Антонина Тер-Аствацатурова

ДЕФОЛТЫ перегрели рынок

ПОСЛЕДНИЙ МЕСЯЦ ДЛЯ РОССИЙСКОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА ВЫДАЛСЯ ПО-НАСТОЯЩЕМУ ЖАРКИМ: ЧЕТЫРЕ ДЕФОЛТА, ТРИ ТЕХНИЧЕСКИХ, ОДИН НАСТОЯЩИЙ. ЭМИТЕНТЫ СРОЧНО ЛАТАЮТ ДЫРЫ В ЛИКВИДНОСТИ, ИНВЕСТОРЫ ВНОВЬ ПЕРЕОЦЕНИВАЮТ РИСКИ. МЕЖДУ ТЕМ, АНАЛИТИКИ НАЗЫВАЮТ В КАЧЕСТВЕ ОСНОВНОЙ ПРИЧИНЫ ЗАЧАСТИВШИХ ДЕФОЛТОВ ТО, ЧТО БАНКИ СТАЛИ АКТИВНО СОКРАЩАТЬ РЕФИНАНСИРОВАНИЕ ПРОБЛЕМНЫХ ЗАЕМЩИКОВ, И ПРОГНОЗИРУЮТ ДАЛЬНЕЙШИЙ РОСТ ЦЕН НА ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА ДЛЯ КОМПАНИЙ ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА.

Сезон технических дефолтов открыл экспортер леса — компания «Миннеско Новосибирск», разместившая свой дебютный заем на 500 млн руб. в декабре 2006 года. В декабре 2007 года компания выкупила по оферте 173 019 бумаг выпуска. Очередная оферта должна была состояться 16 июня. Держатели бумаг предъявили «Миннеско» к выкупу 435 274 облигаций бумаг на общую сумму 435 274 000 руб. В тот же день ЗАО «Миннеско Новосибирск» должно было выплатить инвесторам накопленный купонный доход в размере 33 666 730.80 руб. Но деньги платежному агенту не поступили. «В связи со сложным финансовым положением компании обязательство не было исполнено в срок», — говорилось в официальном сообщении эмитента.

По версии самого эмитента, основной причиной трудностей компании стало повышение пошлины на экспорт необработанной древесины. В своем ежеквартальном отчете за первый квартал 2008 года «Миннеско» отмечает риск повышения пошлины как основной для своего бизнеса. В июле 2007 года вывозные таможенные пошлины были повышены с 6.5% до 20%, в апреле 2008 года уже составляли 25%, а в дальнейшем, в 2009 году, пошлины будут повышены вплоть до запретительных 80%.

Однако, судя по всему, проблемы у компании начались еще в начале этого года — уже по итогам первого квартала выручка основного трейдера группы и эмитента облигационного займа сократилась в 11 раз по сравнению с аналогичным периодом 2007 года и составила всего 89.6 млн руб. против 1 млрд руб. по итогам первого квартала 2007 года. Убыток компании на уровне операционной прибыли составил 24 млн руб., отмечает старший аналитик отдела анализа рынка облигаций Банка Москвы Анастасия Михарская. Даже отчетность по РСБУ «Миннеско» однозначно отражает появившиеся проблемы и указывает на значительное сокращение денежных потоков, генерируемых группой.

Интересно, что после того как эмитент признал технический дефолт, облигации компании торговались в районе номинала еще два дня. Выпуск начал падать в цене лишь 17 июня, а 23 июня сделки проходили уже по цене 85% от номинала. Впрочем, при большом объеме предложения спроса на бумагу на ММВБ сейчас и вовсе нет, отмечает г-жа Михарская.

Трейдер УК «Доход» Александр Степанов рассказал, что в портфеле, которым он управляет, на момент дефолта находились облигации «Миннеско Новосибирск» на 180 тыс. руб. Сейчас там осталось всего 187 бумаг. «Естественно, как только прошло сообщение о дефолте, мы начали «сливать» бумаги. Потери от продажи составили порядка 80 тыс. руб. Укус комара, но неприятно», — говорит он.

