Полку «рисковых» прибыло

Иван Макаров

Не успел рынок прийти в себя после череды весенних скандалов, поставивших под сомнение платежеспособность сразу нескольких компаний, в первую очередь «РуссНефти», как в августе в числе резидентов территории риска оказалось сразу три крупные корпорации. Но если дело компании «Евросеть» получило широкий резонанс, а перспективы ее облигаций были подробно и неоднократно проанализированы в прессе, то обсуждение надежности бондов компании «МИАН» и группы компаний «ПРОТЕК» происходило лишь на специализированных форумах, к сожалению, не отличаясь при этом особой содержательностью. Редакция Cbonds Review решила восполнить этот пробел, заодно дав возможность упомянутым эмитентам донести до инвесторов свою точку зрения на происходящие на рынке события.

Первой из упомянутой тройки корпораций на «рисковые земли» перебралось ЗАО «МИАН». В конце июля в средствах массовой информации, в частности, в газете «КоммерсантЪ», появилась информация о признании Арбитражным судом Москвы законными налоговых претензий к компании на общую сумму 1 млрд руб. Арбитражный суд Москвы решил, что компания уклонялась от уплаты налогов с помощью схемы, в рамках которой МИАН принимала от клиентов в оплату за права на квартиры в новостройках не денежные средства, а векселя. Такие вексельные схемы не являются чем-то экстраординарным. По оценке участников строительного рынка, чуть ли не половина всех продаж строящегося жилья в Москве так или иначе осуществляется на сегодняшний момент с использованием векселей, поэтому тяжба МИАНа с налоговиками сразу получила статус показательного процесса, который должен заставить строителей отказаться от схем, получивших свое распространение после вступления в силу закона о долевом участии в строительстве жилья. Несколько дней котировки облигаций «МИАН-Девелопмент» продержались на прежнем уровне в 99.55 от номинала, что соответствовало 13.3% годовых к оферте. Однако в конце первой декады августа они начали медленно проседать. 9 августа при обороте в 4.6 млн руб. минимальная цена этих бумаг снизилась до 97.75, 13 августа — при обороте в 5.1 млн руб. — достигла уже 97, а 14 августа, в последний день, когда на рынке наблюдалась более-менее значительная активность и оборот бумаг компании составил 2.6 млн руб., минимальная цена облигаций «МИАН-Девелопмент» достигла 96.5% от номинала, что соответствовало эффективному показателю доходности к оферте в 16.37%. В дальнейшем при сравнительно небольших оборотах и единичных сделках цена на бумаги компании держалась на уровне 96, при этом 24 августа протестировав отметку в 94, что соответствует эффективной доходности в 18.84% годовых.

Напомним, что трехлетний облигационный займ ЗАО «МИАН-Девелопмент» объемом 2 млрд руб. был размещен 6 марта нынешнего года. Займ предусматривает полугодовой купон и полуторагодовую оферту. Первый, второй и третий купоны были зафиксированы на уровне 12.37% годовых, четвертый-шестой купоны будет определять эмитент. Организатором займа выступил РОСБАНК, соорганизаторами — Абсолют Банк, МДМ-Банк, Банк «Российский кредит». Соандеррайтером стал Уральский банк реконструкции и развития. Поручителями по займу выступили ЗАО «Компания СтройТехСервис», ООО «ОЛДФИН», ЗАО «Перспектива», выступающие в качестве инвесторов по ключевым проектам группы «МИАН». Первый купон компания должна выплатить 4 сентября (см. информацию ниже).

Однако, вне зависимости от своевременности выплаты инвесторам купонного дохода, в ближайшее время облигации «МИАН-Девелопмент» вполне могут стать объектом весьма агрессивной спекулятивной игры «на понижение», тем более что ФНС не скрывает своих планов взяться и за других участников строительного рынка, использовавших вексельные схемы, что наверняка добавит нервозности инвесторам и отразится на бумагах всех эмитентов, представляющих отрасль жилищного строительства. Если при таком развитии событий компания

