

Рынок облигаций

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 14 июля 2008 г.

ОБОЗРЕВАТЕЛЬ

ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ,

Макроэкономика, денежный рынок
dmitri.bogoslovsky@lcib.ru

АНДРЕЙ ЗОЛотов

Рынки долгового капитала
andrey.zolotov@lcib.ru

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, %
PTC	2167,18	-0,94
MMB5	1622,01	-2,68
DJIA	11100,54	-1,67
Rux-Cbonds	223,146	0,08
USD/EUR	1,592	-1,78
RUR/USD	23,436	0,23
Золото, USD/тр. унц.	964,2	3,54
Нефть, USD/барр.	144,38	0,19

Источник: Bloomberg, Cbonds

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, б. п.
UST10	4	3
Russia 30-UST 10	154	-18
EMBI Rus	169	-10
Mosprime 3M	5,91	-2
LIBOR 3M	2,8	1

Источник: Bloomberg

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Из событий предыдущей недели на денежном рынке стоит отметить очередное повышение ключевых процентных ставок ЦБ РФ и укрепление курса рубля.

С понедельника Банк России повысил ключевые процентные ставки на традиционные 0,25 п. п., теперь ставка рефинансирования составляет 11 % годовых, ставка по депозитам на одну неделю – 4,25 % годовых, а ключевая для рынка облигаций ставка прямого РЕПО теперь составляет 7% годовых (нижняя граница). Это уже третье за последние три месяца повышение ключевых ставок и четвертое в 2008 году (первый раз было в феврале). Мы ожидали, что очередное ужесточение денежно-кредитной политики произойдет ближе к концу июля, но, по всей видимости, неожиданное повышение ставки со стороны ЕЦБ позволило Банку России пойти на повышение ставок (главным образом депозитных) не опасаясь притока «горячих» денег в рамках carry trade.

Отметим, что в настоящий момент повышение ставок не актуально для рынка, так как ликвидности в банковской системе достаточно, межбанковские ставки низкие и соответственно обращаться в ЦБ РФ за рублями нет необходимости. Разве что теперь минимальный уровень ставки overnight на межбанковском рынке будет составлять 3,75 % (столько дает ЦБ РФ по однодневным депозитам). Повышение ставки РЕПО теоретически должно привести к повышению ставок по бумагам первого эшелона, для сохранения маржи данного рода операций, в особенности по госбумагам, хотя данный сегмент, по всей видимости, потерял рыночный характер, и доходности ОФЗ уже не отражают, и вероятно не будут отражать реалии рынка.

На прошлой неделе Банк России позволил укрепиться рублю к бивалютной корзине до 29.43. По всей видимости, регулятор расширил границы допустимого колебания курса, но точное значение нижней границы пока неизвестно. Предполагалось, что она находится на уровне 29,40-29,41, но в понедельник неожиданно рубль вновь укрепился бивалютной корзине до 29,37. Курс рубля к доллару в понедельник достиг уровня 23,20. Сейчас задача участников валютного рынка нащупать уровень поддержки ЦБ РФ. Инвесторы вновь начали играть на повышение курса рубля (плюс клиентские продажи перед выплатой налогов) и Банку России придется на этой неделе, скорее всего, увеличить покупки долларов, что добавит ликвидности в банковскую систему.

В итоге, Банк России применяет основные доступные ему методы борьбы с инфляцией. Мы считаем, что следующим шагом должно стать повышение отчислений в ФОР.

Пока же ликвидности ничего не угрожает, и в ближайшие недели ставки на межбанковском рынке будут находиться на низких уровнях.

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

Первичный рынок.

Наиболее важными событиями первичного рынка стали следующие размещения:

