

УДК 336.14(075.8)

Анализ результатов эмиссии облигаций на авиационных предприятиях

Мелик-Асланова Н.О.

*Московский авиационный институт (национальный исследовательский университет), МАИ, Волоколамское шоссе, 4, Москва, А-80, ГСП-3, 125993, Россия
e-mail: Melik-Aslanova@yandex.ru*

Аннотация

Проводится анализ результатов эмиссии облигаций на предприятиях авиационной промышленности. Дается статистика эмиссии облигаций в период с 2000 по 2013 г., также данные по доходности, срокам и рейтингу. Представлены расчеты показателей эффективности облигаций, полученные результаты изложены в соответствующих таблицах.

Ключевые слова: облигация, дюрация, модифицированная дюрация, доходность к погашению

За последнее десятилетия предприятия авиационной промышленности успешно выпускают и размещают корпоративные облигации. Специфика отрасли, главная особенность которой длительность производственного цикла и многолетний характер контрактов заставил диверсифицировать структуру финансирования деятельности компании. Статистика выпуска облигационного займа авиационными предприятиями приведена в табл. 1.

Таблица 1

Эмиссии облигаций авиационными предприятиями за период с 2000 по 2013 гг.

Эмитент, номер эмиссии	Статус эмиссии	Дата начала размещения	Номинал, валюта руб.	Объем эмиссии, шт.
ИРКУТ, 01	Погашена	2002 г.	1000	600 000
ИРКУТ, 02	Погашена	2002 г.	1000	1 500 000
МиГ-Финанс,01	Дефолт по погашению	2004 г.	1000	1 000 000
ИРКУТ, 03	Погашена	2005г.	1000	3 250 000
МиГ-Финанс,02	Погашена	2006 г.	1000	3 000 000
Гражданские самолеты Сухого, 01	В обращении	24.05.2007 г.	1000	5 000 000
ИРКУТ, БО-01	В обращении	14.09.10 г.	1000	5 000 000
ИРКУТ, БО-02	Планируется	2012 г.	1000	7 500 000
ИРКУТ, БО-03	Планируется	2012 г.	1000	10 000 000
Гражданские самолеты Сухого, БО-01	В обращении	27.11.10 г.	1000	3 000 000
Гражданские самолеты Сухого, БО-02	В обращении	27.04.11 г.	1000	3 000 000
Гражданские самолеты Сухого, БО-03	В обращении	27.04.11 г.	1000	3 000 000
Объединенная авиастроительная корпорация, 01	В обращении	20.04.2011 г.	1000	46 280 000

Источник: данные компании

Корпорация «МиГ-Финанс» создана корпорацией ФГУП РСК «МиГ» с целью привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг. Основная задолженность компании с 2000 года включает векселя ФГУП РСК «МиГ» и облигационный займ. Компанией были выпущены корпоративные облигации серии 01 и 02. Облигации серии 01 не были погашены, по ним объявлен дефолт. Слабые финансовые показатели и высокая долговая нагрузка отрицательно сказывается на инвестиционной привлекательности облигаций РСК МиГ. Как видно из таблицы облигации серии 02 погашены и дальнейшая эмиссия облигаций не планируется.

ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» образовано в 2000 г. для создания новых образцов авиационной техники гражданского назначения. Основная задолженность компании включает займы и кредиты. Эмиссией облигаций корпорация занимается с 2007 года. Поручителем по облигациям является материнская компания АХК «Сухой», что делает приобретение данных облигаций эффективным, тем более что с момента выпуска корпорация полностью рассчиталась по всем обязательствам облигаций.

Корпорация «ИРКУТ» выпускает корпоративные облигации с 2002 года. Положительные финансовые результаты и активная инвестиционная деятельность обеспечивают высокий рейтинг облигаций. Из представленных облигаций, только облигации данной компании крепко укрепили свои высокие и непоколебимые позиции на фондовом рынке.

