

Рынок облигаций

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 21 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	2135,38	-1,47
MMB5	1689,30	4,15
DJIA	11496,57	3,57
Rux-Cbonds	223,15	0,00
USD/EUR	1,58	0,50
RUR/USD	23,23	0,91
Золото, USD/тр. унц.	955	-0,95
Нефть, USD/барр.	129	-10,65

Источник: Bloomberg, Cbonds

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, б. п.
UST10	4,08	8
Russia 30-UST 10	153,00	-1
EMBI Rus	161,00	-8
Mosprime 3M	5,92	1
LIBOR 3M	2,79	-1

Источник: Bloomberg

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

На прошлой неделе рейтинговое агентство Moody's повысило суверенный рейтинг России до уровня Baa1 с прогнозом «Позитивный». Это событие не оказало никакого влияния на внутренний и внешний рынок российских гособлигаций, да и в общем не могло оказать. Во-первых, рейтинг Baa1 по Moody's соответствует уровню BBB+ по Fitch и S&P, который был уже присвоен данными рейтинговыми агентствами. Во-вторых, прогноз «позитивный» по России также стоит у всех трех топовых рейтинговых агентств. Таким образом, можно сказать, что Moody's лишь «наверстали упущенное». Рынок корпоративного рублевого долга также не отреагировал на повышение рейтинга. В целом ситуацию на внутреннем рынке можно характеризовать как сдержанно негативную. Мы не видим на ближайшую перспективу факторов, способных заставить котировки на внутреннем рынке расти.

По сообщению агентства Reuters на внутренний рынок облигаций будет направлено 60 млрд. руб. из временно свободных средств Фонда ЖКХ. Деньги были распределены между управляющими компаниями на конкурсной основе. По словам директора размещения временно свободных средств Олега Рурина средства будут поступать на рынок в пять траншей, чтобы не оказывать давления на котировки. Согласно условиям управления средства могут быть инвестированы в ОФЗ, муниципальные, а также корпоративные бумаги с рейтингом не ниже «BB-». Мы оцениваем объем обращающихся на сегодня выпусков подходящих под критерии инвестирования средств ЖКХ в 2,2 трлн. руб., при этом объем рынка ОФЗ составляет около 1,5 трлн.руб. Также для сравнительной оценки нужно принять во внимание объемы выпусков, заявленные первым эшелонам на этот год. Даже если сделать корректировку на ликвидность рынка, мы не думаем, что объем в 60 млрд. руб. способен оказать повышательное влияние на рынок, тем более, что этот объем средств будет распределен во времени.

Ставки денежного рынка на фоне приближающихся налоговых выплат немного выросли за неделю: Mosprime о/п вырос на 14 б. п., составив в пятницу 3,89 %. В целом ситуация на денежном рынке остается стабильной и свидетельствует о том, что в отсутствии каких-либо внешних потрясений поквартальные выплаты НДС не приводят к дефициту ликвидности на денежном рынке.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

На прошлой неделе состоялось размещение компании ВТБ-Лизинг, которое прошло в полном объеме. Купон был установлен на уровне 8,9 %, что соответствует доходности 9,20 % к годовой оферте.

Бумага	Объем	погашение	доходность, %
	Млрд. руб.	(оферта)	
ВТБ Лизинг 2	10	07.07.2015 (1 год)	9,2

Источник: Cbonds

По нашим оценкам премия к вторичному рынку при размещении составила около 40 б. п. Хотелось бы провести небольшое сравнение данного размещения с недавним размещением восьмого выпуска РЖД. Прежде всего, обратим внимание на величину премий к вторичному рынку. Премия по бумаге железнодорожной монополии составила, по нашим оценкам, около 70 б. п. При этом, судя по комментариям лиц близких к организаторам, значительную часть займа синдикату пришлось выкупить на «себя». Такая ситуация вполне могла сложиться из-за длинной дюрации бумаги РЖД8 (около 2,7 года). Таким образом, при текущей конъюнктуре многие инвесторы сочли недостаточной премию и в 70 б. п. при такой длинной дюрации. Остается только предполагать, какой же должна была быть премия, чтобы займ полностью «ушел в рынок». Размещение ВТБ Лизинга прошло при более низкой премии к вторичному рынку. Такое сопоставление в очередной

раз подтверждает мысль о том, что качественные эмитенты могут размещаться при умеренных премиях, предоставляя инвесторам ofertу 1-1,5 года.