Когда истекло семь дней, а денег инвесторы так и не дождались, впрочем, как и внятных заявлений руководства компании, стало ясно, что чистого дефолта рынку не избежать. Впрочем, в банке «ЮниКредит Атон», который выступил организатором выпуска, предполагают, что эмитент все же погасит долг, правда, в какие сроки, никто не знает. «Эмитент говорит, что в настоящее время не располагает суммой для погашения купона и исполнения обязательств по оферте. Сейчас идет распродажа части активов компании», — пожимает плечами директор управления рынков капитала банка «ЮниКредит Атон» Ирма Колдобенкова.

И.о. финансового директора компании «Миннеско Новосибирск» Константин Гилевич в телефонной беседе с корреспондентом Cbonds Review заверил, что компания намерена в 30-дневный срок погасить купон и выкупить предъявленные к оферте облигации.

«Мы сейчас ведем переговоры с брокерской компанией, которая должна выкупить бумаги. Условия сделки обсуждаются, — сказал г-н Гилевич. — Есть еще вариант, что деньги даст акционер, деньги-то у него есть. В любом случае, решение будет приниматься им».

На вопрос, почему же был допущен чистый дефолт по купону, представитель «Миннеско» ответить затруднился: «Таково было решение акционера, возможно, он посчитал, что 33 млн руб. — не такая уж значительная сумма».

После истории с «Миннеско» аналитики в один голос заговорили о том, что новые дефолты — это всего лишь вопрос времени. «Здесь присутствует своего рода эффект «рефлексии», так как снижение аппетита инвесторов к риску ведет к росту системных рисков рефинансирования и может спровоцировать новые дефолты», — высказался в своем обзоре директор отдела анализа рынка облигаций МДМ-Банка Михаил Галкин.

Правда, новый технический дефолт ни для кого неожиданностью не стал. Как и ожидалось, 20 июня пар-

фюмерная сеть «Арбат Престиж» не погасила дебютные облигации SPV-компании на 1.5 млрд руб. (*подробнее см. материал на стр. 29*). Зато уже 23 июня, когда стало известно о проблемах ЗАО «ГОТЭК», недоброе пророчество как будто стало сбываться. Выяснилось, что производитель упаковки «ГОТЭК» не смог расплатиться по оферте с держателями бумаг, которые предъявили к выкупу 1 035 964 облигаций второй серии объемом 1.5 млрд руб. с погашением 18.06.2009. «Обязательство не было исполнено в срок в связи с возникновением временных трудностей с ликвидностью», — в тот же день отчиталось руководство «ГОТЭКа». Факт тем более удивительный для эмитента, который не является новичком на долговом рынке (свой дебютный заем на 550 млн руб. «ГОТЭК» разместил еще в июне 2003 года и успешно погасил бонды в 2006 году). Директор департамента по управлению бизнес-портфелем УК «ГП «ГОТЭК» Владимир Буренков сказал, что проблемы со средствами у компании возникли из-за того, что она строит завод в Петербурге, но в установленный законодательством 30-дневный срок обещал деньги выплатить: «Возможно, купон был ниже ожиданий инвесторов, и они не захотели держать бумагу дальше, а мы не успели вывести из бизнеса необходимую сумму».

Когда 24 июня грянул четвертый технический дефолт, стало казаться, что на рынке и правда случился сбой. Позже выяснилось, что технический сбой действительно произошел — у эмитента. ОАО «Мособлтрастинвест» не смогло вовремя исполнить оферту по выкупу 758 299 ценных бумаг ООО «Мострансавто-Финанс» (облигационный заем ООО «Мострансавто-Финанс» серии 01 объемом 7.5 млрд руб. был размещен 25 декабря 2007 года). Как пояснили в ИФК «РИГрупп-Финанс», выступающей агентом по оферте, в результате технического сбоя денежные средства поступили с опозданием. И хотя на следующий день держатели облигаций получили-таки свои деньги, неприятный осадочек остался. Ведь одно дело, когда технический дефолт случается в третьем эшелоне, и совсем другое, когда проблемы с платежами возникают у так называемого квазисубфедерального заемщика.

