

Рынок облигаций

НЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 27 мая 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	2435,2	-2,12
MMББ	1909,67	-2,38
DJIA	12479,63	-4,21
Rux-Cbonds	222,95	0,18
USD/EUR	1,5717	1,33
RUR/USD	23,6	-0,51
Золото, USD/тр. унц.	925,6	2,25
Нефть, USD/барр.	131,57	6,86

Источник: Bloomberg, Cbonds

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, б. п.
UST10	3,84	0,01
Russia 30-UST 10	137	-2
EMBI Rus	150	4
Mosprime 3М	6,26	-0,14
LIBOR 3М	2,65	-0,03

Источник: Bloomberg

МАКРОЭКОНОМИКА

В США после периода относительно неплохой экономической статистики вновь стали преобладать негативные настроения. На первом плане в настоящий момент проблемы инфляции и рынка недвижимости.

Воскресли инфляционные опасения члены ФРС, которые в опубликованном протоколе последнего заседания заявили, что риски экономического роста стали сбалансированными с рисками инфляции, что стало следствием предпринятых шагов по смягчению монетарной политики, которая, по их мнению, в настоящий момент является стимулирующей. Дальнейшее снижение ставки возможно в случае значительного ухудшения экономических перспектив.

Опасения ФРС относительно инфляции оправданны в особенности на фоне быстрорастущих цен на нефть, которые помимо инфляции издержек подавляют потребительские расходы. Как показал индекс потребительской уверенности от университета Мичигана, потребители очень обеспокоены темпами роста цен, данный компонент индекса стал самым высоким с 1982 года – периодом высокой инфляции в США. Также члены ФРС опубликовали обновленные прогнозы по темпам экономического роста и инфляции. Так прогноз по росту ВВП в 2008 году снижен с 1,3–2,0 % до 0,3–1,2 %, по инфляционному индикатору Core-PCE с 2,0–2,2 % до 2,2–2,4 %. На этом фоне вероятность снижения ставки приблизилась к нулю и инвесторы уже ожидают ее роста к концу года. Так вероятность повышения ставки до 2,25 % на сентябрьском заседании ФРС составляет почти 25 %.

Рынок недвижимости, судя по последним данным, еще не прошел свое дно, так пятничные данные показали резкий рост запасов непроданных домов, которые находятся на максимальном значении, что указывает на продолжающееся давление на стоимость недвижимости. Отметим, что падение цены в апреле этого года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года составило 8 %.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Ситуация на денежном рынке на прошлой неделе оставалась спокойной, даже несмотря на приближение налоговых платежей и существенно снизившихся покупок валюты со стороны ЦБ РФ. Отметим, что выплата налогов не привела к снижению ликвидности в банковской системе, так сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ РФ выросла за прошлую неделю почти 50 млрд. руб., что в итоге привело к несколько неожиданному снижению и так достаточно низких ставок межбанковского рынка к уровню 3% годовых. Вполне возможно, что приток ликвидности был частично обеспечен целевыми бюджетными средствами.

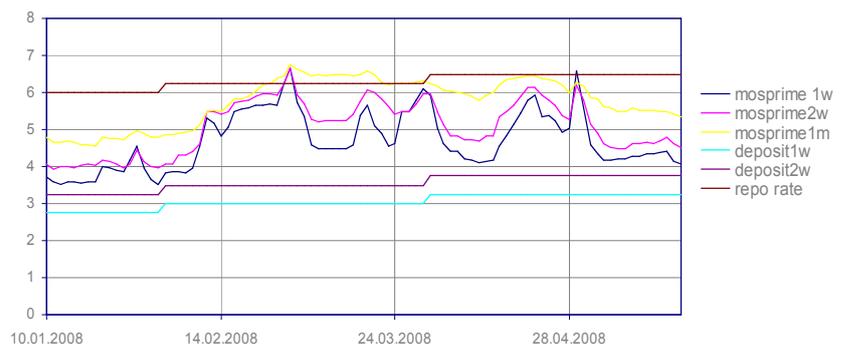
На очередном аукционе по размещению временно свободных бюджетных средств спрос опять был минимальным, в результате по ставке 7,5 % годовых на месяц было размещено чуть больше 12 млрд. руб. На текущей неделе Минфин проведет аукцион по размещению 50 млрд. руб., ставка прежняя 7,5 % годовых. Мы считаем, что вряд ли банки будут обращаться к данному инструменту, так как для удовлетворения спроса на ликвидность им вполне хватит операций РЕПО с Центральным Банком РФ по ставке 6,5 % годовых. Скорее всего предстоящая неделя не вызовет высокого спроса на рубли, и вполне возможно, что ставки overnight не превысят 6,0–6,5 % годовых. Проблемой может стать только выплата налога на прибыль, размер которого трудно точно спрогнозировать, поэтому если рост ставок будет, то только в конце недели.