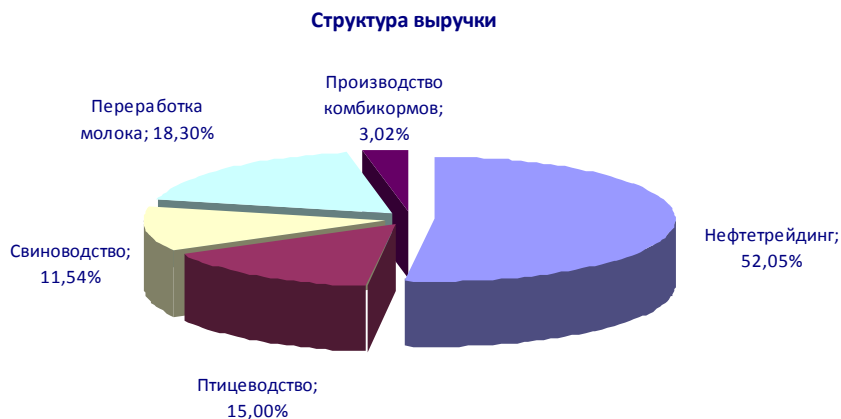
М-Индустрия.

По сообщению агентства C-bonds в ходе аукциона разместила облигаций на сумму 1,2 млрд. руб. из предполагавшихся 1,5 млрд. руб. по ставку купона 15 % и годовой офертой. Данный эмитент обращал на себя внимание по двум причинам. Во-первых, компания принадлежит к строительной отрасли, которую инвесторы нынче не жалуют. Во-вторых, компания имеет довольно рискованный кредитный профиль. Поэтому эмитенту изначально трудно было рассчитывать на комфортные условия размещения, особенно если принимать во внимание уровни доходностей по бумагам компаний аналогов с более сильным кредитным качеством (ЛСР, ЛЭК Строй). В целом данное размещение, по нашему мнению, очерчивает уровни доходностей для эмитентов третьего эшелона с высокой долговой нагрузкой. Отметим также, что займ не был размещен полностью в первый день. Наверное, можно сказать, что для эмитентов с рискованным кредитным профилем вопрос ставки купона будет уходить на второй план, а на первый будет выходить вопрос просто выхода на рынок. Это может быть особенно актуальным, учитывая довольно плотный график погашений и оферт во второй половине этого года. Таким образом, для эмитентов третьего эшелона значительно снижаются возможности для рефинансирования своих обязательств. Причем речь идет не только об обращающихся облигационных выпусках, но и о банковских кредитах.

В контексте перспектив третьего эшелона также коснемся размещения ООО «Космос Групп», которое состоялось в четверг 17 июля. Космос Групп представляет собой многоотраслевой производственно-сбытовой комплекс и является, по нашему мнению, представителем «хорошего» третьего эшелона. В структуре холдинга представлены такие направления как нефтетрейдинг, птицеводство, свиноводство, производство комбикормов, а также переработка мяса и молока. Представим основные финансовые показатели группы:

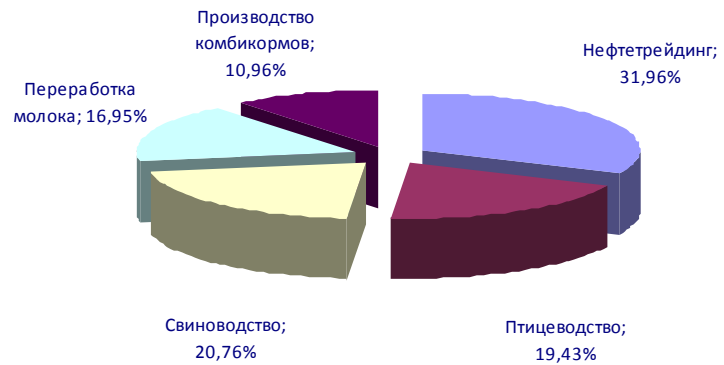
Космос Групп	
Показатель	2007
Выручка	15882
Активы	8823
Gross margin, %	14,8
EBITDA margin, %	10,4
Net Margin, %	6
Долг/EBITDA	2,8
Доля краткосрочного долга, %	34

