



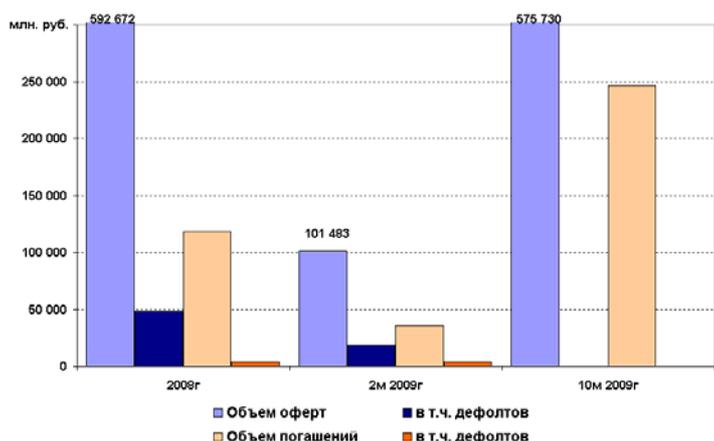
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Александр Ермак [aermak@region.ru](mailto:aermak@region.ru)

### «Облигационная лотерея» набирает обороты?

По итогам первых двух месяцев 2009 г. доля неисполненных своевременно обязательств по оферте и погашению облигаций выросла более чем вдвое и в целом превысила 16,4% от номинального объема выпусков против 7,4% по итогам всего 2008 г. Кроме того, участились случаи невыплат купонных доходов: объем таких выпусков по итогам двух месяцев уже составил порядка 45% от показателя 2008 г. Учитывая резкое ухудшение ситуации в экономике, «фактического» отказа от поддержки государством многих предприятий, в т.ч. и из списка «системообразующих», расширение «практики реструктуризации» задолженности среди эмитентов, до конца текущего года можно ожидать существенного роста неисполнения обязательств по офертам и погашению рублевых облигаций, общий объем которых в оставшиеся 10 месяцев составляет более 822 млрд. руб.

#### Номинальный объем оферт и погашений по рублевым облигациям



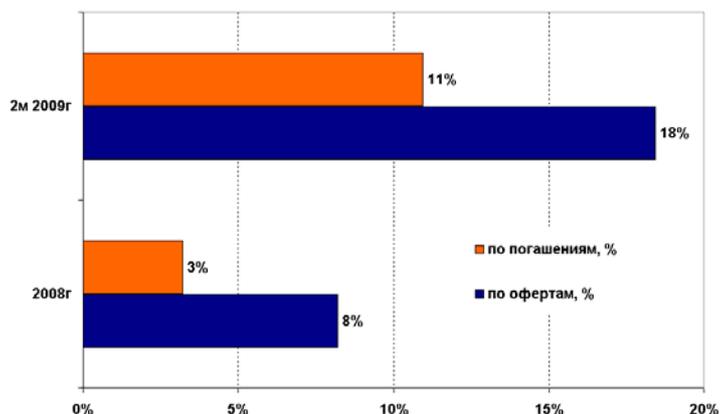
Источник: оценка БК «РЕГИОН»

По итогам первых двух месяцев 2009 г. доля неисполненных своевременно обязательств по оферте и погашению облигаций выросла более чем вдвое и в целом превысила 16,4% от номинального объема выпусков против 7,4% по итогам всего 2008 г. При том доля облигаций, по которым были не исполнены своевременно оферты в январе – феврале т.г., увеличилась до 18% против 8% за весь 2008 г. (или 11% за июль – декабрь 2008 г. – период «массовых дефолтов»). Доля непогашенных своевременно облигаций выросла до 11% против 3% в 2008 г.

Кроме того, участились случаи невыплат купонных доходов: объем таких выпусков по итогам двух месяцев уже составил порядка 45% от показателя 2008 г.

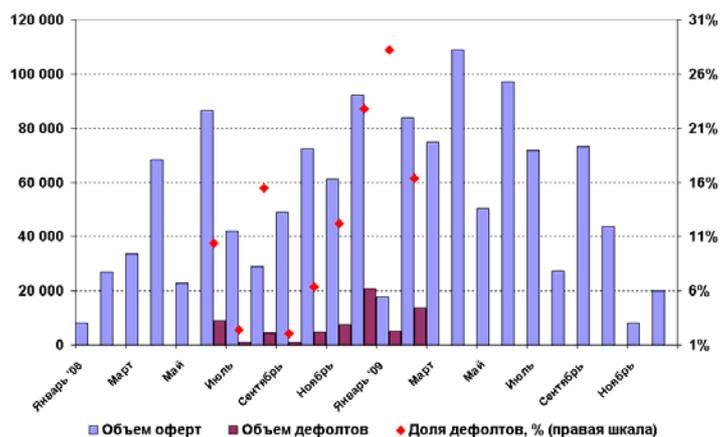
Если рассматривать статистику дефолтов по офертам по месяцам, то максимальный номинальный объем неисполнений пришелся на декабрь прошлого года, когда он составил порядка 21 млрд. руб. или 23% от приходившихся на тот месяц оферт. Относительный рекорд – 28% от общего объема, – был зафиксирован в январе текущего года, при этом, правда, объем неисполненных обязательств составил всего 5 млрд.