Если подвести итог, то пока что решить проблему с прохождением оферты удалось только двум героям июня («Арбат энд Ко», «Мострансавто-Финанс»). Что касается «Миннеско» и «ГОТЭКа», то даже принимая во внимание настойчивые обещания менеджмента обеих компаний, ситуация с их долговыми бумагами по-прежнему остается весьма и весьма неопределенной. Говоря о глобальном влиянии июньских событий, аналитики сходятся в том, что, несмотря на общий «оздоровительный эффект» дефолтов, их наиболее вероятные последствия — рост ставок и ухудшение условий финансирования для третьего эшелона — вряд ли окажутся на руку самим участникам российского долгового рынка.

Мнение

Анастасия Михарская,
старший аналитик отдела анализа рынка облигаций, Банк Москвы

В отличие от ситуации с «Арбатом Престижем», где основной причиной проблем эмитента стал арест владельца компании, и «Миннеско», где бизнес эмитента стал нерентабельным и потерял свою привлекательность в связи с введением пошлин, «ГОТЭК» столкнулся с типичным примером разрыва ликвидности.

По всей видимости, компания посчитала купонную ставку в 13% справедливой, а инвесторы, избалованные премиями и огромным числом первичных размещений, сочли данную ставку непривлекательной. В итоге тех средств, что компания аккумулировала для прохождения оферты, оказалось недостаточно. Насколько мы понимаем, сейчас «ГОТЭК» изо всех сил старается не допустить, чтобы технический дефолт стал натуральным дефолтом.

Между тем, компания разумно не задержала выплату купона, ведь на это отводится всего 7 дней, а чтобы расплатиться по оферте, у «ГОТЭКа» еще будет прилично времени. Утверждать наверняка, что компания исполнит свои обязательства в полном объеме, мы не можем, однако считаем, что у «ГОТЭКа» есть шансы найти деньги на обслуживание оферты до наступления дедлайна.

В принципе, мы согласны с тем, что сказал зампред ЦБ Константин Корищенко, дефолты полезны, они оздоровляют рынок и заставляют инвесторов более рационально подходить к оценке кредитного риска. Возможно, что инвесторы наконец станут более внимательными при отборе инструментов в свои портфели и начнут понимать, что третий эшелон третьему эшелону рознь, а риски некоторых эмитентов не соответствуют доходности, с которой торгуются их облигации. Рынку рублевого долга необходима более точная сегментация эмитентов по кредитному качеству.

Вряд ли рынок будет закрыт для всех эмитентов третьего эшелона, однако действительно проблемные компании не смогут получить здесь бланковый кредит так легко и просто, как раньше.

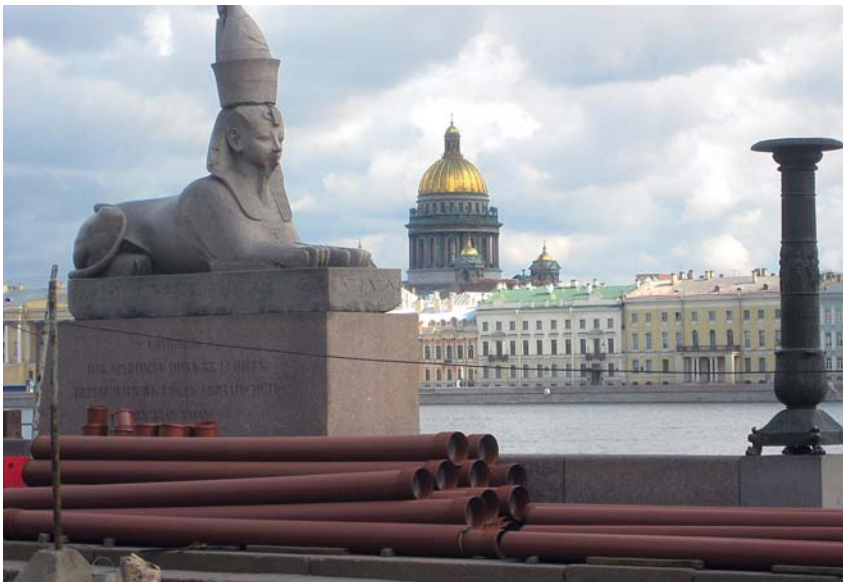
Другая проблема заключается в том, что сложнее станет не только проблемным заемщикам, но и тем эмитентам, которые, например, не могут подтвердить свою кредитоспособность рейтингами агентств или отчетностью МСФО. Эмоциональные инвесторы составляют списки, невольно усложняя эмитентам третьего эшелона и без того непростые условия для рефинансирования. «ГОТЭК» как раз стал примером того, когда компания, явно не относящаяся к сегменту distressed debt, стала вдруг непривлекательна — испугавшись волны дефолтов, инвесторы стали более активно заносить бумаги на оферты.

