

Рынок облигаций

НЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 29 апреля 2008 г.

ОБОЗРЕВАТЕЛЬ

ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ,

Макроэкономика, денежный рынок
dmitri.bogoslovsky@lcib.ru

АНДРЕЙ ЗОЛотов

Рынки долгового капитала
andrey.zolotov@lcib.ru

МАКРОЭКОНОМИКА

Существенных макроэкономических данных на прошлой неделе не выходило. Отметим снижение обращений за пособием по безработице в США, данный показатель рос в последние недели, что вызывало опасения очередных провальных значений Non-Farm Payrolls, теперь, скорее всего худшие прогнозы по рынку труда в апреле не сбудутся, хотя по-прежнему останутся отрицательными (напомним, что данные по занятости в США выйдут в пятницу).

Статистика по рынку жилья была смешанной, с одной стороны данные по продажам на вторичном рынке хоть и показали снижение все же были лучше ожиданий и этот индикатор указывал на то, что худшее уже остается позади, но вышедшие следом данные по продажам на первичном рынке жилья перечеркнули эти ожидания – падение составило 8,5%, существенно ниже прогнозов экономистов. На этом фоне продолжается падение цен на недвижимость. По всей видимости стабилизация на рынке жилья в США еще далека и это продолжит оказывать негативный эффект на экономику.

На следующей неделе нас ожидает ряд ключевых событий. Во-первых, это статистика по рынку труда и предварительные данные по ВВП США за первый квартал 2008 года. Также в среду состоится очередное заседание ФРС по ставке, где с высокой долей вероятности она будет снижена на 0,25 п. п. до 2% годовых.

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, %
PTC	2129,15	-2,15
MMVB	1668,86	-2,21
DJIA	12891,86	0,33
Rux-Cbonds	220,89	0,26
USD/EUR	1,559	1,42
RUR/USD	23,43	-0,26
Золото, долл./тр. унц.	886,3	-3,48
Нефть, долл./барр.	116,28	2,55

Источник: Bloomberg, Cbonds

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Как и предполагалось денежный рынок спокойно перенес крупные платежи по квартальному НДС. Ставки overnight на межбанковском рынке в понедельник выросли до 5% годовых, но уже к концу недели опустились к более привычным для последнего времени уровня 4% годовых. Для сохранения стабильности на денежном рынке не пришлось даже прибегать (в более менее значимых объемах) к инструментам РЕПО с ЦБ РФ или аукциону по размещению свободных бюджетных средств. Основным источником ликвидности для банков стала продажа валюты. Чему способствовала, как конъюнктура рынка FOREX, где доллар показал новый исторический минимум к евро на уровне 1,60, так и заявления А. Улюкаева (добавившие достоверности слухам) о возможном укреплении рубля (скорее всего, имеется ввиду к бивалютной корзине) для сдерживания инфляции в текущем году в рамках 10%. По нашим оценкам Банк России купил на прошлой неделе не менее 10 млрд. долл. Спекуляции вокруг укрепления рубля могут стать причиной дальнейших продаж американской валюты.

Из важных заявлений А. Улюкаева мы отметим планы повышения ставок ЦБ РФ уже в первом полугодии. На фоне высоких темпов инфляции (+6,0% с начала года) и амбициозных целей Правительства, такие действия регулятора, как нами, так и рынком ожидалось, но теперь это нашло подтверждение от официального источника. Скорее всего, ужесточение денежно-кредитной политики произойдет по всему спектру инструментов (ставки РЕПО и депозитов, нормативы ФОР).

Очередной аукцион по размещению временно свободных средств на депозитах коммерческих банков опять не пользовался спросом. Из предложенных 250 млрд. руб. было размещено около 17 млрд. руб. по ставке 7,26% годовых.

По всей видимости, в ближайшее время ситуация на денежном рынке не изменится и пицца для размышлений появиться только во второй половине мая.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

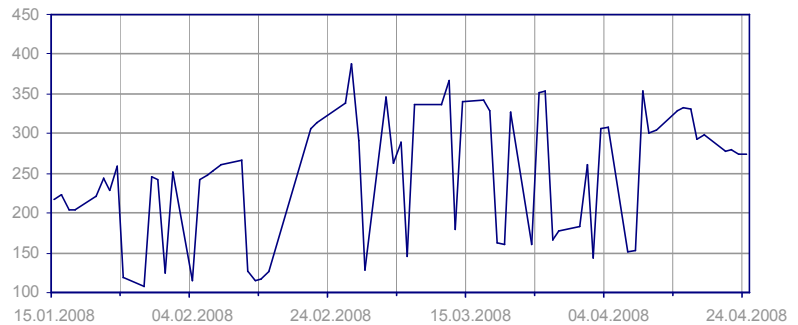
На прошедшей неделе рынок слабо подрос. Индекс Rux-Cbonds прибавил 0,11% против 0,43% неделей ранее. В целом активность была низкой. Наиболее вероятной причиной снижения активности являются налоговые выплаты. Важно, что налоговые выплаты не привели к снижению котировок по всему спектру