## Доля дефолтов (включая технические) по рублевым облигациям



Источник: оценка БК «РЕГИОН»

## Оферты – основная опасность для инвесторов в 2009 г.



Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

## Дефолты на рынке рублевых облигаций в 2008 – 2009 гг.

	Кол-во дефолтов		Объем выпусков, млн. руб.	
		%		%
Всего,	113	100	166 113	100
В Т.Ч.				
технические	52	46%	81 453	49%
полноценные	61	54%	84 660	51%

Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

руб. В феврале объем неисполненных обязательств по оферте составил 13,7 млрд. руб. или 16% от всех исполненных в этом месяце оферт (см. график).

Во отличие от прошлого года первые два месяца 2009 г. выявили ряд новых тенденций на рублевом рынке в плане прохождения оферт.

Во-первых, если в 2008 г. неисполнение своих обязательств допускали преимущественно откровенно слабые (с финансовой точки зрения) эмитенты 3-го эшелона с относительно небольшими масштабами бизнеса, то в текущем году среди «дефолтных» оказались эмитенты, которых можно отнести ко 2-му эшелону, а также которые вошли список «системообразующих» предприятий, который был утвержден Правительством РФ в конце декабря 2008 г.

Во-вторых, увеличивается число эмитентов, которые на фоне глобальной реструктуризации по банковским (залоговым!!!!) кредитам не желают своевременно платить облигациям, также предлагая инвесторам реструктуризацию по своим обязательствам.

Анализируя итоги исполнения оферт в январе – феврале 2009 г., можно отметить, что в большинстве случаев ожидания инвесторов относительно результатов прохождения оферты тем или иным эмитентом в большинстве случаев оправдываются (см. таблицу). Правда, есть и «приятные» для инвесторов исключения. Так, например, по двум выпускам (Домоцентр,1 и ЭФКО-02) доходность к оферте за месяц до ее исполнения исчислялась несколькими тысячами процентов годовых, а еще по пяти выпускам (МоторФин-2, РОССКАТ-К1, Синергия-2, СибАкИнв-1и СУ-155 Зоб) – составляла в пределах 200-500% годовых. Однако эмитенты этих выпусков своевременно и в полном объеме исполнили свои обязательства по оферте. Ссогласиться, что «угадать» «простому» инвестору 7 «счастливых» вариантов из 40 возможных достаточно трудно, учитывая, что среди них было еще 12 «черных шаров», и гораздо сложнее, чем в проводимой недавнем прошлом популярной лотереи «5 из 36». При этом доля «высокодоходных» выпусков, по которым была исполнена оферта, составляет немногим более 10% от всего объема оферт за этот период.

## Отраслевая структура дефолтов на рынке рублевых облигаций в 2008 – 2009 гг.

Отрасль	Всего дефолты		В т.ч. полноценные	
	Кол-во	Объем выпусков, млн. руб.	Кол-во	Объем выпусков, млн. руб.
Торговля	33	43 000	17	22 600
Пищевая и АПК	18	19 500	11	12 600
Строительство и девелопмент	14	25 600	9	20 400
Транспорт	14	37 300	5	6 500
Машиностроение	10	10 873	4	3 600
Финансы	6	11 180	5	11 000
Ц/бумажная и лесопереработка	6	5 000	5	3 500
Металлургия	5	7 100	2	2 400
Легкая пром-сть	4	3 060	3	2 060
Связь	2	2 000	0	0
Химия и н/химия	1	1 500	0	0
<b>Общий итог</b>	<b>113</b>	<b>166 113</b>	<b>61</b>	<b>84 660</b>

Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

Принимая во внимание резкое ухудшение ситуации в экономике, наблюдаемое в конце 2008 г. – начале 2009 г.; «фактический» отказ от поддержки со стороны государства многих предприятий, в т.ч. и из списка «системообразующих»; расширение «практики реструктуризации» задолженности среди эмитентов, до конца текущего года можно ожидать существенного роста неисполнения обязательств по офортам и погашению рублевых облигаций, общий объем которых в оставшиеся 10 месяцев составляет более 822 млрд. руб. (на долю обязательств по офортам приходится 790%). При этом наши рекомендации при инвестировании средств на облигационном рынке ограничиваться ценными бумагами эмитентов первого эшелона и отдельных эмитентов второго эшелона, относящихся к банковскому сектору, отраслям ТЭК и телекоммуникаций, среди эмитентов которых дефолтов не наблюдалось (см. таблицу).