Можно сделать весьма важный вывод: если раньше эмитенты рефинансировались у российских банков без проблем, то очевидно, что сейчас банки делают это менее охотно, тем самым оставляя проблемных эмитентов наедине с проблемным долгом.

Мы считаем, что основную причину дефолтов как раз следует искать в сокращении рефинансирования со стороны банков, а не, например, в более высоком проценте продаж облигаций эмитентам в ходе оферт.

«РОСПАЙП»: диаметр бизнеса

ЗАО «КОРПОРАЦИЯ РОС» ГОТОВИТСЯ ВЫВЕСТИ НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК СВОИ ОБЛИГАЦИИ. ЭМИТЕНТ БЫЛ ЗАРЕГИСТРИРОВАН 22 ДЕКАБРЯ 2006 ГОДА В РАМКАХ ПОДГОТОВКИ ЮРИДИЧЕСКОЙ СТРУКТУРЫ ГРУППЫ К ОБЛИГАЦИОННОМУ ЗАЙМУ. «КОРПОРАЦИЯ РОС» ЯВЛЯЕТСЯ ХОЛДИНГОВОЙ КОМПАНИЕЙ, ПРЯМО ВЛАДЕЮЩЕЙ ДОЛЯМИ ДОЧЕРНИХ КОМПАНИЙ – ДИСТРИБЬЮТОРОВ ПЛАСТИКОВЫХ ТРУБ ВЕДУЩИХ МИРОВЫХ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ. ПОРУЧИТЕЛЯМИ ПО ОБЛИГАЦИОННОМУ ЗАЙМУ ВЫСТУПАЮТ ООО «РОСПАЙП» (МОСКВА), ООО «РОСПАЙП» (САНКТ-ПЕТЕРБУРГ), ООО «РОСПАЙП ИНТЕРНЭШНЛ» — КЛЮЧЕВЫЕ ОПЕРАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ ГРУППЫ «РОСПАЙП», ОСУЩЕСТВЛЯЮЩИЕ ЗАКУПКИ ПРОДУКЦИИ У РОССИЙСКИХ И ЗАРУБЕЖНЫХ ПОСТАВЩИКОВ И ДИСТРИБУЦИЮ КОНЕЧНЫМ ПОТРЕБИТЕЛЯМ.



«РОСПАЙП» — один из главных игроков на рынке поставок инженерных систем нового поколения. Компания осуществляет поставки корругированных труб для безнапорной наружной канализации из полипропилена, полиэтиленовых труб для водного и газового снабжения, труб для напорной и безнапорной канализации из ПВХ, дренажных труб, пластиковых обслуживаемых и необслуживаемых колодцев, труб и отопительных приборов для внутренних инженерных систем.

Бизнес компании диверсифицирован по товарным направлениям, товарным группам и поставщикам. Головной компанией Группы является ЗАО «Корпорация РОС», осуществляющая функции стратегического управления, определения основных направлений бизнеса и работу по привлечению внешнего финансирования. Поставщиками продукции являются как российские, так и международные производители. Поставки продукции ведутся через сеть филиалов и представительств в городах федерального значения Москве, Санкт-Петербурге и семи федеральных округах РФ.