Источник: Меморандум, расчеты Линк Капитал



Источник: Меморандум, расчеты Линк капитал

Структура EBITDA



Источник: Меморандум, расчеты Линк капитал

Инвесторам был предложен займ объемом 2 млрд. руб. при 3 летнем сроке обращения с годовой офертой. По информации агентства Cbonds займ был размещен в полном объеме по ставке 15 %. По нашим оценкам « в рынок» ушло около половины займа.

Следующая неделя.

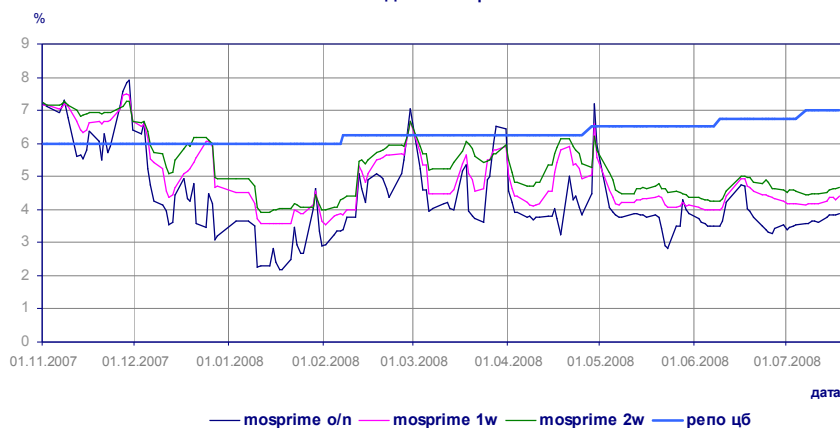
Главным событием первичного рынка на следующей неделе, безусловно, станет размещение компании Вымпелком-Инвест. Данная компания представляет собой SPV и создана для привлечения средств на внутреннем рынке для компании Вымпелком (BB+/Ba2/-) под ее поручительство. Такая структура займа усложняет оценку займа поскольку бумага, выпущенная через SPV, не будет иметь рейтинга на момент размещения, а, следовательно, не может быть включена в ломбардный список ЦБ. В текущей ситуации такое различие существенно. Для того, чтобы определить ориентир доходности, проведем оценку выпуска так, если бы эмитентом выступал сам Вымпелком. Компания не нуждается в подробном представлении. Вымпелком входит в Большую Тройку российских мобильных операторов и имеет солидную внешнюю и внутреннюю кредитную историю. Инвесторам будет предложен выпуск объемом 10 млрд. руб. срочностью 5 лет с 1,5 годовой офертой. Вымпелком имеет 6 выпусков на рынке еврооблигаций, которые формируют довольно показательную кривую. Наиболее близка по дюрации к планируемому рублевому выпуску бумага Вымпелком10 с доходностью по mid-market около 7,30 %. Спрэд между ликвидными рублевыми выпусками и евробондами российских компаний составляет около 120-150 б. п. Таким образом, первично справедливая доходность рублевого выпуска Вымпелкома можно оценить в 8,50-8,80 %. Скорректируем этот диапазон исходя из доходностей аналогов на рублевом рынке. Данное размещение удобно оценивать исходя из недавнего размещения наиболее близкого аналога и конкурента компании МТС (BB-/Ba2/BB+). Ниже приведены основные финансовые показатели компаний.

