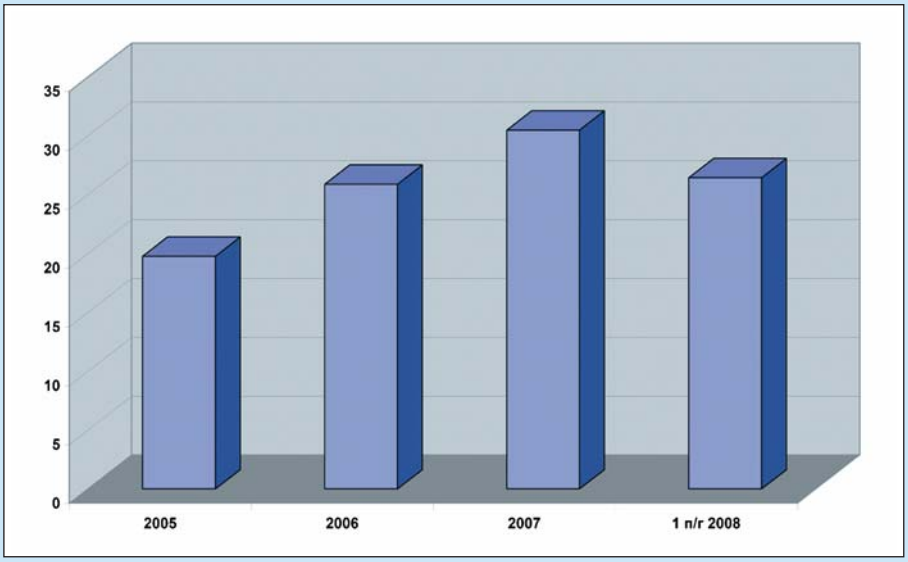
Канр Лиджиев,
заместитель генерального директора,
начальник информационно-аналитического отдела,
партнер, Cbonds

СДЕЛКИ растут

ПО ИТОГАМ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ 2008 ГОДА ПРАКТИЧЕСКИ ВСЕ ВЕДУЩИЕ ВЕКСЕЛЬНЫЕ ДОМА ЗНАЧИТЕЛЬНО УВЕЛИЧИЛИ СВОИ ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ. ПОСЛЕДСТВИЯ КРИЗИСНЫХ ЯВЛЕНИЙ НА СМЕЖНОМ ОБЛИГАЦИОННОМ РЫНКЕ ЧАСТИЧНО КОМПЕНСИРУЕТ ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК. КОМПАНИИ ВСЕ ЧАЩЕ СТАЛИ ОБРАЩАТЬСЯ К ВЕКСЕЛЬНЫМ ПРОГРАММАМ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ СВОЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ. ВСЕГО В ВЫБОРКУ ДЛЯ СОСТАВЛЕНИЯ РЕЙТИНГА ПОПАЛИ ВЫПУСКИ И ТРАНШИ ВЫПУСКОВ ВЕКСЕЛЕЙ 65 ВЕКСЕЛЕДАТЕЛЕЙ ОБЩИМ ОБЪЕМОМ 26.44 МЛРД РУБ.

Непростая ситуация на первичном рынке облигаций, на котором для эмитентов третьего эшелона вход на рынок практически закрыт и многие эмитенты второго эшелона испытывают значительные трудности при размещении бумаг, вынуждает многие компании искать альтернативу бондам. Используются все возможные источники, в том числе и векселя. Активно используются векселя для прохождения оферт по облигационным выпускам. Так, в первой половине 2008 года компании разместили векселей на 11.16 млрд руб. больше по сравнению с первой половиной 2007 года, когда было размещено корпоративных бумаг на сумму 15.28 млрд руб.

