

Екатерина Леонова
Москва (+7 495) 785-9678
eleonova@alfabank.ru

24 июля 2009 г

www.alfabank.ru

При всем богатстве выбора другой альтернативы нет

При объеме корпоративного рынка в 2 трлн руб, менее 10% облигаций госкомпаний активно торгуются. В результате кризиса объем ликвидной части рынка резко сократился. Мы ожидаем постепенного увеличения ликвидной части бумаг не только за счет новых размещений. Однако полностью ликвидность восстановится не ранее, чем через 2 года.

Структура корпоративного рынка после кризиса изменилась. Можно выделить следующие группы облигаций: «докризисные», облигации «технического» размещения, дефолтные, реструктурированные, недавно размещенные ликвидные рыночные выпуски.

«Докризисные» облигации лежат мертвым грузом в портфелях инвесторов, не желающих проводить по ним отрицательную переоценку. Однако держателям придется их продавать для высвобождения лимитов, если они хотят участвовать в новых размещениях.

Облигации, размещенные технически, выпускались банками для получения рефинансирования в ЦБ. Постепенно эти выпуски выходят на рынок.

Объем дефолтных облигаций превышает 140 млрд руб – т.е. около 7% рынка. Постепенно они выводятся из обращения, в рамках реструктуризации их эмитенты выпускают новые выпуски, которые не торгуются.

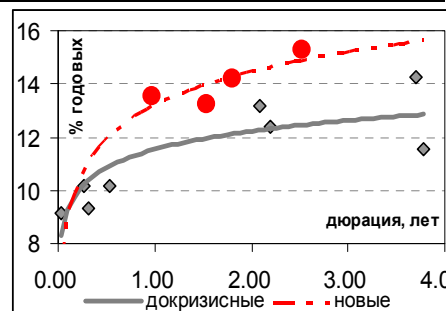
Новые рыночные выпуски – облигации, размещавшиеся со 2Кв09, преимущественно – госкомпаниями. Постепенно к эмитентам рыночных выпусков добавляются энергетики и телекомы. В настоящее время объем рыночных выпусков – 150 млрд руб. Мы ожидаем удвоения этой суммы в ближайшее время.

Новые веяния рынка: укрупнение объемов, размещение в формате бук-билдинга, рост популярности биржевых облигаций, облигаций с плавающей ставкой.

Структура корпоративного рынка

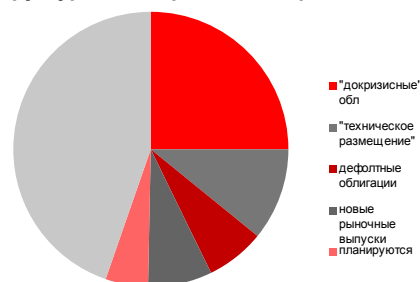
Группа	Объем, млрд руб
Докризисные облигации	400-500
«Техническое размещение»	215
Дефолтные облигации	140
Новые рыночные выпуски	150
Скоро появятся на торгах	100

Ставки в нефтегазовом секторе по «новым» и «старым» выпускам



Источник: ММББ, Отдел исследований Альфа-Банка

Структура «посткризисного» рынка



Аналитический отдел research@alfabank.ru

Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

При всем богатстве выбора другой альтернативы нет

После кризиса
структура рынка
изменилась

За год, прошедший с начала финансового кризиса в России, структура корпоративного долгового рынка существенно изменилась. Прежде всего, эти изменения произошли в головах участников рынка. Сейчас можно выделить следующие группы облигаций (которые могут пересекаться): «докризисные», выпуски «технического» размещения, дефолтные, реструктурированные, недавно размещенные ликвидные рыночные бумаги.

Илл. 1: Структура «посткризисного» рынка



Источник: ФБ ММВБ, расчеты Альфа-Банка

Хотя с момента кризиса объем рынка корпоративного долга не уменьшился, объем реально торгуемых бумаг, пользующихся спросом широких слоев инвесторов, резко сократился, что не могло не отразиться на ликвидности рынка в целом. Рассмотрим подробнее эти группы облигаций и их место в структуре рынка.

Докризисные облигации – не прошли переоценку

«Докризисные» облигации – бумаги с хорошим кредитным качеством, размещенные до сентября 2008 г. Как правило, у инвесторов нет сомнений в надежности их эмитентов, эти выпуски входят в Ломбардный список ЦБ, позволяя банкам получать под них рефинансирование. В результате, эти бумаги остались в портфелях участников, вынужденно перейдя в разряд «инвестиционных».

Участникам рынка, прежде всего – управляющим компаниям и различным фондам – невыгодно проводить по ним отрицательную переоценку. Как следствие их доходности находятся существенно ниже рыночных уровней. По нашим оценкам, на долю таких неторгуемых бумаг приходится 400-500 млрд руб или четверть всего объема рынка.

Облигации с «техническим» размещением- банки размещали свои бонды для рефинансирования в ЦБ

Облигации, размещенные «технически». Такие облигации существовали на рынке и до кризиса, однако они сильно отличались по

целям выпуска. Выделить их в отдельную группу стало возможно лишь с началом кризиса. Их доля в рынке составляет чуть более 10%. Такие выпуски, хотя и размещались по открытой подписке, фактически их покупателями выступал один инвестор либо – группа связанных инвесторов. По целям размещения можно выделить:

(1) облигации банков – размещаемые с осени прошлого года. Как правило, их выкупал либо сам эмитент, либо (по договоренности) – другой банк в рамках свопа на свои облигации. Целью выпуска являлось получение дополнительного актива для рефинансирования в ЦБ. Т.е. обязательным условием являлось включение этих облигаций в Ломбардный список. За полгода – с октября 2008 г по апрель 2009 г общий объем эмиссии таких облигаций превысил 60 млрд руб.

