

Рынок облигаций

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 05 августа 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	1928,74	0,67
MMB5	1456,16	2,50
DJIA	11131,08	1,75
Rux-Cbonds	222,68	0,10
USD/EUR	1,57	1,32
RUR/USD	23,36	-0,26
Золото, USD/тр. унц.	930,1	-1,89
Нефть, USD/барр.	125	2,00

Источник: Bloomberg, Cbonds

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, б. п.
UST10	4,02	-7
Russia 30-UST 10	166	6
EMBI Rus	171	0
Mosprime 3M	6,07	0,18
LIBOR 3M	2,80	-1

Источник: Bloomberg

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

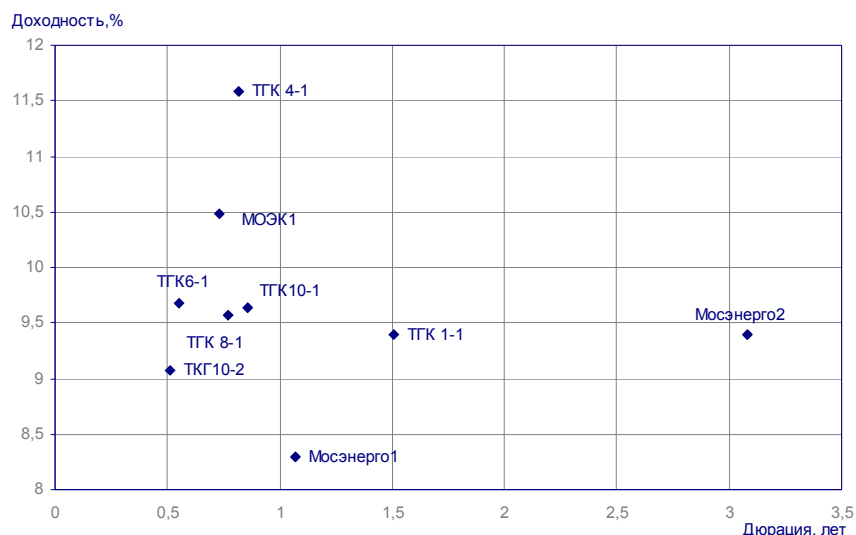
Как сообщается газета Ведомости наблюдательный совет Сбербанка рассмотрит вопрос о выпуске облигаций на внутреннем рынке на сумму 60 млрд. руб. Эта новость созвучна информации, которая также приводится в Ведомостях со ссылкой на Агентство по страхованию вкладов, о том, что Сбербанк теряет свою долю на рынке депозитов физических лиц. Это неудивительно учитывая высокую инфляцию и самые низкие на рынке ставки по депозитам госбанка. Если рассмотреть ставки Сбербанка по депозитам для физ. лиц срочностью от 1 до 2 лет, то в зависимости от валюты и первоначальной суммы, они находятся в диапазоне 6-9,5 %. Из отчетности банка видно, что срочные вклады замедляют рост, а текущие и вовсе сокращаются. В условиях таких негативных тенденций облигации могут быть хорошим подспорьем. Вряд ли госбанку будет интересно поднимать ставки по депозитам до комфортного для вкладчиков уровня, так как процентные расходы значительно вырастут. Долговые бумаги по стоимости будут близки к стоимости сегодняшних депозитов. Заменяя депозиты физ. лиц на долговые бумаги в структуре пассивов, банк не допустит резкого роста процентных расходов. На рынке еврооблигаций бумага Сбербанка с дюрацией около 3 лет обращается с доходностью около 6 %. На внутреннем рынке средства будут на 250-300 б. п. дороже при той же дюреции. С одной стороны, на российском рынке длинная дюрация в текущих условиях предполагает существенную премию. С другой, Сбербанк может предложить инвесторам короткую оферту или подождать подходящей конъюнктуры, поскольку экстренной необходимости в средствах у госбанка нет. Для рынка долговая программа Сбербанка может означать рост ставок в перспективе.

