

Аналитики: Михаил Галкин, Максим Коровин e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

«Игра для смелых»: новые возможности в сегменте «провалившихся» облигаций

Согласно проведенному нами недавно опросу, в текущей конъюнктуре наиболее привлекательным сегментом рынка рублевых облигаций участники считают качественные выпуски, т.е. госбумаги, 1-й эшелон и облигации из списка «репо» ЦБ. Это подтверждает тезис о том, что одним из важнейших критериев для инвесторов в настоящее время является ликвидность портфеля.

На наш взгляд, сегмент облигаций 2-3 эшелонов сейчас также предлагает достаточно интересные возможности заработать, сохранив при этом относительно высокую ликвидность портфеля. Мы имеем в виду в первую очередь короткие облигации сегмента «distressed debt», который в нашем предыдущем обзоре по этому поводу от 12 апреля 2007 г. мы определили как облигации с доходностями около 15% и выше (S&P относит к «distressed debt» облигации со спредами к базовым активам в 10 пп и более).

С июля по сентябрь количество таких рублевых выпусков выросло с 15-20 более чем до 90. На наш взгляд, причиной «провала» котировок облигаций и роста доходностей во 2-3 эшелонах являются не только фундаментальные факторы (негативные кредитные события, опасения дефолта в связи с ростом системных рисков рефинансирования), но и «технические». К последним мы относим указание торговым дескам сокращать облигационные портфели для повышения ликвидности соответствующих финансовых организаций. Очевидно, что, в условиях глобального кризиса ликвидности и тяжелой ситуации на российском денежном рынке, это достаточно распространенное явление. В отсутствие свободных лимитов, любые более-менее крупные продажи облигаций 3-го эшелона приводят к резкому снижению котировок и росту доходностей.

Мы рекомендуем инвесторам с высоким аппетитом к риску воспользоваться такими техническими «провалами», тем более что среди «провалившихся» бумаг есть выпуски заемщиков, которые скорее случайно оказались в distressed-сегменте и с высокой вероятностью найдут средства для рефинансирования. Ограничиваясь покупкой коротких выпусков этой группы и удерживая их до оферты/погашения, инвесторы смогут наряду с высокой доходностью поддерживать высокую ликвидность портфеля. Минусом такой стратегии является необходимость в течение короткого периода времени принимать на себя кредитный риск большого количества эмитентов.

В таблице ниже мы предлагаем список коротких «провалившихся» облигаций 2-3 эшелонов, которые, на наш взгляд, с высокой вероятностью будут погашены (выкуплены) в срок и в полном объеме. Напротив каждого из эмитентов мы приводим короткие комментарии относительно того, почему, по нашему мнению, его дефолт маловероятен. Для инвесторов, у которых есть возможность поподробнее узнать о «запасе прочности» других высокодоходных эмитентов со скорыми офертами или погашениями, список может быть гораздо шире. При этом он может меняться в ежедневном режиме: появляются новые возможности, и наоборот, какие-то бумаги начинают торговаться выше по цене или погашаются.

Мы бы хотели предварить наш список общими рассуждениями. Основываясь на том, что в течение последних недель некоторые уязвимые к рискам рефинансирования российские заемщики успешно «прошли» оферты и погашения рублевых облигаций, мы полагаем, что количество дефолтов по облигациям в ближайшие месяцы едва ли будет большим. Источниками средств для погашения обязательств российских заемщиков становятся:

1) **Кредиты в банках.** Во-первых, на помощь заемщику могут прийти банки, которые уже его кредитуют или являются крупными держателями его облигаций. Находясь перед выбором – предоставить рефинансирование или получить просроченный кредит/займ (со всеми вытекающими

отсюда последствиями) – банки по возможности выберут первое, даже несмотря на ужесточение кредитной политики и/или собственные сложности с ликвидностью. Во-вторых, новыми кредиторами заемщиков могут стать банки, не испытывающие сейчас острых проблем с ликвидностью. Это госбанки, а также «дочки» иностранных банков, которые могут воспользоваться ситуацией для наращивания кредитного портфеля и завоевания рыночных позиций. В случае с госбанками, мотивация может быть еще и «политической»: недавно министр финансов А.Кудрин заявил, что правительство сделает все возможное, чтобы уберечь российских заемщиков от глобального кризиса ликвидности.

2) Собственные средства. Компании нередко могут профинансировать выплаты задолженности по облигациям за счет собственных средств, сократив инвестиционные аппетиты, увеличив кредиторскую задолженность или продав часть активов.

3) Средства акционеров или M&A-сделки. Ориентируясь на оценки своих бизнесов, которые, судя по динамике индекса РТС, пока почти не пострадали из-за глобального кризиса ликвидности, акционеры российских эмитентов имеют высокую мотивацию «спасти» свои активы от дефолтов и банкротств. Поэтому при анализе риска дефолта в текущей ситуации имеет смысл принимать во внимание предполагаемое благосостояние ключевых акционеров и оценивать степень важности заемщика для них. В случае отсутствия у акционеров собственных средств для поддержки, они могут попытаться привлечь займы под залог или продать те или иные активы (в т.ч. активы самого заемщика). У достаточно большого количества российских эмитентов конечным контролирующим акционером является государство. Российские органы власти всех уровней, а также госкомпании сейчас находятся в хорошей форме с точки зрения кредитоспособности и ликвидности, поэтому имеют возможность поддержать свои «дочки».

Таблица. Интересные текущие возможности в 3-м эшелоне: короткие и «провалившиеся» выпуски эмитентов, которые с высокой вероятностью исполняют свои обязательства по офертам/погашениям

Эмитент, серия выпуска	Доходность к оферте или погашению	Дата оферты или погашения	Комментарий
Жилсоципотека, 1	29.82%	06/11/2007	100%-ная «дочка» РЖД (А3/BBB-), выполняющая функции девелопера в интересах железнодорожной монополии. Вероятность поддержки от РЖД очень высока. Возможная форма поддержки – кредиты напрямую или через Транскредитбанк (Ва3/BB). К последнему выпуску ЖСИ прилагалось «комфортное письмо» РЖД.
Л'Этуаль (Алькор&Ко), 1	22.75%	14/12/2007	Крупнейшая парфюмерно-косметическая сеть России с умеренной долговой нагрузкой (Долг/EBITDA < 1.5x). Оферта по облигациям приходится на декабрь – пик продаж группы. По нашей информации, Л'Этуаль готова к тому, чтобы в случае необходимости полностью выкупить заем.
АиФ/МедиаПресса, 1	18.44%	24/12/2007	Ценные медиа- и издательские активы группы, контролируемой владельцами Промсвязьбанка братьями Ананьевыми. Мы считаем, что акционеры имеют возможности и высокую заинтересованность в поддержке этих активов.
Синергия, 1	16.50%	31/10/2007	Компания разместила 2-й заем на 2 млрд. руб. в июле, при этом не совершала никаких крупных M&A-сделок, в результате чего, по нашим оценкам, сохранила устойчивую позицию с точки зрения ликвидности (денежные средства, свободные лимиты в банках).
РКС, 1	15.00%	22/10/2007	Крупная управляющая компания в сегменте ЖКХ, которая является частью энергетических и коммунальных активов группы Ренова. Титульный проект в рамках российской реформы ЖКХ. S&P недавно присвоило Ренове рейтинг «BB/Стабильный».

Источник: МДМ-Банк

Управляющий директор, Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com		

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

Электроэнергетика

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

Редакторы

Эндрю Муллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2007, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.