«Марта Финанс» опровергла апрельские тезисы о скором и неминуемом дефолте

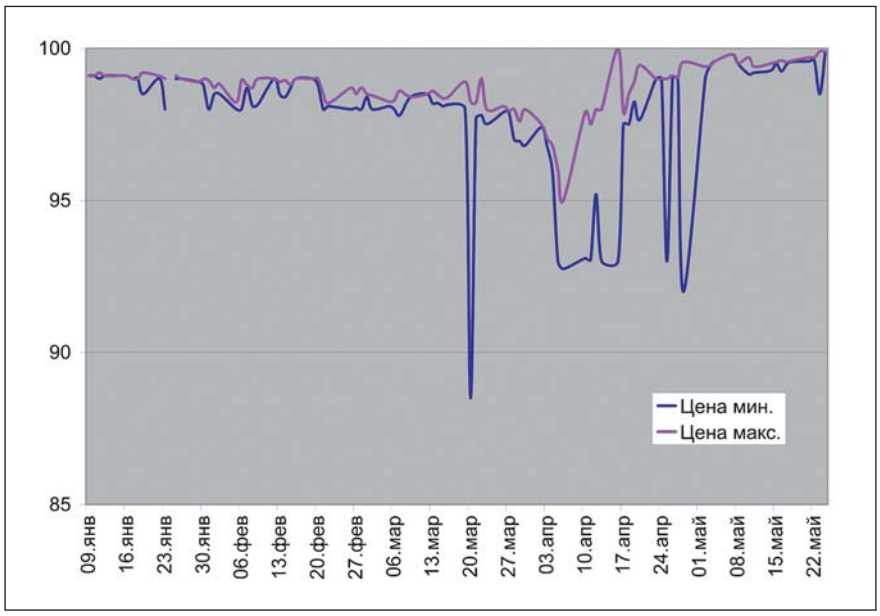
Внешне благополучная ситуация с бумагами тех эмитентов второго и третьего эшелона, которые дали рынку повод сомневаться в надежности, в реальности продолжает оставаться неустойчивой. Как наглядно продемонстрировала история с кратковременным обвалом облигаций «РуссНефти», практически любое сообщение с негативным оттенком, даже содержащее повтор уже давно известной инвесторам информации, может стать поводом для паники на рынке. Поэтому редакция Cbonds Review продолжает рассказ об облигационных выпусках, весной оказавшихся в списке кандидатов на первый в России серьезный корпоративный дефолт. На сей раз речь пойдет об облигационных выпусках холдинга «МАРТА».

Всерьез о трудностях, которые могут возникнуть с погашением долгов холдинга, участники рынка заговорили в марте-апреле этого года, когда цена на облигации «Марты Финанс» резко пошла вниз, упав до уровня в 90% от номинала.

Холдинг «МАРТА» начал работу в 1992 году как компания по производству и продаже мебели. После 1998 года холдинг сосредоточился на продаже отделочных материалов различных западных производителей. А с 2002 года главным стратегическим направлением деятельности компании становится развитие сетей супермаркетов. На сегодняшний момент холдинг развивает розничную торговую сеть BILLA, сеть супермаркетов GROSSMART, сети магазинов аксессуаров и бижутерии Pur Pur и Colours & Beauty, выступает девелопером многофункциональных торговых комплексов, производит упаковочные материалы и занимается дистрибуцией отделочных материалов.

На долговой рынок холдинг вышел в марте 2004 года, выпустив вексельный займ на 270 млн рублей. В конце мая 2005 года холдинг через дочернюю структуру «Марта Финанс» разместил свой первый облигационный займ. Объем этого трехлетнего выпуска составил 700 млн рублей. Ставка полугодового купона была определена на уровне в 14.84% годовых. Организатором выпуска выступил «ИМПЭКСБАНК», соорганизаторами — Банк «Транспортный», ИГ «АТОН», «АК БАРС Банк», ФК «Уралсиб». По состоянию на 24 мая 2007 года средневзвешенная цена бумаг этого выпуска составляла 95.97% от номинала. Второй облигационный займ, на этот раз объемом уже 1 млрд руб., холдинг выпустил в декабре 2007 года. Ставка первого-третьего купонов была определена в 11.75% годовых, уровень 4–8 купона должен определить эмитент. Организатором займа наряду с «ИМПЭКСБАНК» выступил «РОСБАНК». Ведущим соорганизатором стал «Банк Москвы», соорганизаторами — «АК БАРС Банк», Банк «Транспортный», Банк «Российский Кредит». По состоянию на 24 мая 2007 года средневзвешенная цена бумаг этого выпуска составляла 99.88% от номинала. Третий облигационный займ компании объемом 2 млрд руб. и сроком на пять лет был размещен в начале августа прошлого года. Ставка первого-третьего купона была определена на уровне уже 13% годовых. Организаторами этого займа стали «Банк Москвы», «Уралсиб», соорганизаторами — «АК БАРС» и «Альфа-Банк». На 24 мая 2007 года средневзвешенная цена бумаг этого выпуска составляла 96.04 от номинала.