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, б. п.
UST10	2,39	21
Russia30-UST10	294	-23
EMBI Rus	152	-16
Mosprime 3M	7,04	-10
LIBOR 3M	2,91	0

Источник: Bloomberg

наиболее ликвидных бумаг, а лишь замедлили рост и активность рынка. Мы сохраняем умеренно позитивный взгляд на рынок в краткосрочной перспективе. В среднесрочной же перспективе сохраняются риски ужесточения монетарной политики. Данная перспектива была озвучена на неделе зампредом ЦБ РФ Алексеем Улюкаевым. Инфляция в этом году за неполных четыре месяца составила 6%. Исходя из всего вышесказанного, мы по-прежнему рекомендуем инвесторам избегать риска длинной дюрации. В первом эшелоне, по нашему мнению, интересны бумаги: Лукойл 2, ФСК 5, РЖД 3, Газпром 7. Во втором эшелоне интересна бумага ТМК 3. В текущей ситуации инвесторам стоит обратить свое внимание на бумаги банковского сектора, который в наибольшей степени пострадал во время нестабильности. Мы рекомендуем обратить внимание на бумагу Россельхозбанк 3 с дюрацией 1,72 года. Среди всех выпусков данного банка бумага РСХБ 3 имеет наибольший спрэд к ОФЗ и торгуется с премией относительно более длинного 2 выпуска.

РСХБ3-ОФЗ



ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

На прошлой неделе состоялось ряд размещений. Ключевыми мы считаем размещения ОФЗ, ХКФ банка, Желдорипотеки, а также компании Объединенные кондитеры.

Бумага	Объем, млн. руб.	Размещено, млн. руб.	Купон, %
ОФЗ 46022	10000	9669,6	6,91 (дох)
ОФЗ 26200	6000	5414,7	6,68 (дох)
ХКФ Банк	3000	4000	12,50
Объединенные кондитеры	4000	4000	10,40
Желдорипотека 2	2500	2500	13,49

Источник: *Cbonds*

ОФЗ.

Размещения гособлигаций можно считать успешным. На выпуск 26200 был предъявлен спрос объемом 9527 млн. руб. В итоге было размещено 90% от объема предложения 6,68%. На аукционе 46022 спрос также превысил предложение. Было подано заявок на сумму 12345,52 млн. руб. В итоге было размещено 96% от предложенного объема под 6,91%.

Успешными данные аукционы можно назвать по двум причинам. Первая – это объемы заявок, которые превысили объемы предложения бумаг. Вторая причина – это объемы размещенных бумаг. И дело, конечно, абсолютно не в том, что в бюджет привлек почти всю заявленную сумму.

Сегодня на первичном рынке инвесторы стабильно требуют премию. Минфин в условиях профицита бюджета предоставляет минимальную премию. Большой объем размещения ОФЗ свидетельствует о том, что большинство инвесторов потребовали комфортные для Минфина значения премии, а, следовательно, не ожидают серьезного ухудшения конъюнктуры. Особенно идея ухудшения ситуации на рынке, актуальна для длинной бумаги 46022 с дюрацией около 9 лет. С другой стороны, риски ужесточения монетарной политики в ближайшие месяц-два весьма значительные, а покупка бумаги с длинной дюрацией в условиях возможного роста

ставок является довольно неоднозначным действием. Понять, подлинную «рыночность» данного размещения трудно. Возможно, значительная часть объема ОФЗ ушла в государственные финансовые институты, располагающие большими объемами долгосрочной ликвидности.

ХКФ Банк.

(S&P B+/Стабильный).

Размещения ХКФ Банка было интересно, в первую очередь, тем, что инвесторам предлагалась бумага эмитента финансового сектора. По данным Cbonds спрос на аукционе в 1,4 раза превысил предложение. В итоге купон на аукционе составил 12,50%, что соответствует доходности к погашению в 13,10%. Данный уровень доходности равен верхнему диапазону, который был заявлен организаторами. Аукционная доходность и состав синдиката дают возможность назвать данное размещение удачным, а также говорить о том, что у инвесторов появляется интерес к умеренному риску. Премия ко вторичному рынку, по нашим оценкам, составила около 55 б. п.

Желдорипотека.

Данное размещение было интересно, прежде всего, с точки зрения того, как инвесторы оценивают гарантии на рынке облигаций. ЗАО «Желдорипотека» является инвестиционно-строительной компанией, которая осуществляет привлечение средств для финансирования жилищной ипотечной программы для ОАО «РЖД» и собственной инвестиционной программы. РЖД владеет 100% «минус» одна акция в капитале Желдорипотеки. Собственное кредитное качество эмитента не самое лучшее. Даже без учета долгосрочных займов от материнской компании Желдодипотека имеет высокую долговую нагрузку, соотношение Краткосрочный долг/ЕВИТ около 5,6. При этом около половины ЕВИТ по итогам 2008 года ушло на выплату процентов (ЕВИТ/Проценты x1,57). Несмотря на внушительный размер активов около 65% баланса составляет дебиторская задолженность. Бизнес эмитента нельзя назвать в полной мере «рыночным», так как направлен по соцпрограммы РЖД, что также ослабляет кредитный профиль Желдорипотеки.