Текущая бизнес-схема предполагает единственную закупающую компанию в Группе — ООО «РОСПАЙП ИНТЕРНЭШНЛ», генерирующую тем самым большую часть выручки и прибыли и являющуюся балансодержателем всех товарных остатков Группы.

Движение товара идет от поставщиков через «РОСПАЙП ИНТЕРНЭШНЛ» к сбытовым компаниям — «РОСПАЙП» (Санкт-Петербург), «РОСПАЙП» (Москва), «РОСПАЙП Санитари» и др. Таким образом, единственной закупающей компанией Холдинга «РОСПАЙП» выступает ООО «РОСПАЙП ИНТЕРНШНЛ», поручитель по займу, основной балансодержатель товарных остатков, консолидируя тем самым как большую часть совокупных активов Группы, так и операционных показателей (выручки, EBITDA, прибыли).

ИСТОРИЯ ИНТЕРВЕНЦИИ

История группы компаний началась в 2003 году с открытия в Санкт-Петербурге ООО «РОСПАЙП» — первой компании, входящей в структуру холдинга. Основной задачей созданного предприятия являлось продвижение на строительный рынок Северо-Запада новых современных решений для наружных инженерных систем водоснабжения и канализации. В конце 2004 года было принято решение об открытии представительства в Москве. На сегодняшний день ООО «РОСПАЙП Москва» — одна из немногих компаний на рынке, продукция которой одобрена и рекомендована к применению при строительстве и реконструкции муниципальных инженерных объектов столицы. В 2005 году на базе Московского представительства был создан департамент по работе с региональными партнерами. В течение года работы удалось построить отношения с компаниями, которые теперь представляют интересы «РОСПАЙП» в Екатеринбурге, Иркутске, Самаре и Нижнем Новгороде. Новым шагом в региональ-

НА ПРАВАХ РЕКЛАМЫ

Президент Группы Компаний «РОСПАЙП» Бурланков Алексей Александрович постоянно в трубовороте событий большого бизнеса

Основные потребительские качества пластиковых труб:

1. Долговечность.
2. Стойкость к коррозии.
3. Высокая скорость и низкая стоимость прокладки трубопроводов.
4. Невысокие затраты на эксплуатацию.
5. Эластичность материала и высокая механическая прочность.
6. Экологическая безопасность и гигиеничность.
7. Минимальная вероятность последствий гидравлического удара

ном развитии «РОСПАЙП» стало открытие в начале 2006 года собственного представительства в Новосибирске.

В октябре 2006 года начал свою работу филиал Группы компаний «РОСПАЙП» в Магнитогорске. В ближайшей перспективе — открытие новых представительств в основных областных центрах страны.

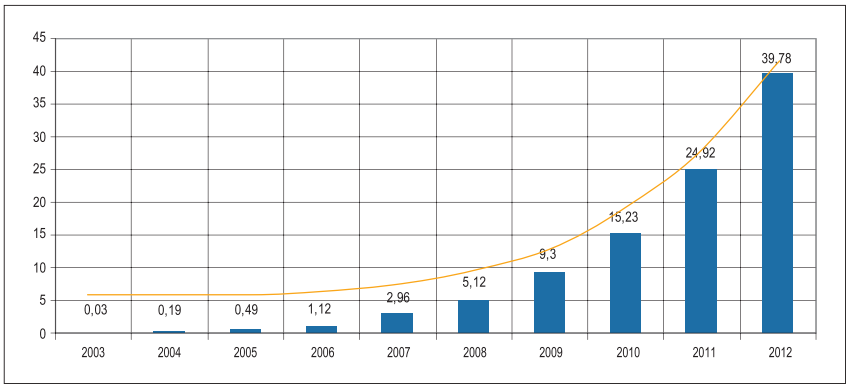
С 2006 года «РОСПАЙП» осваивает рынок внутренних инженерных систем водоснабжения, канализации и отопления. «РОСПАЙП Санитари» предлагает заказчикам и подрядным организациям полный спектр сантехнической продукции — трубы, фитинги, запорную и регулирующую арматуру, отопительное оборудование. В 2007 году Группа продолжила свою географическую экспансию и открыла филиалы в городах Нижний Новгород, Уфа, Иркутск, Ростов, Пермь и Сочи. Все компании Группы контролируются основателем и мажоритарным акционером Алексеем Бурланковым, который также осуществляет операционный контроль.