Динамика ценового диапазона облигаций второго выпуска компании «Марта Финанс»



Между тем, в конце марта минимальная цена второго выпуска компании, предусматривающего оферту в июне, составила 88.5% от номинала, после чего цена на эту бумагу стала метаться в диапазоне между 92% и 98% от номинала. Соответственно, временами эффективная доходность к оферте стала зашкаливать за 60% годовых. Минимальная цена первого выпуска «Марты Финанс» в начале апреля достигла 86% от номинала, после чего выпуск торговался в диапазоне 89–96%. Тогда же третий выпуск достиг исторического минимума

в 82% от номинала, после чего опять последовали метания между уровнем 90% и 96% от номинала. Впрочем, к концу мая, после целого ряда позитивных новостей, касающихся развития бизнеса холдинга, цены на облигации «Марты Финанс» существенно поднялись, и показатели доходности этих бумаг перестали быть чем-то сверхъестественным.

По словам эмитента, причиной обвала котировок и последующей сразу вслед за ним волны взволнованных рассуждений на форумах и в аналитических обзорах стал выход из бумаг нескольких крупных инвесторов на фоне того, что «ИМПЭКСБАНК», который после его превращения в составную часть группы Райффайзен покинула команда из инвестиционного блока, якобы перестал выполнять функции маркет-мейкера. Именно поэтому на малоликвидном рынке облигаций компании возникли панические настроения, которые не смогла переломить даже публикация аналитическим управлением «Уралсиба» подробного отчета о том, каким образом и за счет каких средств «МАРТА» собирается гасить

Мнение

Алексей Линьков,

вице-президент по инвестиционной политике холдинга «МАРТА»,
генеральный директор ОАО «РТМ»

«ОБЪЕКТИВНЫМ ФАКТОРОМ РИСКА ОБЛИГАЦИЙ «МАРТЫ ФИНАНС» ЯВЛЯЕТСЯ ИХ НЕДОСТАТОЧНАЯ ЛИКВИДНОСТЬ»

Насколько на сегодняшний момент велика угроза дефолта по облигациям компании «Марта Финанс»?

Никакого дефолта по облигациям «Марты Финанс» не предвидится. Компания планирует в полном объеме и надлежащим образом исполнить все обязательства как по оферте, так и по практически совпадающим по дате с офертой купонным выплатам. «МАРТА» продолжает активное развитие, операционные показатели группы демонстрируют двухкратный годовой рост. Растет стоимость имеющихся в собственности активов, рентабельность по одному из основных направлений бизнеса — ритейлу — лежит в верхних границах рыночного диапазона.

Чем, на ваш взгляд, были вызваны панические умонастроения инвесторов весной этого года? Имели ли они какие-либо объективные основания, и если да, то разрешены ли вашим холдингом на сегодня эти объективные проблемы или угроза новых волнений на рынке в отношении ваших бумаг сохраняется?

«МАРТА» представляет собой инвестиционный фонд, инвестирующий в два органично дополняющих друг друга основных сегмента бизнеса — ритейл и девелопмент. По мнению инвесторов и аналитиков рынка, «МАРТА» имеет достаточно «сложную» юридическую структуру, затрудняющую адекватную оценку бизнеса, что, в свою очередь, приводит к недостаточному изучению компании и порождению разнообразных слухов.

При этом следует отметить, что компания своевременно информировала инвестиционное сообщество о наиболее значимых и существенных изменениях, происходящих в рамках юридической и финансовой реструктуризации.