На неделе были опубликованы данные по инфляции, которые оказались очень высокими, за первые 19 дней мая прирост составил 0,8 %, а с начала года 7,2 % (напомним, что за январь-май 2007 года этот показатель составил всего 4,7 %). В авангарде роста вновь оказались цены на продукты питания и топливо. Такие темпы роста цен повышают вероятность борьбы с ними не только с помощью ставок, но и с помощью укрепления рубля. Скорее всего, ожидания укрепления

российской валюты все еще в силе и мы можем вновь увидеть атаку на доллар. Тем более что ЦБ РФ сейчас начинает покупать валюту не только на уровне 29,61 (по бивалютной корзине), но и в пределах диапазона (точки выхода на рынок трудно определить), соответственно ликвидность с валютного рынка в банковскую систему может начать поступать в любой момент (отметим, что в последние дни стоимость корзины держалась на уровне 29,66–29,72, соответственно какие-то, пусть и некрупные, покупки валюты Банком России прошли).

Событием начала текущей недели стало ожидаемое повышение ЦБ РФ нормативов фонда обязательных резервов с 1 июля. После повышения в начале мая ключевых процентных ставок, мы отмечали как следующий данный шаг регулятора. Наибольшее повышение нормативов (с 5,5 до 7,0 %) коснулось обязательств перед нерезидентами, тем самым ЦБ РФ хочет ограничить приток трансграничного капитала. По остальным обязательствам повышение составило 0,5 %. Это, несомненно, при прочих равных приведет к повышению ставок на денежном рынке.

В фокусе снова ужесточение монетарной политики и инфляция, которая по сообщению Росстата составила 7,2 % к 19 мая сначала года. Отметим, что данная новость не затронула внутренний долговой и денежные рынки. На первом наблюдался рост даже в длинной дюрации, а ставки на втором рынке всю неделю снижались. Одной из причин улучшения внутренней ликвидности стало возобновление притока капитала, который составил по разным оценкам от 10 до USD 20 млрд. Отметим также крайне благоприятную конъюнктуру на рынке нефти: за два последних месяца цена выросла в среднем на USD 30 за баррель. Одним словом проблем со внутренней ликвидностью не должно возникнуть. С другой стороны, такие котировки нефти на мировом рынке вполне могут усилить ценовое давление внутри страны через инфляцию издержек, что, скорее всего, уже не оставит альтернатив для ЦБ.



Источник: Bloomberg, ЦБ РФ.

Как мы уже писали, в текущих условиях эффективность повышения ставки РЕПО ограничено: ставки межбанка намного ниже верхней границы процентного коридора. Из операций по стерилизации краткосрочной ликвидности более эффективным должно быть увеличение депозитных ставок. Хотя вряд ли это окажет эффект на рынок облигаций: маловероятно, что короткие деньги с межбанка будут использоваться для фондирования покупок на долговом рынке. По-настоящему негативными событиями для рынка облигаций могут быть следующие события – операции ЦБ по стерилизации долгосрочной ликвидности (ФОР) и новая волна кризиса на западных рынках. Поскольку в понедельник 26 мая ЦБ опубликовал информацию о том, что с 1 июля повышаются обязательные резервные требования, инвесторам следует занять выжидательную позицию и воздержаться от покупок в ближайшую неделю. Необходимо понять, насколько негативно ужесточение денежно-кредитной политики скажется на рынке облигаций, а также его новые ценовые уровни.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Из размещений, состоявшихся на этой неделе, мы отмечаем следующие:

