



**Информационное
агентство
финансовых
рынков**

В опросе принимали участие аналитики АО "АСЫЛ-ИНВЕСТ", АО "Тенгри Финанс", АО "Дочерняя организация акционерного общества АО "БТА Банк" "БТА Секьюритис", БТА Аналитика, АО "VISOR Capital".

ИАФР "ИРБИС" выражает искреннюю признательность за активное участие в данном проекте

СТЕПЕНЬ ВЕРОЯТНОСТИ ПОЯВЛЕНИЯ НОВЫХ СЛУЧАЕВ НЕИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ ДОСТАТОЧНО ВЫСОКА

Экспертный опрос

22 января 2009 г.

Динара Мукашева
+7 (727) 237 53 28
dm@kase.kz

Усиление негативного влияния мирового финансового кризиса поставило казахстанских эмитентов ценных бумаг в затруднительное положение. Во второй половине 2008 года на Казахстанской фондовой бирже (KASE) было зафиксировано несколько случаев дефолта (неисполнения обязательств) по выплатам купонных вознаграждений по купонным облигациям, включенным в официальный список KASE. О неспособности полностью или частично исполнить обязательства перед держателями своих облигаций заявили 6 листинговых компаний KASE: АО "Досжан темир жолы (ДТЖ)", АО "Алматинский ликеро-водочный завод", АО "ICKE CAT COMPANY", АО "РОСА", АО "Трансстроймост" и АО "РЭМИКС-Р". Позже 19 января 2009 года АО "РОСА" сообщило о выплате держателям своих облигаций KZ2CKY05C040 оставшейся части купонного вознаграждения в размере 49,0 млн тенге.

Эксперты, опрошенные ИАФР "ИРБИС", определили вероятность распространения данной тенденции на другие компании реального сектора экономики Казахстана, а также выдали свои рекомендации, какие меры можно предпринять по предотвращению такой ситуации. По мнению аналитиков, причины невыполнения обязательств эмитентами стоит искать не только в ухудшении внешнего фона, но и также в особенностях ведения бизнеса данными компаниями, негибкости механизма фондирования и т.д. При этом эксперты оценивают степень вероятности появления новых фактов дефолта как достаточно высокую.

Андрей Власов (АО "Дочерняя организация акционерного общества "БТА Банк" "БТА Секьюритис") не исключает возможность появления новых дефолтов по выплатам купонов: "Сегодня мы относим к группе повешенного риска около пяти компаний, листинговых на бирже. В первую очередь, это компании потребительского и строительного секторов, более всего пострадавших от кризиса. Кроме того, в текущем году к погашению намечены 25 облигационных займов, из которых 4 эмитента относятся к группе риска. И без возможности рефинансировать часть долга, есть вероятность объявления по ним дефолта эмитента".

В данной связи аналитик АО "Дочерняя организация акционерного общества "БТА Банк" "БТА Секьюритис" считает, что надеяться на государственную поддержку не стоит, а необходимо на уровне самих компаний-эмитентов прийти к пониманию необходимости и неотложности процесса оптимизации. "В текущей ситуации важно реструктуризировать свои обязательства настолько, насколько возможно их удлинить и удешевить", - рекомендует эксперт.

Сапар Баймаханов, финансовый аналитик АО "Тенгри Финанс", считает, что тенденция неисполнения обязательств и усиления риска наступления периода "кризиса неплатежей" и риска рефинансирования обусловлены дефицитом ликвидных средств и недопоступления money-inflow в достаточном объеме в экономику страны. Негативные последствия кризиса проявились не только на компаниях реального сектора экономики: "Если провести параллели с другим участником рынка ссудного капитала, а именно, банками, то здесь наблюдаются увеличивающиеся объемы невыполнения обязательств заемщиками широкого спектра отраслей экономики, и не только реального; об этом можно судить по увеличивающимся объемам резервирования банками, и это факт". Кроме того, аналитик одной из причин неисполнения своих обязательств вышеуказанными компаниями видит в неэффективном ведении бизнеса.

Однако г-н Баймаханов полагает, что предотвратить эту ситуацию на данное время невозможно, однако можно модернизировать законы, нормативные документы, касающиеся антикризисного управления, процедур банкротств, защиты прав инвесторов, введения нормативных документов по осуществлению контроля за финансовыми потоками публичных компаний.