Размещения векселей в период с 2005 по июль 2008 года



Рейтинг организаторов публичных вексельных программ корпоративных эмитентов за первое полугодие 2008 года

№	Организация	Объем, млн руб.	Векселедатели
1	РЕГИОН	13 904	Полипласт, Мелеузовский завод железобетонных конструкций, Русская механика, Ютэйр, НПО Сатурн, ИНПРОМ, Оргэнергогаз, ЛОМО, Стерлитамакский нефтехимический завод, Ютэйр Лизинг, Обь-Иртышское речное пароходство, Севкабель, Руслесгрупп, Пеноплекс, Пластик, Матрица, НИТОЛ, Стройтрансгаз, Сибирьтелеком, Арсенал, АК Сибирь, СУ-155, 12 месяцев успеха, Росгосстрах, Газпром геофизика, ЮТК, ЧКПЗ, Аграрный Альянс, Стройиндустрия, ПИК
2	Велес Капитал	4 715	Стройтрансгаз, Каустик, Инпром, САЛЮТ, ФК Еврокоммерц, СУ-155, Финансово-лизинговая компания
3	ИСТ КОММЕРЦ	3 408	АПК ОГО, Провиант, Агама, Полипласт, Макромир, ШАНС, Атлант-М, Аркада, БольшеЧерниговский элеватор,Инфомаш,Агис Сталь, Агенс Открытые Инвестиции, Инком Лада
4	Связь-Банк	3 047	ЮТК, Сибирьтелеком
5	Брокеркредитсервис Консалтинг	803	Автодеталь-сервис, Сибпластком, Томскбурнефтегаз, Сибпромснаб, Обувь России, Барнаульский завод асбестовых технических изделий
6	ИФК «Солид»	250	ВКМ-Лизинг
7	Элемтэ	158	Ипотечное агентство Республики Татарстан, Баранчинский электромеханический завод им. Калинина
8	Расчетно-фондовый центр	82	Уралгазстрой
9	Русский Инвестиционный клуб	40	Альвис Плюс, Русское зерно
10	Фингард	32	ОАО Редуктор-ПМ

Это рекордный результат в новейшей истории вексельного рынка. За половину текущего года вексельные дома организовали размещение векселей больше, чем за 2005 и 2006 годы, и были близки к тому, чтобы превзойти годовой результат прошлого года.

На первом месте в рейтинге организаторов публичных вексельных программ — ГК «РЕГИОН», осуществившая организацию вексельных займов 30 векселедателей суммарным объемом 6.57 млрд руб. Для сравнения, по итогам первого полугодия 2007 года ГК «РЕГИОН» организовала вексельные займы для 19 компаний на сумму 6.57 млрд руб. На втором месте идет ИК «Велес Капитал», осуществившая вексельные программы семи корпораций общим объемом 4.715 млрд руб. против займов семи векселедателей на 2.685 млрд годом ранее. Третье место продолжает «держать» за собой ИК «Ист Кэпитал», организовавшая размещение векселей тринадцати компаний суммарным объемом 3.408 млрд руб. против девяти компаний объемом 2.2 млрд руб. по итогам первого полугодия 2007 года. Немного уступает Связь-Банк, дебютант вексельного рейтинга организаторов, который отметился в организации вексельных программ двух телекомов на общую сумму 3.047 млрд руб. Уже традиционно «пятерку» лидеров замыкает «Брокеркредитсервис Консалтинг» — на счету компании шесть векселедателей с общим объемом векселей 803 млн руб., что меньше, чем компания организовала за первое полугодие 2007 года — восемь векселедателей, объем размещенных векселей — 1.086 млрд руб.

В целом, стоит отметить, что на фоне увеличения сделок с векселями количество вексельных домов, организовывающих публичные вексельные программы, значительно сократилось. Если по итогам первого полугодия 2007 года отметились 17 организаций, то через год — только десять. Концентрация бизнеса увеличивается, и уже почти 98% всего объема размещенных векселей приходится на топ-5.

До конца года на рынке облигаций ситуация вряд ли существенно изменится. Компании продолжат привлекать средства с рынка векселей, так как для многих просто нет другой альтернативы. Результат 2007 года будет бит. При этом ждать значительного расширения круга организаторов не приходится.