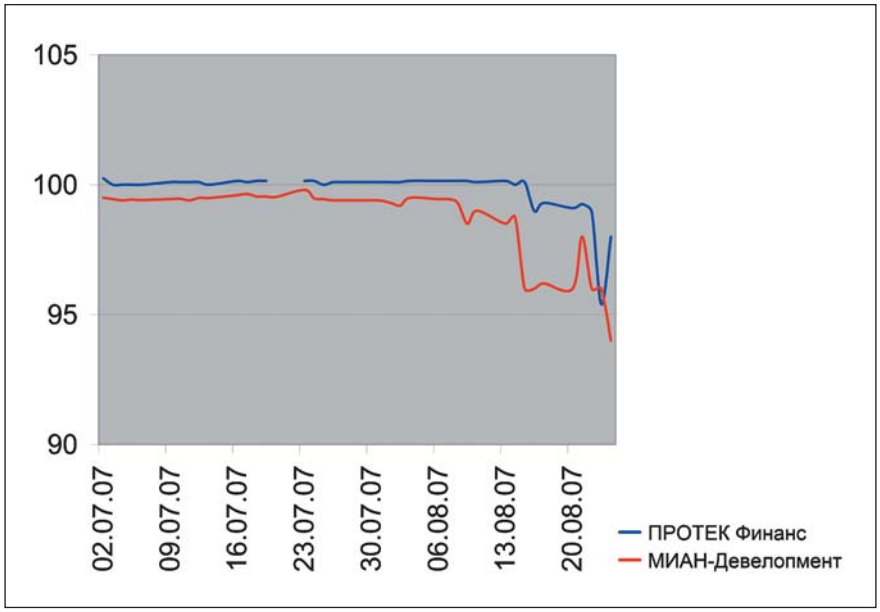
4 сентября 2007 года ЗАО «МИАН–Девелопмент» в полном объеме осуществило выплату 1 купона по своему облигационному займу в размере 123.36 млн руб. На одну облигацию номиналом 1 тыс. руб. было выплачено 61.68 руб., исходя из ставки первого купона в 12.37% годовых.

не будет стараться по примеру своих коллег-эмитентов поддерживать рынок собственных долговых бумаг, игнорируя потери части инвесторов, очевидно, что в дальнейшем ей будет сложно рассчитывать на привлечение денежных средств на облигационном рынке по ставке в 11% годовых, которая так привлекает руководство компании, даже при самой благополучной мировой и внутрироссийской конъюнктуре.

В середине августа в очередной скандал оказалась втянута группа компаний «ПРОТЕК». 15 августа следователи Генеральной прокуратуры РФ задержали ее президента Виталия Смердова в качестве подозреваемого по делу о взятках в Федеральном фонде обязательного медицинского страхования, расследование которого началось еще в ноябре прошлого года. Все это время господин Смердов, как и руководители некоторых других фармацевтических компаний, являлся свидетелем по этому делу и несколько раз давал показания следователям прокуратуры. Однако после очередного допроса ему было предъявлено обвинение в даче взятки. Уже на следующий день, 16 августа, Басманный суд столицы санкционировал его арест. В тот же день пресс-служба ЗАО ЦВ «ПРОТЕК» распространила заявление о том, что в отношении Виталия Смердова «допущена ошибка» и что он не мог вести никакую противозаконную деятельность. А 23 августа компания «ПРОТЕК» опубликовала письма в поддержку господина Смердова от компаний-партнеров и профессиональных ассоциаций.

Группа компаний «ПРОТЕК» выпустила облигационный заем посредством создания дочерней компании — ООО «ПРОТЕК-Финанс». Объем пятилетнего займа, полностью размещенного этой компанией 8 ноября прошлого года, составил 5 млрд руб. Ставка первых шести полугодовых купонов составила 8.9% годовых, размер седьмого-десятого купонов определит эмитент. Оферта намечена на ноябрь 2009 года. Организаторами займа выступили Райффайзенбанк Австрия и «Ренессанс Капитал». Андеррайтерами стали Morgan Stanley Bank, Deutschebank, Ситибанк, ММБ, Коммерцбанк (Евразия), Банк «СОЮЗ», Абсолют Банк, ВТБ-24, ИГ «КапиталЪ», РОСБАНК, «Тройка Диалог». Соандеррайтерами выступили ABN Amro Bank и Еврофинанс Моснарбанк. Поручителями по займу выступают ОАО «ПРОТЕК» и ЗАО ЦВ «ПРОТЕК».