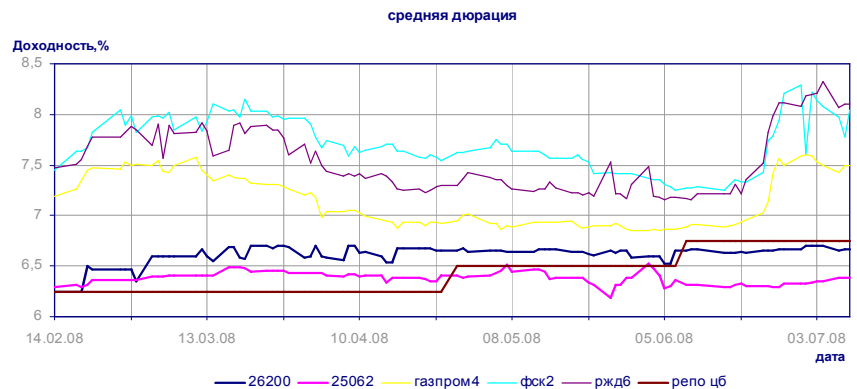
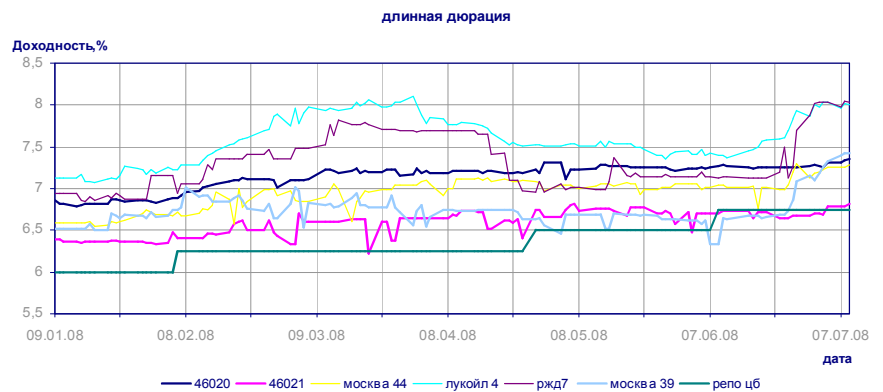
Бумага	Объем, млн. руб.	Размещено, млн. руб.	Купон, %
ОФЗ 46021	5000	1344	6,82 (дох)
ОФЗ 25063	6000	4617	6,53 (дох).
РЖД 8	20 000	20 000	8,5
Транскредитбанк 5	5000	5000	9,99

Источник: Cbonds

ОФЗ.

Аукцион по госбумагам прошел без сюрпризов. Объем размещения бумаги 46021 составил около 25 % от объема предложения. Причем спрос составил около 5,5 млрд. руб. Большинство инвесторов потребовали премии, которые Минфин не согласился. Бумага имеет длинную дюрацию, которая сейчас «не в почете». Имея профицитный бюджет, Минфин не идет на премии, которые комфортны для инвесторов при покупке «длинных» бумаг. В итоге премия к вторичному рынку по бумаге 46021 составила 5-10 б. п. Размещение бумаги 25063 прошло куда удачнее. Отметим, что дюрация этой бумаги составляет около 2,3 года.

Факт того, что доходности по госбумагам оторвались от рынка, признан давно. Особенно это очевидно на фоне размещения бумаги РЖД8, премия к вторичному рынку по которой составила 50-60 б. п. при дюрации около 2,7 года. На графике снизу приведена динамика доходностей наиболее ликвидных ОФЗ длинной и средней дюрации в сравнении с динамикой доходностей наиболее ликвидных корпоративных и муниципальных бумаг.



Бумага	дюрация	Бумага	дюрация
	(на 11.07.08)		(на 11.07.08)
ОФЗ 46020	11,96	ОФЗ 26200	4,3
ОФЗ 46021	6,95	ОФЗ 25062	2,59
Москва 44	5,5	ФСК 2	1,84
Москва 39	4,7	Газпром 4	1,48
Лукойл4	5,5	РЖД 6	2,17
РЖД 7	3,7		

Источник: ММВБ, расчеты Линк Капитал

Отметим также, что дюрация бумаг, приведенных для сравнения, короче дюрации ОФЗ. При этом видно, что доходности госбумаг за последние несколько месяцев выросли значительно слабее доходностей квазисуверенных бумаги и Москвы. Премия к РЕПО на сегодня предлагает лишь бумага 46020. При таких уровнях доходностей ОФЗ могут быть интересны, в основном, государственному пенсионному фонду, а также крупным госбанкам в качестве инструмента управления ликвидностью.

РЖД, Транскредитбанк.

Размещение РЖД прошло в полном объеме, купон составил 8,5 %. Однако судя по комментариям лиц близких к организаторам значительную часть объема синдикату пришлось выкупить «на себя». Данный факт свидетельствует о том, что многие инвесторы потребовали премий к заявленному купону в 8,5 %. Данный аукцион служит очередным свидетельством осторожного отношения инвесторов к длинной дюрации.