Показатели	2007 (млн. руб.)
Выручка	4067,1
Валовая прибыль	787,7
Прибыль от продаж	446,9
Проценты к уплате	289,7
ЕВИТ	454,2
Активы	21373
Финансовый долг	11477
Краткосрочный долг	2087
Долгосрочный долг РЖД	6871
ЕВИТ/Проценты	1,57
Финансовый долг/ЕВИТ	25,27
Краткосрочный долг/ЕВИТ	4,59

Источник: Меморандум, расчеты Link Capital

РЖД не предоставило прямой гарантии по облигационному займу Желдорипотеки, однако предоставило комфортное письмо, в котором заявило, что в случае необходимости окажет поддержку дочерней компании. Инвесторам предлагалась четырехлетняя бумага с годовой офертой. Спрос на аукционе составил 3,302 млрд. с диапазоном по купону 12,25–13,60%. В итоге был размещен полный объем со ставкой купона 13,59%, что соответствует доходности 14,05% к оферте. Премия к кривой РЖД, по нашим оценкам, составила около 725–735 б. п. Данная премия интересна с точки зрения того, как рынок воспринимает ценность комфортного письма, которое предоставляется дочерней компании со слабым собственным кредитным профилем.

Размещения на этой неделе.

Бумага	Дата размещения	Объем, млн. руб.	Дата погашения (оферта)
Москва 45	29.04.2008	-	27.06.2012
Москва 46	29.04.2008	-	25.07.2009
Разгуляй БО 3	29.04.2008	500	28.04.2009

Источник: *Sbonds*

Москва.

Инвесторам будет предложено два выпуска – 45ый и 46ой. На более короткий 46-ой выпуск должен быть приличный спрос, Москва не пойдет на значительные премии, поэтому мы ожидаем, что аукционная доходность будет в диапазоне 6,96–7,03%. По более длинному 45ому выпуску инвесторы потребуют большую премию, однако эмитент вряд ли на нее пойдет. В итоге, мы ожидаем минимальный объем размещения по бумаге Москва 46 по доходности близкой к рынку (плюс 2–5 б. п.).

Разгуляй.

В понедельник 28 апреля представитель компании заявил, что выпуск биржевых облигаций откладывается на неопределенное время, сославшись на неблагоприятную ситуацию на рынке. При этом в последнее время мы видели размещения, качественных эмитентов, таких как АФК Система, Вимм-Билль-Данн, Трансгарант. Компанию Разгуляй, безусловно, можно отнести к разряду качественных. Предварительные данные деятельности эмитента представлены в таблице.

Показатели	2007 (млн. руб.)
Выручка	31700
ЕБИТДА	4400
Net Debt	11500
Net Debt/ЕБИТДА	2,61
ЕБИТДА Margin,%	13,88

Источник: *Компания*

Тем не менее, есть несколько объективных причин, которые делают перенос размещения биржевых облигаций целесообразным. Во-первых, биржевые облигации как инструмент не входят в ломбардный список ЦБ, на что в текущей ситуации инвесторы обращают внимание. Второй момент касается долговой нагрузки. Из предварительных данных деятельности компании за 2007 следует, что отношение Net Debt/ЕБИТДА находится на вполне комфортном уровне – $\times 2,61$. Тем не менее, нельзя исключать роста этого показателя, так как эмитент запланировал разместить два облигационных займа на 5 млрд. руб., а также ряд выпусков биржевых облигаций на сумму 6 млрд. руб. Также в течение года компании необходимо погасить один выпуск облигаций на объемом 2 млрд. руб. и пройти оферту по двум выпускам на сумму 5 млрд. руб.

Конечно, вероятность неисполнения оферты для компании минимальна, однако возможность агрессивной долговой политики в ближайшем будущем заставляет инвесторов требовать повышенные премии. Также необходимо принять во внимание небольшой объем выпуска – 500 млн. руб. Подводя итог, можно сказать, что эмитент в данном случае не «отделался» бы премией к текущим уровням в 80–100 б. п. По нашим оценкам, премия к текущим выпускам со сходной дюрацией по биржевым облигациям компании «Разгуляй» составляет 175–180 б. п., что соответствует доходности 12,45 – 12,55%.

РУКОВОДСТВО

Тарас Важнов
Управляющий директор

Александр Лямпорт
Управляющий директор

Алекс Фидельман
Управляющий директор

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРОДАЖИ

Дарья Савинская
Вице-президент

Сергей Левин

Екатерина Карпова

РЫНКИ ДОЛГОВОГО КАПИТАЛА

Владимир Куцев
Вице-президент

Денис Куприн

Георгий Айвазов

ЧАСТНЫЕ КЛИЕНТЫ

Олег Слуцкер
Директор

Мелори Кахнишвили

Иван Богданович

Армен Налбандян

ИССЛЕДОВАНИЯ И АНАЛИТИКА

Дмитрий Богословский
Вице-президент

Дмитрий Красоткин, CFA
private equity

Станислав Леваков
рынок акций США

Андрей Золотов
рынки долгового капитала

Ольга Сивенкова
ипотечные продукты

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.