ПРАКТИКА ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ВЕКСЕЛЬНЫХ ЗАЙМОВ

для краткосрочного финансирования ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр»

- *ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр» работает на рынке авиаперевозок с 1967 г.*
- *ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр» является одним из крупнейших мировых вертолетных операторов.*
- *ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр» является одной из ведущих авиакомпаний России на рынке пассажирских перевозок.*
- *ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр» занимает 197 место в Рейтинге-2007г. крупнейших компаний России по объему реализованной продукции (Рейтинг присвоен Рейтинговым агентством «Эксперт РА»).*
- *ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр» занимает 142 место в списке крупнейших компаний России по рыночной стоимости (капитализации) по состоянию на 31.08.2007г. (список составлен Рейтинговым агентством «Эксперт РА»).*
- *ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр» присвоен Национальный рейтинг корпоративного управления «РИД-Эксперт РА» (НКРУ) уровня 6 (B++), подтверждающий развитую практику корпоративного управления. Компания имеет низкие риски корпоративного управления.*
- *Согласно отчетности компании по РСБУ выручка Авиакомпании превысила 21,87 млрд. руб., что на 35,5% превышает показатель предыдущего года. Рентабельность по чистой прибыли, превысившей 438 млн руб., достигла 2%. Согласно утвержденному бизнес-плану на 2008 год, выручка Авиакомпании составит порядка 38 млрд. руб.*
- *Наряду с отчетностью по РСБУ, начиная с 2002 года ЮТэйр готовит аудированную отчетность по МСФО. За 2007 год EBITDA выросла более чем на 37,26% и составила более 1,196 млрд. рублей.*

Свою историю публичного заемщика ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр» ведет с сентября 2002 г., когда стартовала первая вексельная программа компании. В рамках программы при участии ГК «РЕГИОН» (в качестве организатора) были выпущены дебютные выпуски векселей объемом 25 – 40 млн руб. со сроком обращения 0,5 – 1,0 месяца. К концу 2002 года объем выпущенных векселей составил 83,3 млн рублей. В течение следующего (2003 г.) объем выпущенных векселей вырос почти в 9 раз и превысил 700 млн руб., а срок обращения увеличился до 6 – 8 месяцев.

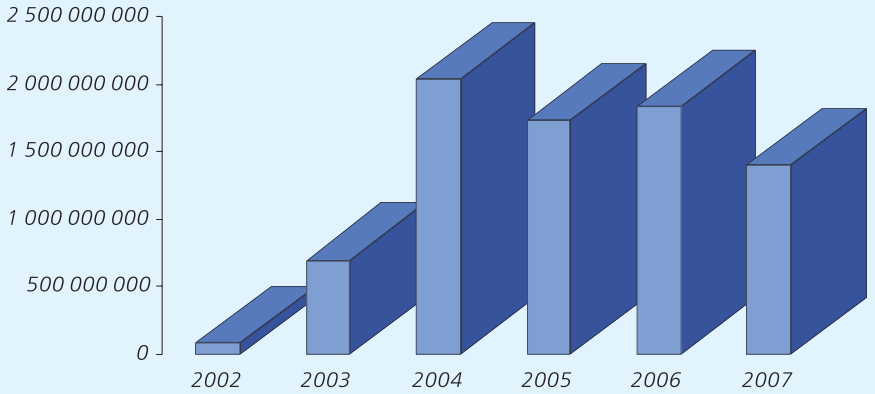
Хочется отметить, что к началу реализации первой вексельной программы Авиакомпания уже имела положительную кредитную историю: не имела неисполненных или просроченных обязательств по выплате основного долга и процентов по банковским кредитам. Среди банков, наиболее активно кредитовавших уже в то время ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр», можно выделить КБ «Петрокоммерц», ЗАО «Сургутнефтегазбанк», ЗАО АКБ «Сибирьгазбанк», Сбербанк России, ОАО Ханты-Мансийский банк. Имея длительные и хорошие взаимоотношения с ведущими российскими банками, тем не менее, Авиакомпания еще в сентябре 2002 г. решила сделать первый шаг для выхода на молодой, бурно развивающийся российский рынок публичного заимствования, прекрасно осознавая все преимущества и выгоды работы на нем.