	Вымпелком	МТС
Показатель	2007 US GAAP	2007 US GAAP
Выручка mln \$	7171	8252
Активы mln \$	10569	10967
Операционная рентабельность, %	30,8	33
Рентабельность по EBITDA, %	50,2	51
Чистая рентабельность, %	20,4	25
Долг/EBITDA	0,8	0,8
EBITDA/Проценты	18,5	31,4
Долг/Капитал	0,5	0,6
Доля краткосрочного долга, %	19	21
Текущая ликвидность	0,9	0,7

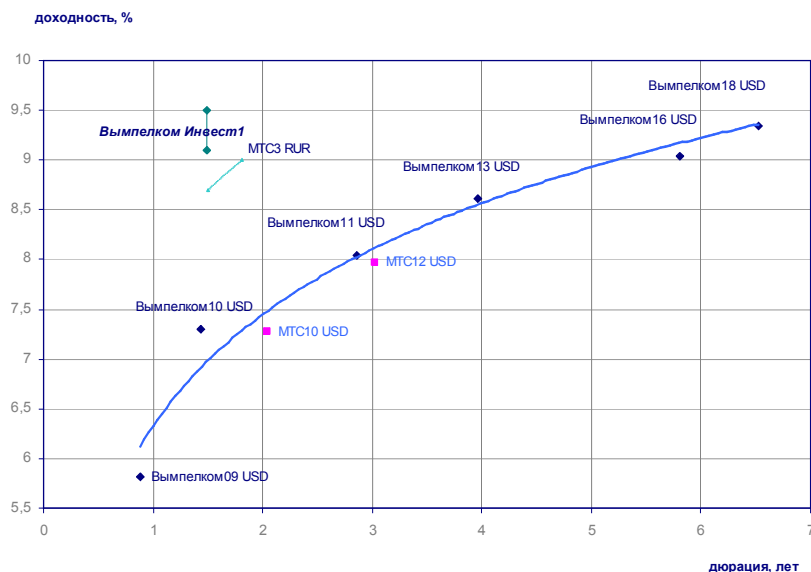
Источник: материалы к размещению

Видно, что качественные показатели у компаний примерно равные с небольшим перевесом в сторону МТС. При этом МТС имеет большую выручку, что соответствует лидирующей позиции этой компании среди мобильных операторов по доле внутреннего рынка. Логично, что такая ситуация сложится и на внутреннем рынке. Недавно размещенная бумага МТСЗ имеет доходность около 9,00 % при дюрации 1,8 года. Гипотетическая бумага Вымпелкома чуть «короче», таким образом, мы полагаем, что рыночная доходность МТС при той же дюрации составила бы около 8,7 %. На рынке Еврооблигаций бумаги Вымпелкома торгуются с относительно небольшими премиями к бумагам МТС. Логично, что такая ситуация сложится и на внутреннем рынке, поэтому мы считаем, что доходность Вымпелкома будет ограничена снизу значением 8,7 %. Таким образом, мы считаем справедливой доходность по бумаге Вымпелком-Инвест в составила бы 8,80-9,00 %. Вопрос премии за первичное размещение остается открытым. Учитывая 1,5 годовую дюрацию выпуска, данная величина может составить около 40 б. п. При этом вряд ли доходность выпуска будет выше бидов по бумаге Уралсвязьинформ8(BB-/-/B+), которые стоят в районе 9,30 % (дюрация 1,59 года). В итоге мы оцениваем аукционную доходность данного выпуска в случае, если бы эмитентом выступал сам Вымпелком, в диапазоне 9,00-9,20 %. Теперь вернемся к реалиям. Поскольку эмитентом будет выступать SPV и бумага не будет включена в ломбардный список, инвесторам, с нашей точки зрения, можно потребовать дополнительную премию сверх уровня, который мы обозначили как справедливый. Размер премии определить сложно. Пока ситуация на денежном рынке стабильна и ставки на нем ниже, чем ставки однодневного РЕПО размер премии может быть минимален. Рынок как раз и наблюдает стабильность в последние пару месяцев.

Денежный рынок



Вероятность того, что ситуация ухудшится есть, однако оценить ее количественно трудно. Также скажем, что к выпуску, скорее всего, большой интерес проявят нерезиденты, для которых наличие бумаги в ломбардном списке ЦБ РФ не важно. Таким образом, мы оцениваем возможный уровень доходности на аукционе по бумаге Вымпелком-инвест1 в диапазоне 9,10-9,50 %. Отметим, что ориентир организаторов без учета премий за текущую рыночную ситуацию составляет 8,35-8,75 % (УТР).



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-СТРАНИЦЕ 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.