## Итоги исполнения офорт в январе – феврале 2009 г. и «ожидания» инвесторов

Дата события	Выпуск	Объем выпуска (млн. руб.)	Доля предъявленных облигаций	Цена сделок за 1 мес. до офорта, % от номинала	УТО сделок за 1 мес. до офорта, % годовых	Примечание*
11.01.2009	АвтомирФ-2	2 000	3.2%	99.00	18.50	
12.01.2009	ВТК 1	1 000	94.5%	28.05	3954.51	Дефолт.
12.01.2009	ФинБизГр 1	3 000	0.0%	-	-	
13.01.2009	ЭнергЦент1	3 000	68.8%	90.50	284.20	Дефолт.
13.01.2009	Домоцентр1	1 000	56.7%	65.00	7907.03	
16.01.2009	МоторФин-2	1 000	98.6%	90.43	244.49	
21.01.2009	Инпром 02	1 000	0.0%	59.10	78971.88	Дефолт.
27.01.2009	РОССКАТ-К1	1 200	58.1%	89.23	341.35	
27.01.2009	Синергия-2	2 000	27.3%	92.00	215.47	
27.01.2009	Магнолия-1	1 000	100.0%	97.00	69.27	
28.01.2009	ЭФКО-02 об	1 500	38.9%	78.83	1674.29	
02.02.2009	СпортМ-Ф-1	3 000	51.6%	-	-	
03.02.2009	Сибирь-01	2 300	95.5%	77.79	1461.52	Дефолт.
09.02.2009	СибАкИнв-1	1 000	62.9%	75.60	3640.82	
09.02.2009	Престиж-01	63	0.0%	99.20	20.30	
10.02.2009	ТрансТС 01	1 000	52.9%	99.70	17.16	

11.02.2009	ДВТГ-Ф 01	1 000	19.1%	76.68	2166.48	Дефолт.
12.02.2009	ГАЗФин 01	5 000	96.9%	71.55	7053.32	Дефолт.
12.02.2009	КмплФин 01	1 000	100.0%	84.00	898.60	Дефолт.
13.02.2009	ИнкомЛада2	1 400	100.0%	3.60	>100 000	Дефолт.
13.02.2009	ТГК-10 об2	5 000	99.2%	98.75	28.59	
13.02.2009	Аркада-04	1 500	68.7%	42.60	876.87	Дефолт.
13.02.2009	БанкМоск-2	10 000	97.6%	101.52	-4.23	
16.02.2009	РК-Терм 01	500	100.0%	-	-	Дефолт.
16.02.2009	ВТБ24 02	10 000	0.0%	-	-	
17.02.2009	ДалурФин 1	520	100.0%	99.05	31.87	
18.02.2009	КОПЕЙКА 02	4 000	34.6%	96.00	54.91	
18.02.2009	Трансмаш-2	4 000	98.2%	98.00	39.21	
18.02.2009	МоскомцБ-2	3 000	0.0%	-	-	
19.02.2009	РусСтанд-6	6 000	62.7%	97.92	41.41	
19.02.2009	КраснБог-1	2 000	0.0%	-	-	
20.02.2009	БАНАНА-М-2	1 500	100.0%	0.42	>100 000	Дефолт.
20.02.2009	Митлэнд-01	1 000	54.6%	53.99	>100 000	Дефолт.
24.02.2009	БанкСОЮЗ04	3 000	100.0%	106.00	-56.84	
24.02.2009	НОМОС 8в	3 000	100.0%	99.32	18.53	
25.02.2009	РосселхБ 6	5 000	94.6%	99.81	11.57	
26.02.2009	<b>СУ-155 3об</b>	<b>3 000</b>	<b>77.4%</b>	<b>88.39</b>	<b>429.87</b>	
26.02.2009	ЖилсоцФ-3	1 500	0.0%	100.00	13.90	
27.02.2009	ТГК-6Инв-1	2 000	100.0%	100.00	10.31	
27.02.2009	МКАПИТАЛ-1	1 500	1.4%	-	-	

\* - Под дефолтом принимается неисполнение обязательств в необходимые сроки.

Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

## Ожидаемые оферты в марте 2009 г. и «ожидания» инвесторов

Дата события	Выпуск	Объем выпуска (млн. руб.)	Текущая цена сделок, % от номинала	УТО текущая, % годовых	Цена сделок за 1 мес. до оферты, % от номинала	УТО сделок за 1 мес. до оферты, % годовых
03.03.2009	Искрасофт2	300	-	-	30.00	> 100 000
03.03.2009	Лебеднск-2	1 500	-	-	-	-
04.03.2009	КОПЕЙКА 02	4 000	99.98	17.89	99.73	12.88
04.03.2009	ММ-Фин 01	1 000	-	-	-	-
04.03.2009	Мортон-01	500	-	-	-	-
05.03.2009	Рыбкаб-1	1 000	-	-	-	-
06.03.2009	ВБД ПП 3об	5 000	-	-	-	-
10.03.2009	МИА-3об	1 500	98.50	58.59	99.00	23.78
10.03.2009	МИАН-Дев-1	2 000	-	-	-	-
11.03.2009	ЛОМО 03	1 000	-	-	95.02	116.54
12.03.2009	Вежа-Инв-1	700	-	-	62.12	40760.94
13.03.2009	Эрконпрод1	1 200	94.00	691.09	92.50	202.23
13.03.2009	ПЧРБ-Фин1	1 250	99.00	45.95	94.01	148.54

13.03.2009	ТрансКонт1	3 000	-	-	99.44	17.78
13.03.2009	ГрадостИн1	450	-	-	-	-
16.03.2009	ГЛОБЭКС 01	2 000	99.35	29.63	98.50	35.93
16.03.2009	Система-01	6 000	99.85	16.86	99.30	19.71
16.03.2009	ВладпромБ1	200	-	-	-	-
17.03.2009	НИТОЛ 02	2 200	88.99	292.55	89.72	151.76
19.03.2009	ЕврокомФК5	5 000	5.97	> 100 000	0.23	> 100 000
19.03.2009	УрСИ сер07	3 000	99.72	14.96	99.85	10.62
20.03.2009	Восточный1	1 500	-	-	98.50	37.48
22.03.2009	ДГК-01	5 000	76.54	20755.86	51.30	> 100 000
23.03.2009	ГлСтрой-2	4 000	-	-	95.99	91.83
23.03.2009	СатурнНПО2	2 000	-	-	98.00	46.05
23.03.2009	БашкирэнЗв	1 500	99.60	15.26	99.50	16.03
23.03.2009	Якутскэн02	1 200	97.00	71.22	98.50	33.85
23.03.2009	ХКФ Банк-3	3 000	100.45	5.22	99.50	20.31
24.03.2009	МКБ 04обл	2 000	99.04	30.41	98.10	42.16
26.03.2009	МОИТК-02	4 000	17.12	> 100 000	23.11	> 100 000
26.03.2009	СИТРОНИКС1	3 000	97.00	71.80	96.03	82.87
27.03.2009	КИТФинБ-02	2 000	-	-	99.06	25.79
30.03.2009	Киров.зд1	1 500	-	-	-	-
30.03.2009	ЖилсоцФ-3	1 500	-	-	-	-

Источник: оценка и расчеты БК «РЕГИОН»

## 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](http://www.region.ru)

REUTERS: REGION  
BLOOMBERG: RGNM

## ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

### ВЕКСЕЛЬНЫЙ РЫНОК

Богдан Крищенко (доб. 580, [krishenko@region.ru](mailto:krishenko@region.ru) )

Павел Голышев (доб. 460, [golyshev@region.ru](mailto:golyshev@region.ru) )

### ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК

Сергей Гуминский (доб. 433, [guminskiy@region.ru](mailto:guminskiy@region.ru) )

Петр Костиков (доб. 471, [kostikov@region.ru](mailto:kostikov@region.ru) )

Анна Нестерова (доб. 549, [nesterova@region.ru](mailto:nesterova@region.ru) )

Татьяна Тетёркина (доб. 112, [korolek@regnm.ru](mailto:korolek@regnm.ru) )

### ОРГАНИЗАЦИЯ ВЕКСЕЛЬНЫХ И ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

Олег Дулебенец (доб. 584, [dulebenets@regnm.ru](mailto:dulebenets@regnm.ru) )

### АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак (доб. 405, [aermak@region.ru](mailto: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.