Внутренний рынок облигаций умеренно снижался на прошлой неделе. Неприятным событием стало также резкое повышение ставок межбанка во вторник, ставшее следствием выплат по налогу на прибыль. Ставка Mosprime о/п достигала 7 %. Такой ситуации не было с конца апреля. На первый взгляд удивительно, поскольку денежный рынок был спокоен, когда еще недавно платили значительно больший по объему налог на добавочную стоимость. Судя по всему банки просто не рассчитали объем необходимых свободных средств для платежей по налогу на прибыль. На фоне повышения ставок МБК объем сделок РЕПО с ЦБ достигал 192 млрд. руб. Сравнимые цифры объема рефинансирования в ЦБ были только в феврале и апреле, когда ситуация с ликвидностью была не такая стабильная. Отметим, что значимых движений в ОФЗ на прошлой неделе не произошло, что обусловлено, прежде всего, краткосрочностью дефицита ликвидности. К концу недели ставки стабилизировались. Прошлая неделя также отметилась повышением Банка России нормативов ФОР в рамках борьбы с инфляцией. С 1 сентября норматив по обязательствам банков перед нерезидентами будет выше на 1,5 %, остальные нормативы будут выше на 0,5 %. Коэффициент усреднения вырастет с 0,5 до 0,55. Это может изъять из системы около 50 млрд. руб. Трудно сказать насколько эта мера будет негативной для рынка облигаций, однако есть общая тенденция к замедлению роста денежной массы, что, безусловно, будет увеличивать конкуренцию за средства инвесторов на долгом рынке.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

На прошлой неделе состоялось размещение облигационного займа Банка Москвы объемом 10 млрд. руб. Ставка купона составила 9,25 %, что соответствует доходности 9,46% к годовой оферте. Также на прошлой неделе состоялось размещение еще одной дочерней компании правительства Москвы – МОЭК (Московская Объединенная Энергетическая Компания). К выпуску был проявлен большой интерес со стороны нерезидентов. Это вполне логично. С одной стороны, статус квазисуверенной инфраструктурной монополии (производство и распределение тепловой энергии) несет в себе минимальные риски для кредиторов, с другой стороны, слабые собственные операционные показатели дают возможность требовать доходности более высокие, чем по компаниям-

аналогам. Отсутствие бумаги в ломбардном списке ЦБ для нерезидентов, по большому счету, не критично. В итоге ставка первого купона составила 10,1 %, что соответствует доходности 10,48 % к оферте через 9 месяцев.



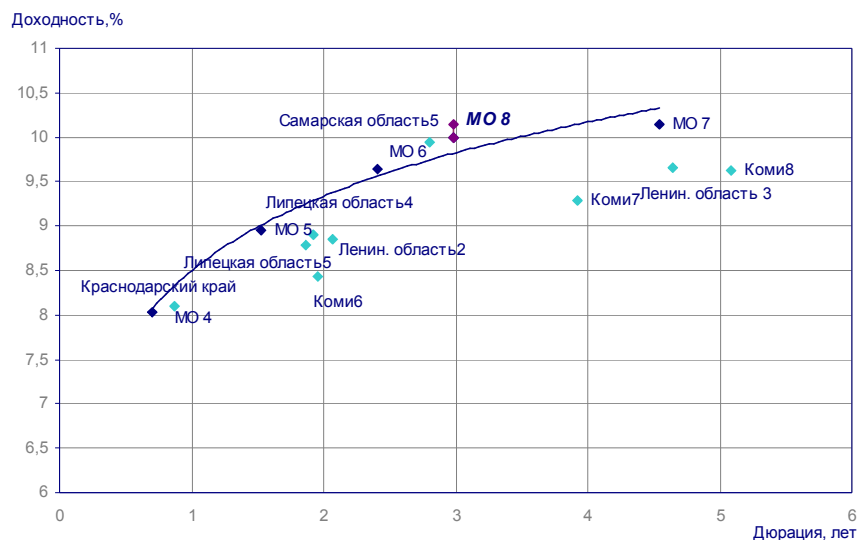
Из размещений, которые состоятся на этой неделе, мы выделяем следующие:

Бумага	Рейтинг	Объем	Погашение
		Млн. руб.	(Оферта)
Московская область 8	BB/Ba2/-	9000,00	11.06.2013
ЛСП2	/B1/B+	5000	2013 (1,5 года)

