходность операций, чем на финансовое состояние УИДЗ. По сравнению с маем 2006 года финансовое положение акционерного общества не ухудшилось. Об этом свидетельствует финансовая отчетность 2006 года.

Каким образом на сегодняшний момент строятся отношения вашего фонда с корпорацией «Илим Палп»?

С обретением инфраструктурной автономии от компаний группы «Илим Палп», а сей факт даже вызвал одобрение с их стороны, мы надеемся на выстраивание нормальных деловых отношений. В совет директоров, состоящий из пяти человек, «Илим Палп» заявил своих кандидатов. В совете, в соответствии с акционерными долями, могут быть представлены два человека от «Илим Палп». На вторую половину июня намечено общее собрание акционеров. При этом стабильность операций УИДЗ более не зависит от структур «Илим Палп». Поэтому с поправкой на реалии сегодняшнего рынка мы будем работать над тем, в чем нам чинились препятствия в течение прошлого года.

Ведете ли вы переговоры о продаже УИДЗ корпорации «Илим Палп»? На какой стадии находятся данные переговоры?

Не секрет, что «Илим Палп» пытается сформировать совместный бизнес с International Paper. Сейчас в Федеральной антимонопольной службе РФ находится ходатайство «Илим Палп» на одобрение данной сделки. Это чрезвычайно важный этап для них, как и для целлюлозно-бумажного сектора в целом. Очевидно, что эта сделка отнимает массу времени и энергии. Если у них появится желание купить УИДЗ по справедливой стоимости — они придут и сделают соответствующее предложение.

Как было сказано выше, предприятие обрело инфраструктурную независимость. Но почти половину необходимого сырья, так называемых «лиственных балансов», завод по-прежнему закупает у структур «Илим Палп» по ранее навязанным и частично завышенным ценам. Теперь управленцам УИДЗ стоит подумать, а стоит ли вообще закупать балансы у «Илим Палп»? Ведь у независимых поставщиков сырье стоит в два, а то и в три раза дешевле. Вот вам и увеличение нормы внутренней прибыльности операций! А в такой ситуации и при такой доходности, как нам представляется, можно и не торопиться с выходом из данного проекта.

Мнение

Иван Манаенко,
начальник отдела анализа долгового рынка
ИК «Велес Капитал»

Относительно высокая доходность займа «ДЗ-Финанс» (доходность первого купона данного выпуска была определена уровне 11%) изначально вызвала интерес к данной бумаге со стороны управляющих компаний. Как правило, данный тип инвесторов покупает облигации до погашения. Принимая же во внимание, что размер самого займа был всего 400 млн руб., говорить о его высокой ликвидности не приходилось с самого начала.

Естественно, что как только на рынок просочилась информация о противостоянии Усть-Илимского деревообрабатывающего завода со своим вторым акционером («Илим Палп») торговля бумагами «ДЗ-Финанс» практически приостановилась, а доходность к оферте выросла до 60% годовых.

В настоящее время ситуация ненамного лучше. Появившиеся в начале апреля сообщения о том, что Усть-Илимскому деревообрабатывающему заводу удалось добиться инфраструктурной независимости от группы «Илим Палп», практически не повлияли на рыночную доходность бумаг «ДЗ-Финанс». Более того, они лишний раз подчеркнули, что мирного решения конфликта между двумя акционерами не ожидается.