Известность компании на кредитном рынке как безупречного заемщика, а также на фондовом рынке, которому компания уделяет большое внимание, предопределило успех первых шагов на долговом рынке. Можно отметить, что с середины 90-х годов XX века акции компании обращаются на РТС (в настоящее время и на ММВБ), а уже в 1998 году была реализована программа американских депозитарных расписок первого уровня. Торговля АДР осуществляется на внебиржевых рынках Нью-Йорка, Франкфурта и Берлина.

Выбор вексельного рынка в качестве старта работы авиакомпании на публичном долговом рынке был обусловлен рядом преимуществ того времени, среди которых можно выделить следующие:

- Более быстрая возможность привлечения денежных средств на публичном рынке.
- Отсутствие госрегистрации и дополнительных регулятивных финансовых и временных издержек.
- Сопоставимые сроки обращения с корпоративными облигациями (на рынке облигаций существовала необходимость выставления оферт на срок не более 1 года для эмитентов первого эшелона и не более 3 – 9 месяцев для эмитентов 2 – 3 эшелонов).
- Более высокий уровень ликвидности вексельного рынка относительно рынка корпоративных облигаций: по оценкам экспертов превышение по объему в обращении составляло 60 – 70%, по оборотам вторичного рынка — 2 – 3 раза.
- В 2004 г. объем финансирования за счет выписки векселей почти утроился (около 2,05 млрд руб.), в 2005 – 2007 гг. вексельные программы были сокращены (до 1,4 – 1,8 млрд руб. ежегодно, см. рис.), в первую очередь за счет выхода компании на рынок рублевых облигаций. Всего за 2002 – 2007 гг. Авиакомпанией было привлечено посредством векселей денежных средств в объеме более 7,8 млрд руб.

Объем выпущенных векселей ЮТэйр, руб.



НА ПРАВАХ РЕКЛАМЫ

В течение всего времени работы на вексельном рынке вплоть до конца 2007 года наблюдалось постепенное снижение процентных ставок по векселям компании, что было отражением не только общей конъюнктуры рынка, но, в большей степени, ростом объема бизнеса и развития самой Авиакомпании.

Сроки заимствования и уровень ставок по векселям

Период	2003	2004	2005	2006	2007
Срок, мес.	4 – 6	6 – 9	3 – 9	3 – 9	3 – 9
Ставки, % годовых	14.5 – 15.0	13.0 – 14.0	11.0 – 12.0	9.0 – 11.0	9.0 – 10.0

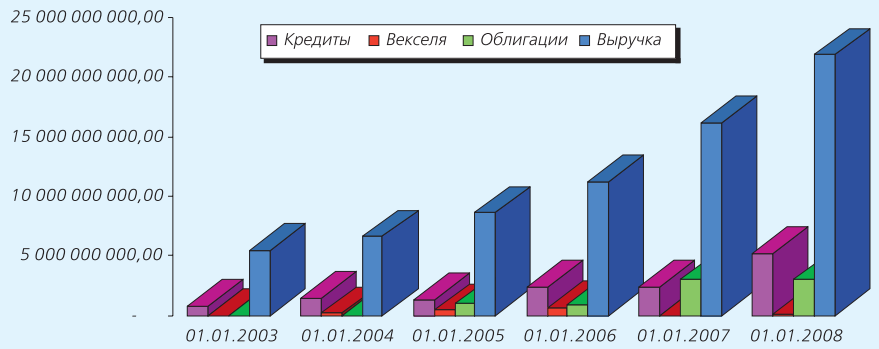
Бурное развитие (рост объема, ликвидности вторичного рынка, снижение процентных ставок и удлинение сроков заимствования) рынка корпоративных облигаций привело к росту привлекательности данного инструмента для широкого круга эмитентов. Дебютный заем ООО «ЮТэйр-Финанс» (аффилированной компании ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр», специально созданной для привлечения финансирования) в объеме 1 млрд руб. и сроком обращения 2 года был успешно размещен в ноябре 2004 г. Ставка купона на срок по годовой оферте была установлена на уровне 13% годовых. На второй год обращения ставка была снижена до 10,65% годовых. В ноябре 2006 г. дебютный выпуск был своевременно и в полном объеме погашен. В том же году (в марте и декабре) было размещено два выпуска облигаций на общую сумму 3 млрд руб. При этом ставки купонов были снижены до 10,4% годовых, а срок до оферты по третьему займу был увеличен до 2-х лет.