Источник Cbonds

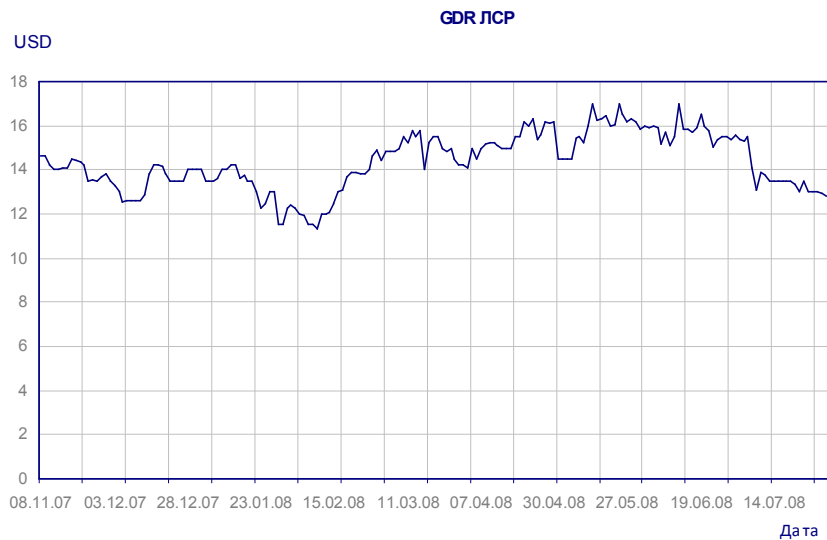
Московская область

Область будет проводить доразмещение бумаги серии 34008, которая уже обращается на рынке. В целом на рынке обращается 5 выпусков данного эмитента, которые обладают хорошей ликвидностью, что позволяет построить информативную кривую доходности. Отметим, что бумаги области сильно просели в доходности за последний месяц. Доходность 8 выпуска области сегодня находится на уровне 10 %. Вполне возможно, что инвесторы будут требовать премии сверх этого уровня. Учитывая дефицит бюджета Московской области и, следовательно, потребность в заемных средствах, ей придется соглашаться с требованиями большинства инвесторов на аукционе. В контексте определения ориентира доходности на предстоящем аукционе обратим внимание на пятый выпуск Самарской области, который имеет сравнимую дюрацию и хорошую ликвидность (YTM=9,9 %). Самарская область имеет рейтинги по S&P и Moody's на одну ступеньку выше, чем у Московской области. В такой ситуации облигации Самарской области могут служить хорошей альтернативой предстоящему выпуску. Поэтому мы считаем обоснованной аукционную доходность по бумаге Московская область8 в диапазоне 10,10-10,25 %.



ЛСП

Это размещение, по нашему мнению, будет самым интересным на следующей неделе. С одной стороны, инвесторам будет бумага эмитента довольно сильного кредитного качества, с другой стороны, этот эмитент представляет строительную отрасль, к которой сегодня осторожное отношение. Средства от облигационного займа компания собирается распределить поровну между инвестиционными проектами и рефинансированием кредитного портфеля. Группа ЛСП представляет собой не просто строительную компанию, а вертикально интегрированный холдинг, включающий в себя производство строительных материалов и девелопмент. Структура компании позволяет контролировать риски и издержки на всех стадиях процесса деятельности. Основной регион деятельности – Северо-Запад.. В ноябре прошлого года компания провела IPO на LSE, капитализация группы на момент размещения составила 6,8 млрд. долл. Ниже на графике представлена динамика GDR компании.



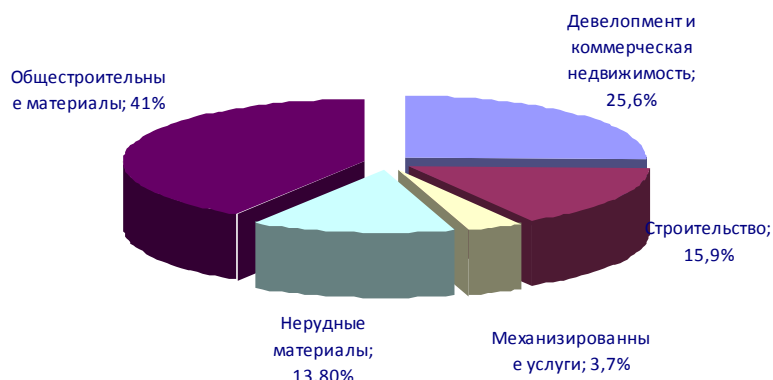
Источник: Reuters

МСФО	2006	2007	2008 1кв
Выручка млн. руб.	21110,8	35837,6	9310,5
Активы млн. руб.	38741,3	95752,9	101219,5
EBITDA margin, %	17,2	22	22,2
Net Margin, %	5,2	25,6	11
Чистый долг/EBITDA	3,5	2	-
EBITDA/Финансовые расходы	4,1	4,2	6,6
Доля краткосрочного долга, %	37,20	26,92	24,87