На аукционе по бумаге Транскредитбанк5 купон составил 9,99 %, что соответствует доходности 10,24 % к 1,5 годовой оферте. Мы ожидали, что данный аукцион пройдет по верхней границе ориентира организаторов по доходности (10,25 %).

Следующая неделя.

Из размещений, которые состоятся на следующей неделе, отметим размещение строительной компании М-Индустрия. Инвестором будет предложен выпуск объемом 1,5 млрд. руб. сроком обращения 5 лет с годовой офертой. Сегодня на рынке отношения к строительным и девелоперским компаниям, мягко говоря, осторожное. Результаты данного размещения интересны с точки зрения рыночной оценки отраслевого риска строителей.

Компания М-Индустрия (Без рейтинга) специализируется на строительстве домов бизнес-класса, а также планирует развивать направление коммерческой недвижимости, производственных объектов, а также объектов инфраструктуры мегаполисов. География деятельности – Санкт-петербург и Краснодарский край.

МСФО 2007	млн долл
Выручка	137,6
EBITDA	11,5
Активы	340,8
Долгосрочные обязательства	39
Краткосрочные кредиты	44
Кредиторская задолженность	290,3
EBITDA Margin, %	8,4
Net margin, %	0,3
Фин. Долг/EBITDA	7,17
Фин.долг/Капитал	7,23
Капитал/Активы	0,03
Текущая ликвидность	0,89

Источник: Меморандум

Согласно меморандуму около 30 % планируемого займа эмитент направит на рефинансирование кредитного портфеля, остальная сумма пойдет на вложения в основную деятельность, что приведет к увеличению долговой нагрузки. Также на этот год запланирован третий выпуск облигаций компании объемом 1,5 млрд. руб. В целом компания имеет рискованный кредитный профиль: у М-Индустрии относительно небольшой масштаб бизнеса, высокая долговая нагрузка и низкая текущая рентабельность. Из положительных сторон компании отметим, прежде всего, хороший портфель строящихся объектов. На рынке присутствует выпуск М-Индустрия1, который имеет дюрацию около 2,5 лет и доходность около 12,00 %. Этот выпуск отличается тем, что входит в котировальный список А1, поэтому мы, считаем, что лучше оценивать доходность потенциального выпуска М-Индустрии,

исходя из доходностей бумаг-аналогов, которые не входят в данный список, так как любая бумага не может включена в список A1 сразу при эмиссии. Для сравнения приведем компанию ЛСР (-/B1/B+), которая занимается строительством также в Санкт-Петербурге. Ниже в таблице приведены данные основные результаты деятельности за 2007 год.

2007	млн. долл.
Выручка	1403
EBITDA	309
EBITDA Margin, %	22,02
Net margin, %	25,59
Фин. Долг/EBITDA	3,2
Чистый долг/EBITDA	2,00
Активы	3901,00

Источник: компания

Кроме того, что компания имеет значительно более сильный кредитный профиль, она также занимается производством строительных материалов. На рынке обращается два выпуска компании. Бумага ЛСР-Инвест2 имеет дюрацию чуть меньше года при доходности 10,75 % и хорошей ликвидности. Премия за кредитное качество по бумаге М-Индустрия2 должна составить, по нашему мнению не менее 250-300 б. п. относительно ЛСР-Инвест2, также должна быть предоставлена премия за первичное размещение. Таким образом, доходность планируемого выпуска должна составить, по нашим оценкам, 13,50-14,00 %. Также при определении доходности по предстоящему выпуску М-индустрии можно отталкиваться от того, что на прошлой неделе был установлен купон по бумаге ЛенСпецСму2 в размере 11,75 % при погашении через 1,5 года. Отметим, что ЛенСпецСму имеет больший масштаб деятельности, большую рентабельность и низкую относительно М-Индустрии долговую нагрузку (Долг/EBITDA x3,1 в 2007 году).