Объективным фактором риска облигаций «Марта Финанс» являлась (и является) их недостаточная ликвидность. Как и большинство других облигаций средних по масштабам эмитентов второго эшелона, облигации «МАРТЫ» были размещены крупными пакетами в портфели инвесторов, толерантных на тот момент к такому уровню риска (на волне ажиотажного поиска повышенной доходности). Этот фактор, безусловно, сыграл негативную роль в период, когда на рынке возникли проблемы с рублевой ликвидностью и снижение интереса к бумагам эмитентов второго эшелона. В этой ситуации часть инвесторов оказалась перед необходимостью выхода из бумаг «Марты Финанс». При отсутствии достаточного спроса они просто обрушили рынок своими котировками. Драматизма ситуации добавило то, что в связи с продажей «ИМПЭКСБАНКА» последний фактически устранился от функций маркет-мейкера, и эмитент был вынужден формировать систему поддержки рынка своими силами с нуля. В результате неуправляемый рост доходности спровоцировал нервозность инвесторов, это, в свою очередь, — интерес аналитиков. После вступления в игру новой системы поддержки вторичного обращения ситуация постепенно стала стабилизироваться.

На наш взгляд, разговоры о дефолте и большой долговой нагрузке как раз были спровоцированы ростом доходности, а не наоборот, так как до начала роста доходности никаких заявлений в публичных источниках о проблемах в «МАРТЕ» не было — только реляции об очередных проектах... Когда же начался рост доходности, некоторые из аналитиков, конечно, не удержались застолбить себе промоушн на объекте всеобщего интереса.

Вы по-прежнему ожидаете, что для досрочного выкупа будет предъявлено примерно 60% от общего объема облигационного займа?

Вне зависимости от объема предъявленных к оферте бумаг компания сформировала достаточные резервы для исполнения обязательств в полном объеме. Следует отметить, что «МАРТА» всегда и в установленные сроки исполняла имеющиеся обязательства.

За счет чего ваша компания намерена погашать предъявленные долговые обязательства? Будут ли использованы для этого средства, которые холдинг выручил за счет сделки с банком «КИТ Финанс»?

Компания будет исполнять свои обязательства за счет собственных средств, а также за счет предоставленного финансирования со стороны финансовых партнеров «МАРТЫ». Сделка компании с «КИТ Финансом» не имеет отношения к обслуживанию облигационного долга и является сделкой по вхождению инвестора в капитал ОАО «Pur Pur». Средства, полученные от «КИТ Финанса», будут направлены на дальнейшее развитие сети бижутерии и аксессуаров Pur Pur.

Каковы ваши планы по дальнейшей работе на рынке облигационных заимствований? Планируете ли вы размещать новые облигационные займы? Если да, то когда и на какую сумму?

«МАРТА» планирует обслуживать текущие займы и исполнять по ним свои обязательства в полном объеме. В планы не входит размещение новых займов. Работа по привлечению капитала изменяется в сторону привлечения акционерного капитала (например, прошедшее IPO ОАО «РТМ» и привлечение private equity инвестора в ОАО «Pur Pur»).

облигации, которые будут предъявлены к погашению в июне этого года. Впрочем, как в случае и с другими «кандидатами на дефолт», позитивный настрой среди инвесторов все же возобладал, и к середине мая участники рынка окончательно успокоились. Во многом это произошло благодаря оперативной отладке финансовыми партнерами «МАРТЫ» поддержки вторичного обращения облигаций. Однако не менее важную роль сыграли и позитивные новости холдинга, о которых его руководство сразу же поспешило известить финансовую общественность. Так, в середине апреля холдинг объявил о продаже блокирующего пакета акций своей сети Pur Pur инвестиционному банку «КИТ Финанс» с целью ускорения развития этого бизнес-направления. Практически тут же девелоперская компания РТМ, входящая в холдинг «МАРТА», сообщила о получении кредитных линий на общую сумму свыше 5 млрд рублей, в том числе 3.7 млрд рублей от Сбербанка. Под давлением этих новостей вялое предпраздничное обсуждение «мартовской» темы на форуме Cbonds окончательно угасло. Судя по всему, в обозримом будущем ни один здравомыслящий участник рынка не будет повторять апрельские тезисы о возможности дефолта по облигациям «МАРТЫ».

Мнение

Михаил Галкин,
директор отдела анализа
рынка облигаций «МДМ-Банка»

Насколько вероятен, по вашему мнению, на сегодня дефолт по облигациям компании «МАРТА»?