Бумага	Дата размещения	Объем, млн. руб.	Погашения (оферта)
Севкабель–Финанс 4	27.05.2008	2000	21.05.2013 (1 год)
Разгуляй Финанс 4	28.05.2008	3000	2013 (1 год)

Источник: Cbonds

Разгуляй (Not rated).

Вниманию инвесторов будет представлены бумаги одной из крупнейших сельскохозяйственных компаний России. Компания специализируется на выращивании, переработке и продаже риса, зерна, сахара.

млн. руб.	2007
Выручка	31700,00
ЕВITDA	4472,00
Чистая прибыль	1090,00
Чистый долг	11500,00
Активы	35890,00
чистый долг/ЕВITDA	2,57
ЕВITDA margin, %	14,11

Источник: компания, материалы к размещению

В целом компания имеет довольно сильные базовые финансовые показатели, а также оперирует на рынке с крайне благоприятной ценовой конъюнктурой. Один из основных минусов облигаций данной компании – отсутствие в ломбардном списке ЦБ. В текущих условиях идея возможности рефинансирования под залог долговых бумаг сохраняет свою актуальность. На рынке уже обращаются три выпуска данной компании. Наиболее ликвидным является третий выпуск с дюрацией 0,8 года и доходностью 11,84 % (на 23.05.2008). Новый выпуск будет иметь чуть большую дюрацию. Также мы считаем, что несмотря на улучшение внутренней и внешней конъюнктуры, процентный риск, связанный с возможным ужесточением монетарной политики, вполне реален. Данный риск должен влечь за собой дополнительную премию при размещении. В итоге мы оцениваем аукционную доходность по бумаге Разгуляй–Финанс 4 в диапазоне 12,20–12,40 %, что соответствует купону в 11,80–12,00 %. Ориентир организаторов по ставке купона составляет 11,25–12,00 %. Поэтому рекомендуем инвесторам участвовать в аукционе по верхнему диапазону ориентира организаторов. В целом данное размещение будет интересно с той точки зрения, как инвесторы воспринимают в текущих условиях бумаги крепких заемщиков второго эшелона без присутствия в ломбардном списке.

Севкабель.

Данное размещение должно показать, как рынок воспринимает бумаги эмитента третьего эшелона со значительной долговой нагрузкой и амбициозными долгосрочными планами, и то сможет ли данное размещение стать по-настоящему рыночным.

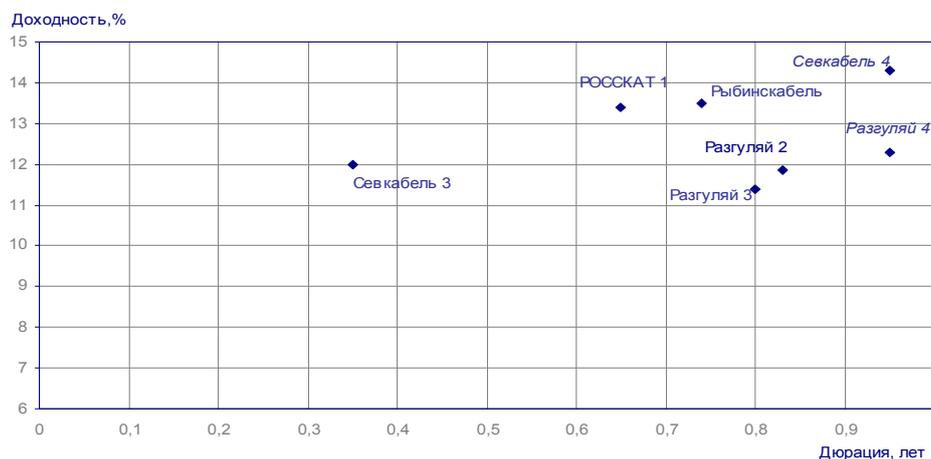
ОАО «Севкабель –холдинг» является головной организацией одного из крупнейших кабельных холдингов в России. На сегодняшний день в холдинг входит 11 производственных единиц. Компания имеет непростую ситуацию касательно долгов: компания имеет высокий коэффициент Долг/ЕВITDA и ближайшее время его снижения до консервативного уровня не предвидится. По планам менеджмента компании, представленным в меморандуме, к 2010 году отношение долга к ЕВITDA снизится до 4,67. При этом надо отметить, что Севкабель имеет относительно благоприятную структуру долга с преобладанием долгосрочного долга, что значительно снижает риски рефинансирования. По плану производственные показатели Севкабеля должны улучшиться. В конце 2007–начале 2008 года были приобретены два предприятия – ОАО «Завод Сарансккабель» и ЗАО «Цветлит». После приобретения данных предприятий

