



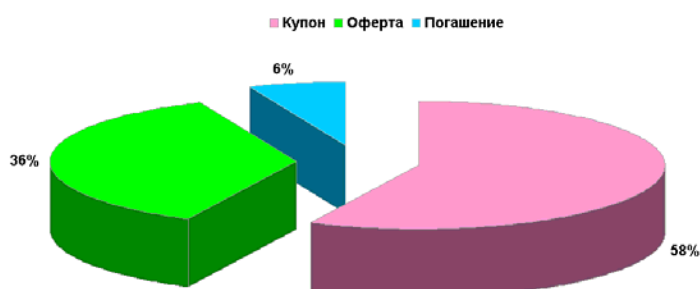
ДОЛГОВОЙ РЫНОК ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Александр Ермак aermak@region.ru

«Купонная ноша» не тянет...?

Невыплата и задержка купонного дохода – наиболее часто встречающееся явление на рынке рублевых облигаций в последние месяцы. А с учетом необходимости повышения процентных ставок по займам и наблюдаемого снижения объемов производства и продаж во всех сегментах российской экономики, дальнейшее обслуживание текущих заимствований может стать все более тяжелой задачей для эмитентов, особенно тех отраслей, где и в благополучные годы эффективность их деятельности была крайне низкой.

Дефолты на рынке рублевых облигаций в 2008-2009 гг.



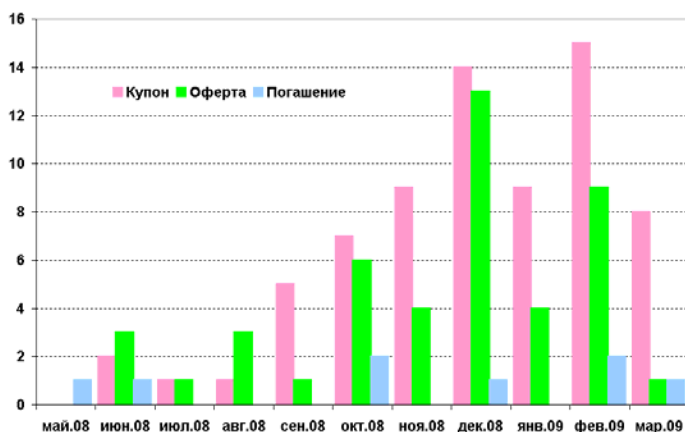
По итогам 2008 г. и первых двух с половиной месяцев 2009 г. становится все более очевидным, что не только возврат основного долга (в виде выкупа по офертам или погашения), но обслуживание текущих задолженностей становится все более тяжелым бременем для многих эмитентов, особенно третьего эшелона.

Из 124 случаев дефолтов (к ним мы отнесли все случаи неисполнения или задержек платежей) 71 или более 57% приходится на выплату купонных доходов. В 45 случаях (порядка 36%) это было связано с прохождением оферт, а 8 случаев (6,5%) – на погашение.

Рост дефолтов по купонным платежам наблюдался с сентября 2008 г., а в феврале 2009 г. был зафиксирован максимальный показатель – 15 случаев. В первой половине марта было зафиксировано 8 невыплат купонных доходов.

Практически все произошедшие дефолты были зафиксированы по эмитентам третьего эшелона, исключением стало неисполнение оферты по облигациям «ГАЗ-Финанс».

В отраслевом разрезе максимальное количество дефолтов как в целом, так и по купонным платежам было зафиксировано в торговле – 38 и 21 случаев соответственно. На долю торговых компаний приходится 30% от всех дефолтов на рынке рублевых облигаций. Порядка 17% приходилось на облигации



Источник: оценка БК «РЕГИОН»

18.03.2009

Отраслевая структура дефолтов

Отрасль	Купон	Оферта	Погашение	Итого
Торговля	21	13	4	38
Пищевая и АПК	15	5	1	21
Строительство и девелопмент	9	6	0	15
Транспорт	7	6	0	13
Машиностроение	4	6	1	11
Легкая пр-сть	3	1	2	6
Финансы	4	2	0	6
Ц/бумажная и лесопереработка	3	3	0	6
Металлургия	1	3	1	5
Связь	2	0	0	2
Банки	1	0	0	1
Химия и н/химия	1	0	0	1

Источник: оценка БК «РЕГИОН»

Средний уровень процентных ставок по купонам

Эшелон	Средний купон до оферты, % годовых	Средний купон после оферты, % годовых	Изменение % ставки
1	7.66	11.16	+3.51
2	9.56	14.27	+4.71
3	11.79	15.74	+3.95

Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

% ставки купонов по отраслям в 2008 – 2009 гг.

Отрасль	Среднее значение, % годовых	Изменение % ставки	Отрасль	Среднее значение, % годовых	Изменение % ставки
Банки	13.43	3.37	Связь	12.84	4.41
Добывающая	15.00	2.00	Строительство	16.01	3.65
Машиностроение	14.83	4.61	Торговля	15.54	4.00
Металлургия	17.06	5.64	Транспорт	16.60	5.13
Нефть и газ	12.33	2.32	Финансы	14.24	2.87
Пищевая и АПК	16.58	4.34	Химия и н/х	16.00	5.00
Прочие	16.94	5.19	Энергетика	14.80	6.08
В среднем	15.01	4.04			

Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

компаний пищевой отрасли и агропромышленного комплекса. Порядка 12% и 10% дефолтов было зафиксировано по облигациям строительных и транспортных компаний соответственно (см. таблицу).