На наш взгляд, риск дефолта по облигациям «МАРТЫ» сейчас незначителен. Мы оцениваем его на уровне 6–8%, т.е. в терминах «справедливых» спредов — в 600–800 б.п.

Каковы были причины падения цен на облигации компании «Марта Финанс»? Разрешены ли проблемы, которые на некоторое время вызвали это падение? Возможны ли новые «провалы» — по аналогии с компанией «РуссНефть», облигации которой резко упали в цене после возникновения информационного повода, касающегося событий, которые, казалось бы, уже многократно были обсуждены и оценены участниками рынка?

Мы полагаем, что падение котировок облигаций «МАРТЫ» было в значительной степени техническим. Как мы указывали в нашем специальном обзоре по Distressed Debt от 12 апреля 2007 г., для российского рынка облигаций такое поведение цен достаточно характерно. Ключевые участники рынка — российские банки — торгуют облигациями в рамках лимитов, установленных отдельно на каждого эмитента. В ситуации, когда при размещении эмитент заполняет своими облигациями все доступные на рынке лимиты (для выпусков третьего эшелона это наиболее характерно), любые продажи, даже без какого-либо информационного повода, могут приводить к глубокому «проседанию» котировок (которое, кстати, может само по себе провоцировать дальнейшие продажи). С облигациями «МАРТЫ» произошло примерно это. В начале марта холдинг опубликовал управленческую отчетность по итогам 2006 г. Как следовало из нее, уровень долговой нагрузки компании на отчетную дату был очень высоким. Однако, насколько мы понимаем, участники рынка и до этого знали, что компания ведет очень агрессивную финансовую политику, а показатели покрытия долга у «МАРТЫ» всегда выглядели очень слабо. Так или иначе, похоже, что один из крупных держателей решил сократить свою позицию в облигациях компании, и это привело к достаточно драматичному снижению котировок (на 7–11 п.п. в зависимости от выпуска).

Каким образом развивались торги облигационными выпусками компании «МАРТА» в апреле-мае? Как, по-вашему, дальше будет развиваться ситуация с этими бумагами?

Успешные сделки холдинга по привлечению капитала в свои ключевые проекты (IPO девелоперской «дочки» РТМ и небольшая частная сделка по привлечению инвестора в розничный проект Pur Pur), а также, вероятно, действия компании по открытию в банках новых лимитов способствовали восстановлению котировок облигаций. Короткий выпуск «Марта Финанс»-2 с офертой в июне восстановился практически до номинала. Котировки первого и третьего выпусков к 25 мая превысили отметку в 97.00.

Имела ли своей целью недавняя сделка этой компании с инвестиционным банком «КИТ Финанс» (относительно сети Pur Pur) получение средств для исполнения своих обязательств?

Насколько мы понимаем, указанные выше equity-сделки проводились не с целью поиска средств для рефинансирования облигаций. В обоих случаях средства будут направлены на развитие бизнеса — РТМ и Pur Pur соответственно. В то же время, эти сделки, во-первых, подтвердили инвестиционную привлекательность активов «МАРТЫ», а во-вторых — повысили их ликвидность. Так, например, рыночная стоимость доли «МАРТЫ» в РТМ (около 36%), исходя из котировок, на конец мая составляла около 120 млн долл. По нашим представлениям, основная часть этого пакета акций свободна от залога и может быть использована в качестве обеспечения по новым кредитам в том случае, если у компании возникнут проблемы с беззалоговым рефинансированием облигаций. Мы предполагаем, что и другие проекты «МАРТЫ» — в частности, продуктовая розничная сеть GROSSMART — представляют собой достаточно ценные активы, которые в случае необходимости могут быть проданы или использованы в качестве обеспечения.

Будет ли, по вашему мнению, востребован на рынке новый облигационный займ этой компании, если данный эмитент решится на такой шаг? И если да, то какая доходность может показаться интересной участникам рынка, заставить их пренебречь возможными рисками?

Мы считаем, что выход «МАРТЫ» на рынок с новыми облигационными выпусками вполне возможен. Для этого необходимо выполнение двух условий: во-первых, восстановление котировок первого и третьего выпусков по меньшей мере до номинала и их стабилизация на этих уровнях на какое-то время; во-вторых, увеличение прозрачности и более четкая коммуникация «МАРТЫ» с инвестиционным сообществом относительно дальнейшей стратегии и финансовой политики холдинга.