

[КАПИТАЛ] ФИНАНСЫ

Нарастающий тренд

[Дефолты]

Список дефолтов среди казахстанских эмитентов будет расти. К сожалению, долговой фондовый рынок уже нельзя рассматривать в качестве альтернативы банковскому кредитованию



НЕСМОТРЯ на относительно небольшие объёмы и количество выпусков облигаций на Казахстанской фондовой бирже (KASE), ряд казахстанских эмитентов допустил просрочки по погашению своего долга по итогам 2008 года. Три акционерных общества: «Алматинский ликеро-водочный завод», «Транстроймост» и ISKE SAT COMPANY – допустили дефолты по своим купонным облигациям. Чуть позднее к списку добавились АО «РЭМИКС-Р», АО «Казахстанская компания инвестиций и развития» и АО «РОСА». Ещё ранее дефолт по облигациям объявило АО

«Досжан темир жолы (ДТЖ)». Общая сумма выпуска облигаций этих компаний составляет порядка \$345 млн, при этом самая большая сумма – у ДТЖ. Пока почти во всех случаях можно говорить о техническом дефолте, то есть в случае, когда компании не смогли своевременно произвести очередное погашение процентного долга, но в целом ещё осуществляют свою непрерывную производственную деятельность. Но при этом технический дефолт отражает проблемы с денежными потоками в компаниях и может стать предвестником последующего банкротства. К примеру,

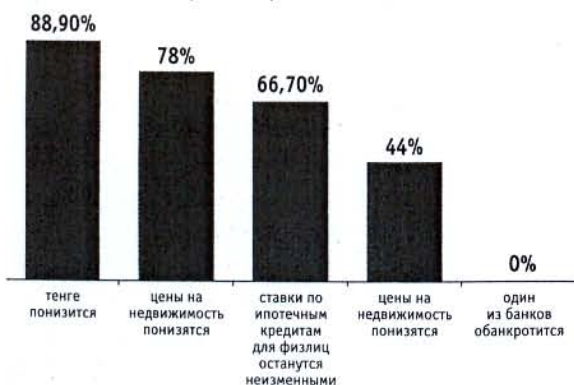
- 54 Нарастающий тренд
- 55 Мусорные облигации
- 56 Мечты об IPO
- 57 Лицензия для одного клиента
- 58 Халяльные облигации
- 59 Бреттонвуд

так было с первым в истории фондового рынка Казахстана техническим дефолтом АО «Шахармунайгаз» в 2000 году на сумму \$30 млн, за которым последовало его дальнейшее банкротство.

Индивидуальны ли причины дефолтов или их объединяет общая нестабильность? По мнению Андрея Цалюка, вице-президента KASE, почти все дефолты, кроме дефолта АО «Досжан темир жолы», о которых объявили в последнее время листинговые компании, можно напрямую связать с глобальным кризисом ликвидности. Дефолт ДТЖ, объясняет Цалюк, это, прежде всего, слабая юридическая проработка проекта выпуска первых в стране инфраструктурных облигаций и несовершенство законодательства. Теоретически эти бумаги должны быть более надежными, чем другие, потому что данный долг в какой-то степени гарантируется государством. На практике получилось не так. Импорт инфляции в страну вызвал удорожание концессионного проекта, а механизм компенсации этого удорожания оказался слабо проработан. При этом объект, для строительства которого привлекались деньги, создан, поезда уже ходят, и облигационеры получают свои деньги после того, как процессы задолженности будут урегулированы. Поэтому дефолт ДТЖ Цалюк называет техническим.