Динамика цены Ask на облигации ООО «ПРОТЕК-Финанс» и ЗАО «МИАН-Девелопмент» с 1 июля по 24 августа 2007 года



В общем и целом рынок спокойно воспринял известие об аресте главы «ПРОТЕКа». 17 августа облигации продавались по 99.3% от номинала, при этом дневной оборот составил около 6.9 млн руб., тогда как в конце июля бумаги уходили по номиналу. Причем и 20, и 23 июля был зафиксированы две сделки в день общим объемом 250 млн руб. После этого цена облигаций сперва снизилась до 99.65, а затем вновь вернулась обратно, даже чуть превысив номинал. 1 августа было проведено 6 сделок на общую сумму 243.4 млн руб., причем цена облигаций «ПРОТЕК-Финанс» достигла 100.1. Именно по этой цене на следующий день прошли две сделки общим объемом 107.4 млн руб. Следующий пик торгов пришелся на 6 и 7 августа. В первый день в пределах 100.08–100.1 было зафиксировано 6 сделок объемом 150.2 млн руб., во второй день всего одна — зато сразу на 180.2 млн руб.

Во второй половине августа таких объемов торгов больше не наблюдалось. 24 августа при дневном обороте в 90 тыс. руб. и двух сделках минимальная цена бумаг составила 89% от номинала, что соответствует доходности к оферте в 15.43% годовых. Однако облигации быстро нашли поддержку со стороны некоторых участников рынка — в два последующих дня заключалось по одной сделке одного и того же объема — 9.85 млн руб. Цена на облигации в рамках этих двух торговых «сессий» составляла 98.5 от номинала, что соответствует эффективной доходности к оферте в 9.9% годовых. Нельзя не отметить, что, как и в случае с бумагами «МИАН Девелопмент», в отношении облигаций «ПРОТЕК-Финанс» явно наметились действия, направленные на существенное снижение цены бумаг компании, создание определенной паники и ситуации массовой продажи бумаг. Иллюстрацией этих действий спекулятивно настроенных игроков является хотя бы спред, возникший 24 августа между доходностью облигаций к оферте по цене покупки и аналогичной доходностью по цене продажи. Этот спред составил 10 процентных пунктов, что еще месяц назад могло показаться дикостью. Впрочем, в случае с «ПРОТЕКом» играть на понижение, судя по всему, будет сложнее. По крайней мере, на момент написания этого текста цена облигаций «ПРОТЕК-Финанс» удержалась на уровне в 98 от номинала.

Мнение

Марина Губанова,

генеральный директор
ЗАО «МИАН»

Насколько велика вероятность дефолта по облигациям вашей компании?

Нулевая. Активы компании на сегодняшний день намного больше, чем предъявляемые налоговыми службами долговые обязательства.

Что явилось причиной того, что цена на облигации вашей компании в середине августа снизилась до уровня в 96% от номинала, что соответствует доходности в 17.4% годовых к оферте?

Прежде всего, сообщения в СМИ о претензиях налоговых органов.

Насколько серьезно повлияют на финансовое положение вашей компании претензии со стороны налоговых органов? В некоторых СМИ была опубликована информация, что сумма претензий составляет более 1 млрд руб. Насколько верна данная информация?

Информация верна. Влияние претензий несущественное.

Поддерживает ли ваша компания каким-либо образом (например, через организаторов займа) котировки своих облигаций?

Нет, так как это запрещено законом.

Какова была на 15 августа этого года общая долговая нагрузка вашей компании?

Около 30% от стоимости активов группы, что является приемлемым для нашей отрасли.

Каковы планы вашей компании по дальнейшему развитию на рынке?

В планах развития группы — дальнейшее наращивания активов компании, повышение качества всех предоставляемых рынку недвижимости услуг в сферах девелопмента, консалтинга, управления объектами, риелторского бизнеса и др.

Благодаря расширению своих компетенций, группа осваивает новые направления бизнеса, связанные с объектами недвижимости и оказанием услуг в сфере недвижимости. И в жилых, и в офисных зданиях, многие из которых представляют собой объекты премиум-сегментов, реализованы сложные инженерные решения, в том числе с использованием техники последнего поколения, которые предполагают качественно иной подход к управлению недвижимостью. Наличие в структуре группы эксплуатирующей компании «МИАН-Сервис» является гарантией соблюдения заложенных проектом стандартов после ввода объектов ГК «МИАН» в эксплуатацию. «МИАН-Инфо» обеспечивает объекты группы качественными телекоммуникационными услугами.

Группа видит свое развитие и в ряде непрофильных бизнесов. Так, уже было объявлено о начале реализации программы развития нового бизнес-направления, ориентированного на оказание качественных услуг в сфере фитнеса. В рамках данной программы идет продвижение торговой марки TERRASPORT, а также развитие и управление сетью фитнес-клубов на базе собственных объектов.