Источник: Меморандум, расчеты Линк Капитал

Основные финансовые показатели свидетельствуют о том, что компания имеет довольно хороший кредитный профиль. Обратим внимание на то, что доля краткосрочных обязательств составляет около четверти всего финансового долга Группы, что особенно важно для строительной отрасли, отличающейся относительно длинным операционным циклом. Кратко о рисках эмитента. Во-первых, это риск отраслевой, связанный с возможным замедлением в строительстве и сокращением объемов сдачи проектов. Согласно данным Росгосстата площадь введенных квартир за первые 6 месяцев на 2,9 % превышает данную величину за аналогичный период прошлого года. В первом полугодии 2007 года рост площади введенных в эксплуатацию квартир составил 34,4 %. При этом высокие цены на нефть могут поддерживать внутреннюю конъюнктуру лишь отчасти, так как значительная часть нефтяных поступлений уходит в стабфонд. Показательным на этом фоне является то, что в первом полугодии на фоне рекордно высоких цен на нефть мы увидели значительное замедление темпа роста денежной массы. Однако, риск снижения объемов реализации жилья не должен быть критичным для компании в силу диверсификации бизнеса и наличия постоянных денежных потоков от таких направлений как управление инвестиционной собственностью и производство строительных материалов.

Структура выручки ЛСР 2007



Источник: Меморандум

Компания также подвержена валютному риску, поскольку имеет обязательства в иностранных валютах. Однако данный риск также не так критичен на сегодня. Доля обязательств, номинированных в иностранной валюте согласно отчетности МСФО за 2007 год, составляет около 14 % в рублевом эквиваленте. Отметим, что согласно консолидированной отчетности за 2007 год потери от курсовых переоценок составили около 100 млн. руб. (1,2 % от EBITDA) при том, что доходы по этой же статье составили около 200 млн. руб. Аудитор (KPMG) в комментариях к отчетности отмечает, что компания старается добиваться соответствия между объемом поступлений и оттоков в разрезе разных валют, и таким образом держит валютный риск (currency mismatch) на приемлемом уровне. Согласно инвестиционному меморандуму инвестиционная программа на ближайшие три года составляет \$ 1,2-1,6 млрд. долл. Объем инвестиционной программы в 2-2,5 раза превышает величину чистого долга на конец 2007 года. Таким образом, инвесторы в данном

случае подвержены риску значительного роста долговой нагрузки. Для сохранения показателей долговой нагрузки на приемлемом уровне компании нужно сохранить высокие темпы роста денежных потоков. Как мы думаем, в ближайшее время для компании может вырасти риск ликвидности, хотя должен остаться так же на приемлемом уровне. Объемная инвестиционная программа предполагает привлечения долгового финансирования в крупных размерах. Поскольку сегодня кредитный кризис еще не исчерпал себя, банки сокращают дюрацию своих кредитных портфелей и портфелей ценных бумаг. Данный факт, безусловно, несет негатив в случае, если компания проводит вложения в производство с длинным операционным циклом. Наличие коротких оферт в данном случае может доставлять сложности строительным организациям, подвергая их риску рефинансирования. Хотя мы думаем, что компания имеет на сегодня неплохие возможности рефинансирования. Согласно отчетности МСФО за 2007 год Группа ЛСР имеет обеспеченных долгов на сумму около 6,5 млрд. долл., при этом суммарная стоимость инвестиционной собственности составляет около 21 млрд. руб., около 90 % из которых приходится на земельный банк компании (преимущественно в Санкт-Петербурге). Отметим также, что доля акций группы в свободном обращении составляет около 13 %. Таким образом, компания также имеет потенциал привлечения публичного акционерного капитала. Подытоживая краткую оценку кредитного качества Группы ЛСР, не лишним будет сказать, что рейтинги компании (-/B1/B+) являются наивысшими среди российских строительных компаний.

На сегодняшний день на рынке обращаются два выпуска ЛСР-Инвест, специальной компании (SPV), созданной для привлечения денег под поручительство компаний группы. Они не очень ликвидны, однако, для анализа вполне можно использовать биды по бумагам. Дюрации бумаг составляют около года при доходности порядка 11,40 %. Новый выпуск будет иметь более длинную дюрацию, что автоматически влечет за собой премию. С одной стороны, инвесторы могут заложить в состав премии также и отраслевой риск, с другой стороны, вряд ли этот риск сильно возрастает на горизонте от 1 до 1,5 лет. (выпуск предполагает 1,5 годовую оферту). Также надо принять то, что в планируемом займе эмитентом будет выступать сама группа, что делает возможным включение бумаг в ломбардный список ЦБ. Ориентир организаторов составляет 12,0-13,16 %. Мы считаем, что с учетом текущей конъюнктуры аукционная доходность в диапазоне 12,70-12,85 % была бы адекватной. С другой стороны, прогноз организаторов закладывает реальные возможности и пожелания эмитента. Поэтому мы считаем привлекательным участие в аукционе по верхней границе ориентира, если это будет возможным.

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.