«Севкабель» должен выйти на первое место в России по доле рынка кабельной продукции. Также планируется провести специализацию каждого завода. В итоге к 2012 году долговая нагрузка (Долг /ЕБИТДА) должна снизиться до х3.

2007 год, млн. руб.	Севкабель	РОССКАТ	Рыбинскабель
Активы	10568,8	4680,4	3780,3
Капитал	1607,8	612	868
Краткосрочный долг	2791,3	1753,6	1275,2
Долгосрочный долг	5784,6	1029	1000
Выручка	10582	6118,1	7064,5
ЕБИТДА	1349,8	852,8*	247*
Проценты	696	186	186,4
Чистая прибыль	296,5	289,6	70,4
Долг/Капитал	5,33	4,55	2,62
Долгосрочный долг, %	67,45	36,98	43,95
Краткосрочный долг, %	32,55	63,02	56,05
Долг/ЕБИТДА	6,35	4,78	9,21
ЕБИТДА/Проценты	1,94	3,12	1,33
ЕБИТДА margin, %	12,76	9,50	3,50
Net Margin, %	2,80	4,73	1,00
			<i>*Прибыль от продаж</i>

Источник: Компани, меморандум

Компания имеет два обращающихся займа, которые имеют короткую дюрацию и не отличаются хорошей ликвидностью. На рынке обращаются займы компаний аналогов с более длинной дюрацией – Росскат 1 и Рыбинскабель 1. Отметим, что до кризиса (апрель–июнь 2007) Росскат и Севкабель размещали бумаги с периодом обращения до оферты 1,5 года со спрэдом к ОФЗ порядка 600 б. п. Причем долговая нагрузка (Долг/ЕБИТДА) Севкабеля при размещении была даже выше текущего уровня (х7,11 против х6,35 сейчас). После первой волны кризиса в августе–сентябре спрэды по данным бумагам расширились в среднем до 800-850 б. п. и остались на данных уровнях. Таким образом, исходя из уровня справедливых спрэдов к ОФЗ, доходность по бумаге Севкабель–финанс 4 должна составить 14,00–14,50 %. Если оценивать данный выпуск исходя из текущих доходностей аналогов, то обратимся к бумаге РОССКАТа. Данная бумага также не отличается хорошей ликвидностью, однако исходя из индикативных котировок, можно сказать, что midmarket по доходности составляет около 13,50%. РОССКАТ имеет лучшую рентабельность и меньшую долговую нагрузку, однако Севкабель отличается лучшей структурой долга и большими масштабами бизнеса. Учитывая данные факты, а также более длинную дюрацию 4 выпуска Севкабеля, мы считаем, что справедливый спрэд по нему должен составить к бумаге РОССКАТа должен составить около 70 б. п. Таким образом, мы считаем справедливой доходность по бумаге Севкабель–финанс 4 с годовой офертой в диапазоне 14,20–14,40 %.



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, РЫНКИ ДОЛГОВОГО КАПИТАЛА

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.