Объединенная авиастроительная корпорация занимается эмиссией облигаций с 2011 года. Данное решение было принято государством с целью реструктуризации

долговой нагрузки корпорации. Выпуск облигаций ОАО «ОАК» серии 01 обеспеченны госгарантией РФ.

Корпоративные облигации можно классифицировать по нескольким признакам: срокам выпуска, структуре размещения, структуре погашения, по выплате доходов и т.д. (табл. 2)

Виды корпоративных облигаций по срокам обращения:

- Краткосрочные – сроком до 1 года;
- Среднесрочные – сроком от 1 до 5 лет;
- Долгосрочные – на срок свыше 5 лет.

Данная классификация приведена условно, поскольку в российском законодательстве не указаны сроки обращения корпоративных облигации, а государственные долговые обязательства ограничены сроком обращения 30 лет.[3]

Таблица 2

Сроки обращения и ставка купона корпоративных облигаций авиационных предприятий.

Эмитент, номер эмиссии	Дата размещения	Дата погашения	Вид	Ставка купона
ИРКУТ, 01	01.04.2002	27.03.2005	Краткосрочные	
ИРКУТ, 02	05.11.2002	02.11.2005	Краткосрочные	1, 2 купоны - 18,5% годовых 3, 4 купоны – 17% годовых 5, 6 купоны – 16% годовых
МиГ-Финанс,01	09.06.2004	03.06.2009	Среднесрочные	
ИРКУТ, 03	22.09.2005	16.09.2010	Среднесрочные	8,74% годовых
МиГ-Финанс,02	12.09.2006	06.09.2011	Среднесрочные	
Гражданские самолеты Сухого, 01	29.03.2007	29.03.2017	Долгосрочные	1-5 купоны - 7.85% г. 6,7 купоны - 15% г. 8-9 купоны - 9,25% г. 10-11 купоны -7% г. 12-13 купоны -8% г. 14-20 купоны - определяет эмитент
ИРКУТ, БО-01	14.09.2010	2013 год	Краткосрочные	1-6 купоны -9,25%

				ГODOVЫХ
ИРКУТ, БО-02	Планируется в 2012	2015 год	Краткосрочные	
ИРКУТ, БО-03	Планируется в 2012	2015 год	Краткосрочные	
Гражданские самолеты Сухого, БО-01	24.12.2010	20.12.2013	Краткосрочные	1-6 купоны - 8,25% годовых.
Гражданские самолеты Сухого, БО-02	26.04.2011	22.04.2014	Краткосрочные	1-2 купоны - 7,5% г. 3-4 купоны - 9% г., 5-6 купоны - ставку определяет эмитент
Гражданские самолеты Сухого, БО-03	26.04.2011	22.04.2014	Краткосрочные	1-4 купоны - 8,25% г. 5-6 купоны - ставку определяет эмитент
Объединенная авиастроительная корпорация, 01	12.04.2011	17.03.2020	Долгосрочные	1-18 купоны - 8% годовых

Источник: данные компании

Сроки размещения, как мы видим из таблицы 2, у каждого эмитента различны и зависят от целей эмиссии и направление использования средств. Корпорация «Иркут» направляет средства на пополнение оборотных средств и инвестирование в производство самолетов МС 21, ЗАО «ГСС» на рефинансирование текущей задолженности по кредитам и займам и финансирование основной деятельности, для ОАО «ОАК». Основной целью эмиссии облигаций является привлечение средств на финансирование своей инвестиционной и основной производственной деятельности, а также для погашения кредитов, как своих, так и дочерних и зависимых обществ, привлеченных ими ранее в ОАО «Сбербанк России», ОАО «Банк ВТБ» в государственной корпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)».

Как в случае с кредитами краткосрочные облигационные займы привлекаются для финансирования текущей деятельности, а долгосрочные для инвестиционной деятельности.