А вот дефолт других листинговых компаний KASE, не выплативших, частично выплативших или выплативших со значительным опозданием вознаграж-

Индекс ожиданий в финсекторе Казахстана



Настроение финансового сектора

С этого номера Vox Populi представляет постоянный «Индекс ожиданий в финансовом секторе Казахстана» в блоке «Капитал». Журнал регулярно и анонимно опрашивает сотрудников отделов казначейств коммерческих банков и финансовых аналитиков Казахстана на предмет их ожиданий относительно курса тенге/доллар, цен на недвижимость, цен на нефть, ставок по ипотечным кредитам для физических лиц и вероятности банкротства одного из казахстанских банков. В январе 2009 года индекс сложился позитивным (+). Из пяти факторов, три были оценены положительно: вероятность банкротства одного из банков остаётся на самом минимальном уровне, ставки по ипотечным кредитам, скорее, останутся неизменными, а цены на нефть, по мнению опрошенных, скорее, повысятся или останутся неизменными. Два фактора были оценены негативно: тенге и цены на недвижимость понизятся.

дение по своим облигациям, связан с ухудшившейся конъюнктурой. АО «Алматинский ликеро-водочный завод» говорит о снижении спроса на алкогольную продукцию, АО «Трансстроймост» не получило деньги за алматинские развязки, АО ISKE CAT COMPANY, которое занимается выпуском гофрированного картона и гофротары, АО «РЭМИКС-Р», аффилированное с АО «GLOTUR» и занимающееся приобретением недвижимости и основных средств, АО «РОСА», производящее пиво, минеральную воду и другие напитки, о причинах не сообщили.

Технический дефолт этих сравнительно заметных компаний, несомненно, является звеном в цепи негативных экономических событий. Кто-то как поставщик тары страдает от снижения заказов, кто-то сам является крупным заказчиком и влияет на доходы, например, дистрибьюторов, а кто-то неудачно вложился в недвижимость. Мультипликация на этом не заканчивается. Ведь, скорее, в числе покупателей облигаций этих компаний немало пенсионных фондов. При этом потенциально существует риск, что покупатели еще долго не будут получать выплаты по купонам. Кстати, пока не идет речь об основном долге. И, как надеется Цалюк, по объяснениям компаний, ситуация не столь плоха и задолженность может быть урегулирована в разумные сроки.

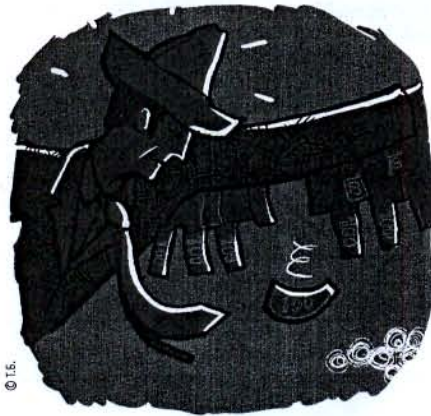
«Однако с течением кризиса список дефолтов будет расти», – отмечает Андрей Цалюк достаточно уверенно. Но чтобы ответить точнее, надо проводить специальные исследования. «Учитывая, что у биржи в настоящее время 145 листинговых компаний, мы физически не можем, да и не должны проводить такие исследования, – говорит эксперт. – Мы только мониторим компании на соответствие листинговым требованиям. Ещё можно сказать, что риску дефолта прежде всего подвержены компании так называемого второго эшелона, бизнес и база фондирования которых слабо диверсифицированы».

Бесспорно, дефолты уже сильно влияют на привлекательность рынка ценных бумаг. Явление «бегства в качество» проявляется не только на мировом рынке, но и на рынке казахстанском, когда всем другим инвестициям предпочитают инвестиции в государственные ценные бумаги – МЕКАМ. Доверие к корпоративному долговому фондовому рынку сейчас сильно подорвано. Поэтому сейчас его уже нельзя рассматривать в качестве альтернативы банковскому кредитованию, резюмирует Цалюк.