Предусматривают ли эти планы новые заимствования, в том числе и на облигационном рынке? По какой ставке ваша компания рассчитывает привлекать денежные ресурсы?

Компания постоянно развивается и расширяет проектный портфель, поэтому возможно, что новые заимствования будут. Сейчас средняя ставка по кредитам находится на уровне 11%, мы стремимся снижать ставки кредитования, а также постоянно ищем новые формы и источники финансирования, например, одним из таких источников в форме публичного заимствования стал для нас облигационный займ.

Мнение

Михаил Галкин,

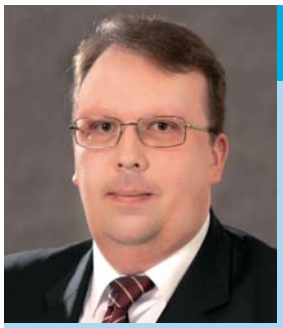
директор
отдела анализа
МДМ-Банка

Выпуск «ПРОТЕК-Финанс», насколько мы знаем, был размещен среди достаточно широкого круга инвесторов, в том числе иностранных. Выпуск же «МИАН Девелопмент», судя по всему, разошелся среди небольшого синдиката банков. В обоих случаях плохие новости стали появляться вскоре после размещения, то есть истории «нормальных» торгов почти не сложилось. В обоих случаях «свободных» лимитов и/или желающих приобрести бумагу после появления плохих новостей было очень немного.

Что касается «кредитных» перспектив, то, на мой взгляд, шансы на благополучный исход у кредиторов «ПРОТЕКа» вполне приличны. Эта компания достаточно прозрачна и сильна с точки зрения долговой нагрузки. Если говорить о реальном влиянии скандала с дополнительным лекарственным обеспечением и ареста главы компании на финансовый профиль «ПРОТЕКа», то мы предполагаем — отчетность компании за 2006 год по МСФО пока не опубликована, — пока речь идет лишь о росте дебиторской задолженности. Если «ПРОТЕК», как и декларировалось в материалах к размещению, смог перенести рост этой задолженности на поставщиков, то есть увеличил кредиторскую задолженность, то фактически прямое кредитное влияние этих событий можно оценить как близкое к нейтральному. Если же оборотный капитал компании резко вырос из-за проблем с ДЛО, то, вероятно, выросла и долговая нагрузка. Цена вопроса в данном случае, по нашим оценкам, составляет $150 млн. Финансовые «метрики» компании достаточно сильны, чтобы выдержать подобное увеличение. «ПРОТЕК» достаточно уверенно развивает розничное направление бизнеса (сеть аптек), которое позволяет компании диверсифицировать бизнес-риски. Развитие розницы тоже требует увеличения долга, но это достаточно ликвидные активы, которые компания в случае реализации стресс-сценария сможет продать.

Подводя итог, я думаю, что пока у кредиторов нет действительно серьезных поводов говорить о резком ухудшении платежеспособности «ПРОТЕКа».

Что же касается МИАНа, то здесь история более неприятна, так как компания получила сравнительно большие налоговые претензии, и существует риск появления новых претензий. Кроме того, речь идет о непрозрачной с финансовой точки зрения группе компаний со сравнительно небольшими денежными потоками, основная кредитная сила которой сконцентрирована в обширном портфеле недвижимости, в значительной степени уже заложенном банкам. В этой ситуации для держателей облигаций как необеспеченных кредиторов риски, на мой взгляд, действительно высоки.



Мнение

Тимофей Прокопов,

Вице-президент по финансам и инвестициям
ОАО «ПРОТЕК»,
генеральный директор
ООО «ПРОТЕК-Финанс»

Насколько велика вероятность дефолта по облигациям вашей компании?

Нет никаких оснований говорить о дефолте. ООО «ПРОТЕК-Финанс» уверенно выполняет все финансовые и инвестиционные обязательства. Основная компания Группы — ЦВ «ПРОТЕК» — работает в прежнем режиме, поставки лекарственных средств идут по ранее запланированному графику, в том числе в рамках государственных контрактов по программе дополнительного лекарственного обеспечения льготных категорий населения (ДЛО). Оплата поставок осуществляется строго в срок. В преддверии сезонного спроса компания продолжает пополнять товарные запасы.