По мнению **Дамира Сейсебаева, руководителя аналитического центра АО "АСЫЛ-ИНВЕСТ"**, финансовый кризис в указанных дефолтах не виноват – он лишь усугубил финансовое положение вышеперечисленных компаний-эмитентов, не более. Первопричину же аналитик видит в финансовом "здоровье" этих компаний, которое и в докризисный период было неблагоприятным. Данные компании, считает эксперт, желали развиваться не только за счет собственных средств, но и с привлечением кредитных ресурсов, однако кредитное давление для них стало обременительным с точки зрения обслуживания своих долгов.

Аналитик попытался подойти к каждой компании индивидуально и глубже рассмотреть уровень их платежеспособности: "По моим расчетам, соотношение заемного и собственного капитала (debt-to-equity) по состоянию на 31.12.07 у Досжан темир жолы составило 20,7 (24,9 в 3 кв. 2008) у Трансстроймоста – 5,6 (6,3 в 3 кв. 2008), выше нормальных значений. Данные компании должны были уменьшить свои обязательства до привлечения дополнительных средств. Что касается остальных компаний, то в этом отношении они себя чувствовали более уверенно, однако показатели обслуживания их долга оставляют желать лучшего. Так, коэффициент покрытия процентных выплат (interest coverage ratio) по состоянию на 31.12.07 у ISKE CAT составил 0,1 (-0,7 в 3 кв. 2008), у Ликеро-водочного 0,48 (0,13), у Росы -0,69 (-0,14). Ситуация в этом отношении по РЭМИКСу требует большей прозрачности".

По мнению эксперта АО "АСЫЛ-ИНВЕСТ", в условиях финансового кризиса в дальнейшем способность эмитентов погашать свои обязательства ухудшится. Ситуация прояснится после выхода финансовой отчетности за 2008 год, и можно будет сделать соответствующие выводы.

Для предотвращения подобных ситуаций ни в коем случае нельзя ужесточать требования к эмитентам, поскольку от этого в конечном счете пострадает фондовый рынок, усиление контроля косвенно ведет к сокращению рабочих мест в финансовом секторе, считает г-н Сейсебаев. Единственным регулятором в данном отношении должны выступать сами инвесторы: "Держатели данных облигаций принимали инвестиционные решения на свой страх и риск и предпочли более высокую доходность риску, поэтому неполучение или частичное получение купона по данным облигациям – допущение ошибок в риск-менеджменте держателей облигаций. Понятно, что данные бумаги являются "корпоративными", а не "государственными", и доходность данных облигаций выше, чем безрисковая ставка, поэтому очень важно при принятии инвестиционных решений делать детальный анализ".

Виталий Кан, эксперт БТА Аналитика, согласен с остальными экспертами и считает, что существенное количество листинговых компаний KASE нефинансового сектора имеет не совсем удовлетворительные показатели рентабельности и оборачиваемости активов, а также низкий уровень операционной рентабельности. Данное и влияет негативно на способность компаний генерировать достаточный денежный поток и обслуживать свой долг, а также сказывается на снижении капитальных затрат, необходимых для поддержания будущего роста доходов. Кроме того, отсутствие в большинстве случаев внутренних источников фондирования, невысокая способность рефинансировать свой долг в текущих условиях и снижение общей деловой активности могут стать катализаторами увеличения случаев дефолта в корпоративном секторе. "Одной из мер по предотвращению такой ситуации является государственная поддержка именно тех компаний, чьи инвестиционные проекты жизнеспособны и рентабельны", - полагает эксперт БТА Аналитика.

Эксперты Департамента аналитических исследований АО "VISOR Capital" считают, что финансовая стабильность листинговых и нелистинговых компаний зависит от экономической стабильности в стране: "В то время как мы прогнозируем более медленный, чем ранее, рост экономики в 2009-10 годах, мы не видим серьезных причин для сильного финансового кризиса".

Эмитент	НИН	Объем выпуска, млрд тенге	Дата выплаты купона	Размер выплаты купона, млн тенге*	Статус на 22.01.09
АО "Алматинский ликеро-водочный завод"	KZ2C0Y05C523	2,0	04.11.08	130,0	дефолт
АО "Досжан темир жолы (ДТЖ)"	KZ2CKY23B672	30,0	02.08.08	2 415,0	дефолт
АО "ISKE CAT COMPANY"	KZ2C0Y07C321	1,0	15.12.08	50,0	дефолт
АО "РЭМИКС-Р"	KZ2C0Y05C762	2,0	29.12.08	120,0	дефолт
АО "РОСА"	KZ2CKY05C040	1,8	18.11.08	99,0	задолженность погашена
АО "Трансстроймост"	KZ2CKY05B950	5,0	06.10.08	300,0	дефолт

* при условии нахождения в обращении облигаций данного выпуска в полном объеме, без учета выплаты налогов