Мусорные облигации

[Рынок ценных бумаг]

На самом дне находятся ценные бумаги банков. Возможно, уже весной долговые обязательства ряда эмитентов перейдут в разряд мусорных



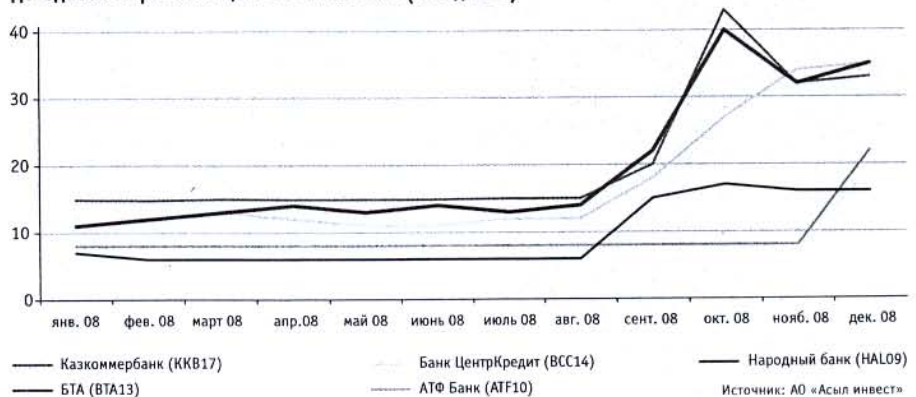
© ILS

ДАВНО и серьезно озабоченность вызывают не только долги предприятий реального сектора экономики, но и долги коммерческих банков. На корпоративные обязательства как еврооблигации банков по состоянию на 1 октября прошлого года приходился \$21 млрд из совокупного долга в \$41,6 млрд. Финансовый сектор, испытывающий наиболее тяжёлые времена, также находится под давлением по исполнению своих обязательств по обслуживанию своих долговых ценных бумаг. Тем не менее, ведущие банки не планируют реструктуризацию задолженностей и не ведут переговоров по данному вопросу. Председатель АФН Елена Бахмутова также убеждена в отсутствии вероятности дефолта ком-

мерческих банков. В свою очередь, по мнению председателя правления Национального банка Анвара Сайденова, предложение участия государства начать переговоры с иностранными инвесторами по вопросу реструктуризации внешней задолженности коммерческих банков республики нельзя расценивать как возможность дефолта.

Между тем казахстанские бонды уже длительное время демонстрируют рост доходности, что предполагает возросшие риски. Лидерство сохраняют еврооблигации Казкоммерцбанка, доходность по которым подскочила до 37% (с 13% по сравнению с 31.12.08), в то время как с начала года по акциям банка доходность была отрицательной. Рост ставок по облигациям коммерческих банков является слишком быстрым: ставки по облигациям банков поднялись со средних 10% до 40%. Агентство РБК считает, что на рынке существует необходимость приобретения дефолтных свопов по облигациям казахстанских эмитентов. По информации СМА Datavision, свопы выросли на 25 базовых пункта до 782 базовых пунктов. В результате стоимость хеджирования рисков против дефолта растёт, так как инвесторы стремятся защитить себя от глобальной рецессии, считает глава направления развивающихся рынков в канадской RBC Capital Markets Ник Чейми. Так, на начало 2009 года индекс Euro-Cbonds Corporate Kazakhstan за год потерял порядка 29 б.п.

Доходность еврооблигаций БВУ Казахстана (% годовых)



Источник: АО «Асыл инвест»



На фоне сокращения дюрации выпусков корпоративных облигаций и роста процентных ставок, а также переоценки инвесторами кредитных рисков первичный рынок для большинства эмитентов практически закрылся. К тому же необходимость рефинансирования предыдущих обязательств для некоторых из них стала серьёзной проблемой, что может повлечь за собой в 2009 году волну технических дефолтов, многие из которых могут перейти из технического статуса в реальный. **о.б.**

Внешний и внутренний долг

На 1 декабря прошлого года в Казахстане обращалось 345 действующих выпусков негосударственных облигаций, суммарная номинальная стоимость которых составила 2 010,6 млрд тенге, или \$16,7 млрд. В свою очередь, по состоянию на декабрь 2008 года, по данным сайта Cbonds, общая сумма еврооблигаций, эмитированных субъектами из Казахстана, составила \$27 567 млн, из которых корпоративные облигации составили \$10 717 млн. Таким образом, коэффициент отношения внутреннего заимствования к внешнему составляет 0,6.