Насколько серьезно повлиял и повлияет в ближайшем будущем на финансовое положение вашей компании арест генерального директора Виталия Смердова? Насколько серьезно бизнес компании, подобной вашей, зависит от связей и положения первого лица фирмы?

Виталий Леонидович Смердов работает в должности генерального директора ЗАО ЦВ «ПРОТЕК» с начала 2006 г., то есть 1.5 года. Это высокопрофессиональный и опытный специалист. Но деятельность возглавляемой им компании не зависит только от личности руководителя. В компании и в Группе в целом практикуется коллегиальный принцип управления. В настоящий момент все члены Правления ЗАО ЦВ «ПРОТЕК», а также Правления и Совета директоров ОАО «ПРОТЕК» исполняют свои служебные обязанности, находясь на территории РФ. Обязанности руководителя компании в настоящий момент выполняет первый заместитель генерального директора ЗАО ЦВ «ПРОТЕК» Алексей Леонидович Молчанов.

Насколько вероятен сценарий, при котором параллельно с уголовным преследованием топ-менеджмента вашей компании будут предъявлены налоговые претензии самой компании как юридическому лицу? Проводятся ли в настоящее время в вашей компании какие-либо налоговые проверки?

У нас проводились плановые налоговые проверки, которые в настоящий момент завершены. Мы не видим оснований для проведения дополнительных проверок, каким-либо образом связанных с арестом В.Л. Смердова.

Поддерживает ли ваша компания каким-либо образом (например, через организаторов займа) котировки своих облигаций?

Мы не участвуем в скупке собственных облигаций. При этом мы ведем постоянную работу с организаторами займа в области информационного обеспечения.

Каковы планы вашей компании по дальнейшему развитию на рынке?

Стратегия Группы компаний «ПРОТЕК» предполагает повышение стоимости холдинга через укрепление бизнес-цепочки «производство — дистрибуция — розница». Стратегия розничного сегмента предполагает активное расширение сети за счет сочетания органического роста с ростом через слияния и поглощения. Производственный сегмент будет развиваться посредством создания производственных альянсов с ведущими фармацевтическими компаниями и инвестирования в развитие продуктового портфеля производства. В планах Группы — дальнейшее инвестирование в логистические, производственные и торговые мощности, прохождение международного аудита, а также оптимизация издержек за счет внедрения ERP-систем.

Предусматривают ли эти планы новые заимствования, в том числе и на облигационном рынке? По какой ставке ваша компания рассчитывает привлекать денежные ресурсы?

Потенциально мы рассматриваем такую возможность в среднесрочной перспективе. Предполагаемая нами ставка привлечения ресурсов аналогична ставке при первом размещении.

Мнение

Владимир Малиновский,

начальник отдела анализа рынка
долговых обязательств
ИБ «КИТ Финанс»

Как показывает опыт последних лет, комментировать проблемы российских эмитентов всегда непросто. Как правило, в свободном доступе находится минимум достоверной информации, сделать выводы на основании которой зачастую невозможно. Большинство спекулянтов же принимают решение о покупке или продаже «горячих» облигаций, опираясь скорее на слухи либо имеющийся инсайд, что, впрочем, не всегда гарантирует положительный результат.

Основной вопрос в том, что, даже осознавая, в чем именно состоят проблемы компании, к сожалению, не всегда представляется возможным понять, чем на самом деле они вызваны и по какому сценарию будут развиваться события, поэтому инвесторы по мере появления негативной информации пытаются по возможности избавиться от бумаг, а в случае значительного падения их котировок надеются на лучшее.

Что касается рассматриваемых компаний, необходимо отметить, что и «МИАН-Девелопмент», и «ПРОТЕК-Финанс» в настоящее время не стоят перед острой необходимостью погашать свои облигации — ближайшие оферты по займам назначены на конец 2008 и 2009 года соответственно. Поэтому, если сложности компаний не окажутся непреодолимыми, по моему мнению, они предпочтут своевременно обслуживать обязательства, чтобы по урегулированию ситуации сохранить положительную историю на долговом рынке.

О специфических рисках «ПРОТЕКа» инвесторам было известно еще до размещения облигаций, а варианты развития событий активно обсуждались инвестиционным сообществом, в том числе и на форуме Cbonds. Впрочем, я считаю, что несмотря на то что ситуация стала раскручиваться не по самому лучшему для компании и ее генерального директора сценарию, пока говорить об остановке деятельности холдинга или дефолте крайне преждевременно.