СПОР ВРЕМЕН: ПОЛИМЕРЫ ПРОТИВ ЧУГУНА

Группа компаний «РОСПАЙП» занимает лидирующие позиции на российском трубном рынке. Основным направлениями деятельность «РОСПАЙП» является оптовая продажа труб и комплектующих из современных материалов для инженерных систем.

По данным менеджмента Группы, «РОСПАЙП» является лидером по темпу роста поставок среди российских оптовых игроков. По итогам 2007 года компания уверенно удерживала одно из лидирующих мест среди российских поставщиков трубной продукции, занимая 7% российского рынка в стоимостном выражении, а по отдельным направлениям продукции — до 15%.

Динамика объемов продаж (млн руб.)



НА ПРАВАХ РЕКЛАМЫ

Динамичному росту компании способствовали благоприятная рыночная конъюнктура и тщательный выбор производителей. Поставщиками компании являются только лучшие западные и отечественные производители, такие как PIPELIFE, KACZMAREK, ДКС, AMITECH ASTANA, DANFOSS, ВЕСТ-ПЛАСТ, HAWLE, FRIATEC, SANEXT и BANNINGER.

Общий позитивный прогноз рынка пластиковых труб вызван высокой степенью износа инженерных систем старого поколения и развитием строительного рынка. На данный момент доля пластмасс в мировом производстве труб превышает 50%, и можно с высокой долей вероятности говорить, что вытеснение конкурирующих традиционно используемых материалов будет продолжаться.

Помимо осуществления деятельности по поставке труб и комплектующих для инженерных систем «РОСПАЙП» предлагает целый спектр услуг, связанных с проектированием систем, согласованием применения современных продуктов в соответствующих инстанциях, обучением подрядных организаций и послепродажным гарантийным обслуживанием.

ЭКСТЕНСИВНЫЙ РОСТ ПРОДАЖ ЗА СЧЕТ РЕГИОНАЛЬНОЙ ЭКСПАНСИИ

В качестве наиболее перспективных менеджмент Группы рассматривает регионы с наибольшим потенциалом роста экономической активности, объема производства и текущих инфраструктурных проектов. Расширение продаж планируется осуществлять за счет расширения поставок по инфраструктурным проектам, жилищному, дорожному, коммерческому и производственному строительству, преимущественно в города с численностью населения более 500 000 человек, как за счет открытия филиалов и прямых поставок, так и за счет покупки более мелких конкурентов.

Локальная затоваренность отрасли производства пластиковых труб, вызванная ярко выраженной сезонностью и интенсивным инвестированием в развитие новых и уже существующих мощностей, в сочетании с высоким уровнем профессионализма в области продаж и широкой клиентской базы создали наиболее благоприятные условия для агрессивного захвата своей рыночной ниши. Компания нацелена на создание эффективной «прослойки» между производителем и конечным потребителем (подрядные организации, муниципалитеты и т.д.).