Большинство облигаций, обращающихся на рынке, имеют фиксированный купонный доход с квартальной или полугодовой периодичностью выплат. Ставка купона может быть зафиксирована в проспекте эмиссии или установлена в ходе аукциона по размещению займа. Некоторые предприятия устанавливают купонную ставку на уровне ставки рефинансирования, чтобы сделать вклады в облигации, не менее выгодными, чем вклады по банковским депозитам.

Рассматривая купонные ставки по облигациям авиационной промышленности (табл. 2), мы видим, что за последние три года ставка купона находится на уровне 8,25%, что соответствует ставке рефинансирования ЦБ РФ.

Гарантию размещения ценных бумаг на первичном рынке обеспечивают инвестиционные посредники - андеррайтеры. Андеррайтер на рынке ценных бумаг – это профессиональный участник (инвестиционный банк), осуществляющий андеррайтинг (размещение) выпуска ценных бумаг и имеющий лицензию на осуществление брокерской и дилерской либо только брокерской деятельности. [2]

На практике, как правило, для размещения большого выпуска ценных бумаг несколько инвестиционных банков (андеррайтеров) и профессиональных участников (брокеров) объединяются, образуя эмиссионный синдикат. Также в выпуске и размещении облигаций принимают участие организаторы и со-организаторы. В таблице 3 представлены члены эмиссионного синдиката и

организаторы, осуществляющие первичное размещение облигаций авиационных предприятий за последние 3 года.

Таблица 3

Члены эмиссионного синдиката и организаторы эмиссии ценных бумаг

Эмитент, номер эмиссии	Организаторы и со-организаторы	Андеррайтеры	Со-андеррайтеры
Гражданские самолеты Сухого, 01	НОМОС Банк, Тройка Диалог. Внешэкономбанк, ВТБ,	Газпромбанк, ММБ, МДМ Банк, ХАНТЫ-МАНСИЙСКИЙ БАНК	Инвестиционный банк ТРАСТ, Судостроительный банк, Транскапиталбанк, Фоника Финанс, Хеджевый Фонд
ИРКУТ, БО-01	ОАО «МДМ Банк».	Связь-Банк, Банк Россия, РОНИН, Кредит Свис	ИФД КапиталЪ, НОТА-Банк, Татфондбанк, Запсибкомбанк, Нацинвестпромбанк, М2М Прайвет Банк, Инвестторгбанк, Банк Зенит и НОВИКОМБАНК
Гражданские самолеты Сухого, БО-01	Банк «ОТКРЫТИЕ», «ВТБ Капитал» Банк «Петрокоммерц»	ВТБ Капитал	РОСБАНК, ИК КапиталЪ, Банк Русский Стандарт, Совкомбанк, Банк ЗЕНИТ, Промсвязьбанк.
Гражданские самолеты Сухого, БО-02	Банк «ОТКРЫТИЕ», «ВТБ Капитал», Банк «Петрокоммерц»	ВТБ Капитал	РОСБАНК, ИК КапиталЪ, Банк Русский Стандарт, Совкомбанк, Банк ЗЕНИТ, Промсвязьбанк.
Гражданские самолеты Сухого, БО-03	Банк «ОТКРЫТИЕ», «ВТБ Капитал» Банк «Петрокоммерц»	ВТБ Капитал	РОСБАНК, ИК КапиталЪ, Банк Русский Стандарт, Совкомбанк, Банк ЗЕНИТ, Промсвязьбанк.
Объединенная авиастроительная корпорация, 01	Сбербанк России, ВТБ Капитал, ВЭБ Капитал	ВТБ Капитал	ВЭБ Капитал

Источник: данные компании

Как видим из таблицы 3 в эмиссии облигаций участвуют достаточно большое количество банков. Андеррайтеры в данном случае работают по договору «на базе

лучших усилий». В этом случае, у андеррайтеров отсутствуют обязанности по приобретению не размещенных в срок ценных бумаг. Нераспроданная часть эмиссии возвращается эмитенту. Обязательством андеррайтера является приложить максимальные усилия для размещения ценных бумаг, однако, финансовой ответственности за конечный результат андеррайтер не несет. Тем самым финансовые риски, связанные с не размещением части ценных бумаг, полностью ложатся на эмитента. Основная сумма расходов по размещению более 90% в таблице 4- это расходы, связанные с оплатой услуг андеррайтеров. Незначительная часть расходов связана с допуском ценных бумаг эмитента к торгам организатором торговли на рынке ценных бумаг, в том числе с включением ценных бумаг эмитента в котировальный список фондовой биржи (листингом ценных бумаг), раскрытием информации, реклама.