Основные параметры облигационных займов

Эмитент, номер эмиссии	ЮТэйр-Финанс, 1	ЮТэйр-Финанс, 2	ЮТэйр-Финанс, 3	ЮТэйр-Финанс, 4
Поручительство	ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр»			
Статус эмиссии:	Погашен	В обращении	В обращении	Планируется
Номинал, валюта:	1 000 руб.	1 000 руб.	1 000 руб.	1 000 руб.
Объем эмиссии, млн руб.	1 000	1 000	2 000	2 500
Дата регистрации	29.04.04	15.09.05	23.11.06	27.05.08
Гос. Регистрационный номер	4-01-36059-R	4-02-36059-R	4-03-36059-R	4-04-36059-R
Дата размещения	24.11.04	14.03.06	19.12.06	-
Цена первичного размещения, %	100	100	100	100
Ставка купона:	1, 2 купоны – 13% годовых. 3,4 купон – 10,65% годовых.	1 – 4 купон – 10,4%. 5 – 8 купоны – 9,95% годовых, 9 – 12 купоны – 10,4% годовых.	1 – 4 купоны – 10,4% годовых, 5-й купон – определяет эмитент; 6,7,8 купоны равны 5-му.	1 купон – на конкурсе, 2 – 16 купоны – в соответствии с эмиссионными документами
Периодичность выплаты купона	2 раза в год	4 раза в год	2 раза в год	4 раза в год
Дата погашения	22.11.06	10.03.09	14.12.10	через 4 года
Организаторы	Организатор – Внешторгбанк. Со-организаторы – Номос-Банк, Регион, Ханты-Мансийский банк.	Организатор – Внешторгбанк, НОМОС-Банк, БК Регион.	Организаторы – РЕГИОН, Со-организаторы ВТБ, НОМОС БАНК, Банк Национальный Стандарт	Организаторы – БК «РЕГИОН», Банк Петрокоммерц
Торговая площадка, котировальный лист	ММВБ	ММВБ (А1)	ММВБ (А1)	ММВБ

Несмотря на удачный выход на облигационный рынок, Авиакомпания не отказалась от использования векселей, как инструмента краткосрочного финансирования для покрытия кассовых разрывов в период сезонности. Доля вексельных заимствований в структуре ссудной задолженности авиакомпании представлена в следующем графике.

Динамика выручки и ссудной задолженности, руб.



Разразившийся осенью 2007 г. мировой финансовый кризис и, как следствие, неблагоприятная конъюнктура рублевого долгового рынка не позволили пока разместить четвертый облигационный заем. Авиакомпанией было принято решение о переносе размещения на более поздний срок.

Проведение грамотной долговой политики, предполагающей сочетание различных способов внешнего финансирования (включая кредиты банков, векселя и облигации), позволяют Авиакомпании поддерживать высокие темпы роста бизнеса при сохранении одних из лучших в отрасли авиаперевозок показателей рентабельности, долговой нагрузки и ликвидности.

НА ПРАВАХ РЕКЛАМЫ