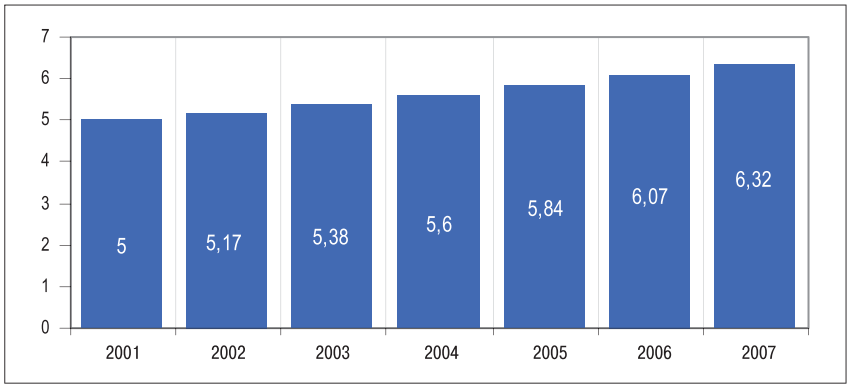
НОВЫЕ ПЛАНКИ

Около 70% средств, полученных от размещения облигационного займа, планируется направить на финансирование развития основной деятельности путем пополнения оборотных средств, увеличения работающего капитала, часть из этих средств — около 150 млн руб. — пойдет и на рефинансирование краткосрочной задолженности Группы.

Оставшуюся долю (порядка 30%) планируется направить на финансирование капитальных вложений: реализацию инвестиционного проекта; дальнейшее развитие логистическо-складского хаба под Санкт-Петербургом, увеличение его мощностей и инвестиции в НИОКР; строительство тестовой лаборатории в Кировске под Санкт-Петербургом.

В настоящее время Группа приступила к реализации проекта. На площади 12 гектаров будет построен терминал для хранения и перевалки труб, а также экспериментальная линия по их исследованию. В соответствии с принятой в компании стратегией развития, это будет тестовая лаборатория, на базе которой до 2012 года планируется открыть собственный экспертный центр. Стоимость терминала с учетом приобретения участка в Кировске составляет 200–250 млн руб. В 2008 году на этом участке будет освоено 6 гектаров площадей.

Динамика мирового спроса на полимерные трубы 2001–2007 г. (млрд м)



Основные финансовые показатели Группы «РОСПАЙП» (тыс. руб.)

	2005 Упр.	2006 МСФО	2007П Упр.
Активы	134 776	528 227	1 160 382
Капитал	42 587	149 886	245 676
Фин. долг	9 073	79 411	318 804
Выручка	411 645	945 854	2 958 331
EBITDA	57 167	152 660	232 039
Чистая прибыль	53 294	107 783	164 000
EBITDA margin	13,89%	16,14%	7,84%
Net margin	12,95%	11,40%	5,54%
Фин.долг/капитал	0,21	0,53	1,3
Фин.долг/EBITDA	0,16	0,52	1,37

Одной из основных целей компании является формирование публичной кредитной истории и усиление позиции бренда «РОСПАЙП» в России и за рубежом.

После завершения стадии экстенсивного роста Группа перейдет к повышению эффективности управления: систематизации, оптимизации и стандартизации основных бизнес-процессов; основным катализатором роста будет служить инновационный продукт, предлагаемый «РОСПАЙП», и мобильность в выборе товара при изменении рыночной конъюнктуры и перехода предлагаемой продукции к стандартизированной.

Менеджмент Группы рассматривает вышеуказанные цели как основные факторы опережающего роста дистрибьюторской сети по сравнению со среднегодовыми темпами роста трубного рынка. К 2012 году Группа планирует завершить создание национального «трубного торговца» с объемом выручки около 1 млрд евро и долей рынка не ниже 10–20%.

ЦИФРЫ КАК ОСНОВАНИЕ ДЛЯ БУДУЩЕГО

Начиная с 2006 года компания публикует отчеты в соответствии с Международными Стандартами Финансовой Отчетности. Аудитором является компания «Институт Проблем Предпринимательства». По данным управленческого учета, совокупная выручка Группы за 2007 год выросла в 2.5 раза по сравнению с 2006 (2 958 млн руб.). Валовая прибыль за этот же период поднялась более чем на 170% (670 млн руб.). Чистая прибыль компании приросла более чем на 52% (164 млн руб.).

На 1 июня 2008 года Группа осуществляла дистрибуцию через 11 представительств и 4 региональных отделений «РОСПАЙП» в разных федеральных округах.

НА ПРАВАХ РЕКЛАМЫ