Таблица 4

Сведения о расходах, связанных с эмиссией ценных бумаг

Эмитент, номер эмиссии	Объем эмиссии, тыс.руб.	Расходы, руб.	В процентах от объема эмиссии ценных бумаг по номинальной стоимости.
ИРКУТ, БО-01	5 000 000	21050000	0,421
ИРКУТ, БО-02	7 500 000	31050000	0,414
ИРКУТ, БО-03	10 000 000	41050000	0,411
Гражданские самолеты Сухого, 01	5 000 000	50000000	1
Гражданские самолеты Сухого, БО-01	3 000 000	37500000	1,25
Гражданские самолеты Сухого, БО-02	3 000 000	37500000	1,25
Гражданские самолеты Сухого, БО-03	3 000 000	37500000	1,25

Объединенная авиастроительная корпорация, 01	46 280 000	61985400	0,134
--	------------	----------	-------

Источник: данные компании

В случае с корпоративными облигациями в эти расходы включают уплаченную государственную пошлину за регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг. Но с 2010 года на фондовом рынке стали размещать биржевые облигации, которые регистрирует биржа. Срок обращения биржевых облигаций должен быть не более 3 лет. Данный инструмент могут выпускать компании, бумаги которых уже котируются на бирже. Государственная пошлина по биржевым облигациям не оплачивается.

В продолжение данной статьи целесообразно рассчитать ключевые показатели облигаций предприятий авиационной промышленности. Расчеты ведутся на дату 08.02.2013 год, в качестве процентной ставки финансового инструмента используется ставка рефинансирования 8,25%. Все расчеты проводятся с использованием функций Excel и представлены в таблице 5.

Таблица 5

Расчет ключевых показателей облигаций

Эмитент, номер эмиссии	Дата выпуска	Дата погашения	Рейтинг	Дюрация, дни	Модифицированная дюрация	Доходность к погашению (УТМ)	Текущая доходность
ИРКУТ, БО-01	14.09.2010	10.09.2013.	BB	204,02	0,54%	8,51%	9,21%
Гражданские самолеты Сухого, 01	29.03.2007	26.03.2017	BB	1249,77	3,31%	8,22%	8%
Гражданские самолеты Сухого, БО-01	24.12.2010	20.12.2013	BB	304,81	0,81%	15,73%	8,77%
Гражданские самолеты Сухого, БО-02	26.04.2011	22.04.2014	BB	410,91	1,09%	8,98%	9,00%

Гражданские самолеты Сухого, БО-03	26.04.2011	22.04.2014	BB	412,61	1,09%	8,32%	8,26%
Объединенная авиастроительная корпорация, 01	15.03.2011	17.03.2020	BB	1900,00	5,03%	8,00%	8,00%

Надежность облигации характеризуется рейтингом, присваиваемым рейтинговым агентством на основе анализа и прогноза финансового состояния эмитента. Из табл. видно, что всем облигациям авиационных предприятий присвоен рейтинг BB, что означает, вложение в данные облигации вне опасности в краткосрочной перспективе, но имеется существенная неопределенность, связанная с чувствительностью по отношению к неблагоприятным деловым, финансовым и экономическим условиям.

Изменение процентных ставок в стране, уровень инфляции оказывают влияние на показатели эффективности эмиссии облигаций.. В результате цены облигаций на рынке двигаются в ту или иную сторону, тем самым регулируя доходность по инструментам. Чем выше срок до погашения облигации, тем более рискованными являются вложения в нее. Поэтому инвесторам необходимо знать средний срок до погашения облигации. Средний срок до погашения облигации определяется показателем дюрации.