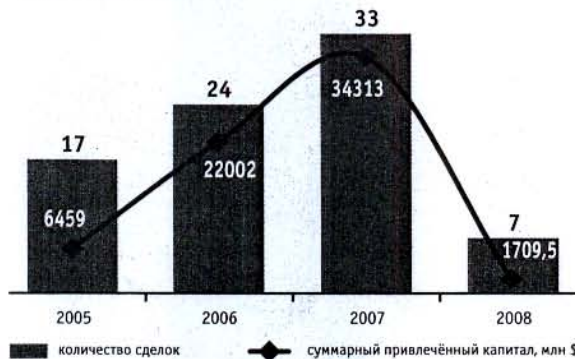


Мечты об IPO

[IPO]

Эксперты The PBN Company утверждают, что рынок IPO, некогда гостеприимный для тёмных лошадок из СНГ, может открыться не ранее второй половины 2010 года

Количество IPO стран СНГ



ПО ДАННЫМ консалтингового агентства по стратегическим коммуникациям The PBN Company, в 2008 году компании из стран СНГ провели всего 7 сделок по публичному размещению (IPO), общей стоимостью в \$1,7 млрд. Годом ранее 33 компании из СНГ смогли привлечь в 20 раз большую сумму. При этом основная масса сделок была проведена в первой половине 2008 года. Последние шесть месяцев 2008 года оказались наименее активными за последние пять лет с точки зрения размещения акций эмитентами (со второй половины 2003 года) – только одна компания, российский производитель удобриений «Акрон», сумела в третьем квартале разместить свои бумаги, выручив за них всего \$2,7 млн. А в четвёртом квартале 2008 года другой российской компании – российскому ритейлеру «Дикси» – удалось продать инвесторам дополнительный пакет акций за \$52 млн. На 2009 год, по словам аналитиков The PBN, на рынке публичных размещений для компаний из стран СНГ может сложиться тренд отложенных или подготовительных процессов. Скорее, будут преобладать сделки M&A и «частные размещения». Если раньше у международных инвесторов был интерес к вложениям в emerging markets, куда относятся все страны СНГ, то в настоящий кризисный момент у всех очень консервативный подход. «Идёт сфокусированный и конкретный отбор компаний для инвестирования, конкуренция обо-

стрилась, потому как выбор и количество компаний стал ещё больше, чем в докризисный период. Сейчас невозможно продавать историю какого-то привлекательного, многообещающего сектора (как, например, нефтегазового) или страны, – утверждают эксперты The PBN. – Мы осторожно предполагаем оживление, но не рост, рынка IPO во второй половине 2010 года».

При этом аналитики выделяют фармацевтику и производство продуктов питания как секторов, которые могут пострадать чуть меньше остальных. Недавнее приобретение в Казахстане компанией Sigma Bleyzer контрольного пакета «Асем Ай» через фонд «SBV-V Казахстан» показательно. При этом сейчас можно предсказать только один класс инвесторов, который может появиться и спасти отчаявшиеся компании. События последних месяцев указывают на возросшую роль в мире государственных денег/бюджета в обмен на контрольные пакеты или участие в управлении компаниями. Для компаний с высоким уровнем долга отсутствие возможностей для IPO, безусловно, плохая новость. Пока обостряется борьба за частные инвестиции, The PBN Company рекомендует компаниям делать приоритетным выстраивание правильной стратегии, повышение компетенции в менеджменте и предложение уникального продукта/услуги. **о.а.к.**

The PBN Company
The PBN Company – мировой игрок на рынке стратегических и финансовых коммуникаций и консультирования по вопросам взаимодействия с органами государственной власти. Специализация компании – развивающиеся рынки стран СНГ. На протяжении последних лет PBN выпускает сборник «Пионеры IPO», содержащий обзорную информацию о первичном размещении акций и результатах деятельности всех компаний, когда-либо проходивших листинг в странах СНГ.

[http:// www.pbnco.com](http://www.pbnco.com)