Линк Капитал

ГРУППА ДОЛГОВЫХ ПРОДУКТОВ

LINK
CAPITAL

РУКОВОДСТВО

Алекс Фидельман
Управляющий директор

ПРОДАЖИ

Владимир Куцев
Вице-президент

Георгий Айвазов

Алексей Егоров

Вячеслав Мезенцев

ИССЛЕДОВАНИЯ И АНАЛИТИКА

Дмитрий Богословский
Вице-президент

Андрей Золотов

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ»

119435 Москва, Россия
Саввинская набережная, 11
Тел.: +7 495 786 6661
Факс: +7 495 786 6662

www.lcib.ru

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданы ФСФР России на осуществление:

Брокерской деятельности:
номер 077-10342-100000 (10.07.2007),

Дилерской деятельности:
номер 077-10347-010000 (10.07.2007),

Доверительного управления:
номер 077-10354-001000 (10.07.2007).

ОЧЕНЬ ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОБРАЩАЕМ ВАШЕ ВНИМАНИЕ, ЧТО ДАННЫЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР – ЯВЛЯЕТСЯ ПРОДУКТОМ КОМПАНИИ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ». ИНФОРМАЦИЯ И ВЫВОДЫ НЕ МОГУТ ПОЛНОСТЬЮ СОВПАДАТЬ С ТОЙ ИЛИ ИНОЙ ТОЧКОЙ ЗРЕНИЯ. АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР НЕ МОЖЕТ БЫТЬ КОМАНДОЙ К ИНВЕСТИРОВАНИЮ И ДРУГИМ ДЕЙСТВИЯМ.

ПРИВЕДЕННЫЙ МАТЕРИАЛ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ, ПОЛУЧЕН ИЗ ИСТОЧНИКОВ, КОТОРЫЕ, ПО МНЕНИЮ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» ЯВЛЯЮТСЯ НАДЕЖНЫМИ.

КОМПАНИЯ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ ЕЕ РАБОТНИКИ, ПРЕДСТАВИТЕЛИ, АГЕНТЫ И АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ НЕСУТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА ПРЯМЫЕ ИЛИ КОСВЕННЫЕ УБЫТКИ, КОТОРЫЕ НАСТУПИЛИ ВСЛЕДСТВИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ВЫШЕУПОМЯнуТОЙ ИНФОРМАЦИИ.

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВЫСТУПАТЬ МАРКЕТ-МЕЙКЕРАМИ, КОНСУЛЬТАНТАМИ, БРОКЕРАМИ В ОТНОШЕНИИ КОМПАНИЙ, КОТОРЫЕ УПОМЯНУТЫ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОТЧЕТЕ. ПРЕДСТАВИТЕЛИ, РАБОТНИКИ, АГЕНТЫ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВХОДИТЬ В СОСТАВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ КОМПАНИЙ, УПОМЯНУТЫХ В АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ.

УПОМЯНУТЫЕ ВО ВСЕХ АНАЛИТИЧЕСКИХ ОБЗОРАХ, А ТАК ЖЕ НА ОФИЦИАЛЬНОЙ ВЕБ-СТРАНЕ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», ЦЕННЫЕ БУМАГИ КОМПАНИЙ НЕ ПРЕДЛАГАЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМ ИЛИ ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ В СОЕДИНЕННЫХ ШТАТАХ АМЕРИКИ. ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» И НЕ ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫЕ В США АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ ОКАЗЫВАЮТ БРОКЕРСКИЕ УСЛУГИ НИКАКИМ ПОТЕНЦИАЛЬНЫМ КЛИЕНТАМ, В ОТНОШЕНИИ КОТОРЫХ ИМЕЮТСЯ ОСНОВАНИЯ ПОЛАГАТЬ, ЧТО ОНИ ЯВЛЯЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМИ ЛИБО ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ.

НЕОБХОДИМО ПОМНИТЬ, ЧТО ЛЮБЫЕ ИНВЕСТИЦИИ МОГУТ БЫТЬ ОЧЕНЬ РИСКОВАННЫМИ И НЕЛИКВИДНЫМИ ДЛЯ ВСЕХ КАТЕГОРИЙ ИНВЕСТОРОВ. КОЛЕБАНИЯ ЦЕН И ДОХОДОВ МОГУТ БЫТЬ ЗНАЧИТЕЛЬНЫМИ ПОД ДАВЛЕНИЕМ РЫНОЧНЫХ И ДРУГИХ ФАКТОРОВ. ПРОШЛЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НЕ МОГУТ БЫТЬ ФАКТОРОМ БУДУЩИХ РЕЗУЛЬТАТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ.

© ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», 2008 г.