Соответственно, у биржевых облигаций сроком обращения на 3 года данный показатель меньше, чем у корпоративных облигаций сроком более 5 лет. Дюрация уменьшается по мере того, как приближается срок погашения и определяется по формуле:

$$D = \left[\frac{\sum_{t=1}^n INT_t * t}{(1 + r_d)} \right] / P$$

Где INT_t – купонные платежи включая номинал; r_p – процентная ставка финансового инструмента за период; t – период наступления платежа; n – срок до погашения облигации; P – цена облигации.

В электронной таблице Excel данный показатель определяется по функции ДЛИТ().

Более информативным показателем является модифицированная дюрация – показатель, характеризующий реакцию цены облигации на изменение доходности к погашению. Важно отметить, что модифицированная дюрация показывает волатильность не чистой цены, а полной, включающей накопленный купонный доход. Формула определения модифицированной дюрации имеет вид;

$$MD = \frac{D}{(1 + YTM)}$$

Где MD – модифицированная дюрация, D – дюрация Маколея, YTM – доходность к погашению.

Динамика цены облигации определяется по формуле:

$$\frac{\Delta P}{P} = -MD * \Delta YTM$$

Где P – цена (включая НКД); ΔP – изменение цены; ΔYTM – изменение доходности/

В электронной таблице Excel данный показатель определяется по функции МДДЛИТ().

Доходность облигации к погашению (yield to maturity – YTM). Формула имеет вид:

$$YTM = \frac{INT + (M - P)/N}{0,4M + 0,6P}$$

Где M - номинальная стоимость облигации; N – количество лет, оставшееся до погашения облигации.

Данный показатель присутствует практически во всех финансовых сводках, публикуемых в открытой печати и специальных аналитических обзорах.

По сути, она представляет собой внутреннюю норму доходности инвестиции (internal rate of return – *IRR*). Полученный показатель *YTM* (в таблице 5) будем сравнивать с процентной ставкой финансового инструмента (ставкой рефинансирования 8,25). Как видим, из таблицы 5, все облигации по доходности почти равны ставке рефинансирования, но самой доходной облигацией на момент расчетов являются облигации ГСС БО-01 ($YTM = 15,73\%$).

В электронной таблице Excel данный показатель определяется по функции ДОХОД().

Текущая доходность процентной облигации - это сумма купонных платежей за год, делённая на текущую рыночную стоимость облигации. Текущая доходность представляет собой упрощенный показатель, позволяющий производить сравнение нескольких облигаций. Сравнивая текущую доходность облигаций в таблице 5, предпочтение на стороне облигаций Иркут БО-01.

Выводы:

Проведенный анализ эмиссии облигаций предприятий авиационной промышленности показал:

1. Рынок облигаций предприятий авиационной промышленности развивается;

2. Предприятия предпочитают выпускать облигации сроком не более 3 лет, уменьшая при этом затраты на эмиссию и сроки размещения;
3. Несмотря на тяжелое финансовое положение эмитентов они эффективно справляются с долговыми обязательствами по облигациям;
4. Расходы на эмиссию небольшие, менее 1% от номинала эмиссии. Процентные платежи по облигациям меньше чем по банковским кредитам;
5. Вложения в облигации авиационной промышленности вне опасности. Эмитенты достаточно крупные компании, ведущие активную инвестиционную политику. По полученным значениям риски вложения в ту или облигацию эмитента из таб. 6 почти одинаковые.

Библиографический список

1. Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 28.12.2002, N 185-ФЗ.
2. Шохин Е. И. Финансовый менеджмент: Учебное пособие. – М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2004. -114 с.
3. Никонова И.А. Ценные бумаги для бизнеса: Как повысить стоимость компании с помощью IPO, облигационных займов и инвестиционных операций.- М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.- 362 с.