Повышение процентных ставок, резкое ускорение которого наблюдалось особенно во второй половине прошлого года, было единственным условием для эмитентов всех эшелонов сохранить свои облигации в обращении на рынке. По итогам прохождения оферт во второй половине 2008 г. и в начале 2009 г. повышения ставок по облигациям первого эшелона составило по нашим расчетам порядка 3,5 п.п., второго и третьего эшелона – порядка 4,7 и 4,0 п.п. соответственно.

В среднем повышение процентных ставок по купонам составило по нашим оценкам после прохождения оферт во второй половине 2008 г. – начале 2009 г. порядка 4,0 процентных пунктов.

Если рассматривать изменение по отраслям, то минимальное повышение – порядка 2,0 – 3,0 п.п. было отмечено по облигациям нефтегазовых компаний, финансовых компаний и компаний добывающей отрасли. Максимальное повышение – в пределах 5,0-6,0 п.п. – было зафиксировано по облигациям химических, транспортных, металлургических и энергетических компаний.

Средняя отраслевая рентабельность по чистой прибыли 400 крупнейших предприятий РФ в 2007 г.

Отрасль	%
фармацевтическая промышленность	28.4%
нефтяная и нефтегазовая промышленность	17.0%
банки	16.5%
промышленность строительных материалов	13.9%
угольная промышленность	13.1%
телекоммуникации и связь	13.0%
СМИ	12.5%
развлечения	12.3%
химическая и нефтехимическая промышленность	11.9%
цветная металлургия	10.6%
черная металлургия	10.6%
транспорт	9.5%
полиграфическая промышленность	9.3%
строительство	8.7%
электроэнергетика	8.3%
табачная промышленность	7.5%
общественное питание	6.4%
промышленность драгоценных металлов и алмазов	6.4%
пищевая промышленность	6.2%
машиностроение	5.0%
лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная пром-сть	4.6%
страхование	4.4%
сервисные компании	3.6%
жилищно-коммунальное хозяйство	3.4%
легкая промышленность	3.3%
агропромышленный комплекс	3.1%
оптовая торговля	2.7%
парфюмерно-косметическая промышленность	2.6%
розничная торговля	1.5%
операции с недвижимостью	0.9%
информационные технологии	0.6%
упаковка	-4.2%
В среднем	7.5%

Источник: Рейтинг «Эксперт-400», расчеты БК «РЕГИОН»

Повышение процентных ставок может стать причиной роста в текущем году дефолтов при обслуживании компаниями своих текущих обязательств. Кроме того, необходимо принять во внимание снижение объемов производства и продаж, наблюдаемое практически во всех отраслях российской экономики, а также не высокий уровень рентабельности во многих из них. Так согласно рейтингу «Эксперт-400», который включал данные по 400 крупнейшим по объемам продаж в (относительно благополучном с финансовой точки зрения) 2007 г., рассчитанная нами средняя рентабельность по чистой прибыли составила порядка 7,5% по всем предприятиям.

Наибольшее негативное влияние роста процентных ставок по займам можно было ожидать на предприятия с низкой рентабельностью, к которым относятся, в первую очередь, компании лесной, деревообрабатывающей и целлюлозно-бумажной промышленности, ЖКХ, легкой промышленности, оптовой и розничной торговли. Динамика и отраслевая структура произошедших дефолтов фактически уже подтверждают эти опасения.

Таким образом, на фоне продолжающегося финансового кризиса, вызвавшего падение объемов производства и продаж в большинстве отраслей российской экономики, а также снижение рентабельности деятельности, рост процентных ставок по текущим займам может существенно снизить возможность обслуживания своего текущего долга для многих компаний – эмитентов, особенно тех, которые относятся к отраслям с низким уровнем рентабельности. Соответственно, в ближайшем будущем дефолты по рублевым облигациям (особенно по купонным платежам) и риски вложения в необеспеченные облигации для инвесторов будут только расти.

БК «РЕГИОН»

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр "Конкорд"

Многоканальный телефон: (495) 777 29 64

Факс: (495) 7772964 доб. 234

www.region.ru

REUTERS: REGION

BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК

Богдан Крищенко (доб. 580, krishenko@region.ru)

Павел Голышев (доб. 460, golyshev@region.ru)

ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК

Сергей Гуминский (доб. 433, guminskiy@region.ru)

Петр Костиков (доб. 471, kostikov@region.ru)

Анна Нестерова (доб. 549, nesterova@region.ru)

Татьяна Тетёркина (доб. 112, korolek@regnm.ru)

ОРГАНИЗАЦИЯ ВЕКСЕЛЬНЫХ И ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

Олег Дулебенец (доб. 584, dulebenets@regnm.ru)

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. ГК РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.