(2) облигации компаний (как правило, 3-го эшелона), выпущенные в рамках реформирования кредита в публичный долг,

(3) облигации, выкупленные по оферте (при назначении минимальной ставки купона), которые он не планирует возвращать в рынок

(4) бумаги, выкупленные в рамках реформирования выпуска в связи со сменой юридической формы эмитента / названия и т.п. (сюда можно отнести облигации энергетиков, проводивших выкуп в связи с присоединением к МРСК в рамках реформы электроэнергетики).

Дефолтные облигации

Дефолтные облигации. К данной группе можно отнести бумаги, эмитенты которых не исполнили хотя бы одно обязательство хотя бы по одному из выпусков. Хотя по российскому законодательству термин кросс-дефолта к облигационному рынку пока не применим и «де-юре» облигации, по которым еще не наступил случай неплатежа, нельзя считать «дефолтными».

Сейчас ФСФР разрабатывает поправки в законодательство, которые устранят эти недоработки. Тем временем, ММВБ с июля уже ввела отдельный котировальный список «Д», куда включены все облигации таких эмитентов. В настоящее время список состоит из 74 облигаций 56 эмитентов. Общий объем таких облигаций превышает 140 млрд руб.

Облигации, выпущенные в рамках реструктуризации – практически не торгуются

Постепенно группа «дефолтных» облигаций преобразуется в **«реструктурированные»**. Процесс это довольно медленный, поскольку переговоры с бондхолдерами занимают продолжительное время. Кроме того, на выпуск новых облигаций в рамках реструктуризации старых идет пока лишь небольшое количество эмитентов. Сейчас, по нашей оценке, на рынке не более 10 таких выпусков.

Переходя из списка «дефолтные» в разряд «реструктурированных» облигации теряют в ликвидности. Если до реструктуризации к бумагам подобного качества наблюдается спекулятивный интерес – в расчете на получение частичного возврата номинала при реструктуризации, то по завершении этого процесса данные выпуски становятся неинтересными для краткосрочных вложений, а их инвестиционная привлекательность в силу низкой кредитоспособности эмитента также отсутствует.

Новые выпуски – их доля пока мала, но стремительно растет

И, наконец, единственная группа облигаций, не отягощенных «докризисным» прошлым – **бумаги, размещающиеся, начиная со 2-го квартала текущего года**. Подавляющая часть этого объема приходится на госкомпании и госбанки и относится к категории «голубых фишек» (РЖД, Газпром, Газпромнефть, ВТБ-Лизинг). Пока лишь 4 выпуска из уже вышедших на вторичные торги – МТС, ТГК-1, X-5 и Дальсвязь – можно условно отнести ко 2-му эшелону.

**При объеме рынка
более 2 трлн руб,
ликвидно – менее
10% бумаг**

В результате при объеме рынка более 2 трлн руб, ликвидными являются менее 10% бумаг – суммарно на 150 млрд руб. Однако в ближайшее время мы ожидаем, как минимум, удвоения этой суммы. Благодаря стабилизации рынков и появлению признаков восстановления экономики первичный рынок становится более доступным. В июне объем размещения новых бумаг достиг 90 млрд руб, а в июле может превысить этот показатель.

Илл. 2: Новые рыночные выпуски

Эмитент	Количество выпусков, размещенных в 2009 г	Суммарный объем, млрд руб
РЖД	9 (включая 3 в процессе размещения)	130
Газпромнефть	2	18
Газпром	2	15
Лукойл	3	15
ВТБ и его структуры	3	18
МТС	2 (включая 1 в процессе размещения)	30
Вымпелком	1	10
Х5-Финанс	1	8
ТГК-1	1	5
ОГК-5	2 (в процессе размещения)	4
Северо-Западный Телеком	1 (в процессе размещения)	3

Источники: Отдел исследований Альфа-Банка

Другой тенденцией последних двух месяцев стало увеличение в составе новых размещений облигаций телекоммуникационного и энергетического секторов, которые уже нельзя назвать «голубыми фишками». Позитивным моментом является тот факт, что спрос на бумаги таких компаний настолько же велик, как и на выпуски 1-го эшелона.

Тем не менее, вторичный рынок остается достаточно узким. Восстановление его ликвидности на докризисном уровне займет не менее 2 лет (необходимых, для вывода старых выпусков из обращения).

Однако и здесь можно заметить ряд положительных тенденций. Начиная с июня, расширение списка ликвидных инструментов происходит не только за счет новых выпусков, но и следующими способами:

- за счет «технических» выпусков. Банки, размещавшие осенью 2008 г облигации для их репо в ЦБ, теперь постепенно выводят бумаги на вторичный рынок.

Как правило, ставка купона по ним составляла порядка 15%, что сейчас является вполне адекватным уровнем для бумаг, включенных в Ломбардный список.

- Постепенное «расторговывание» докризисных облигаций 1-го эшелона. До последнего времени эти выпуски лежали «мертвым грузом» в портфелях банков и УК, выполняя своего рода «защитную функцию». Отсутствие сделок в этих выпусках позволяло не проводить переоценку, фиксируя убытки. С другой стороны, держатели могли использовать их для получения финансирования в ЦБ и не сомневаются в том, что данные выпуски будут погашены.

Однако с оживлением первичного рынка, у инвесторов появилась возможность купить новые бумаги тех же эмитентов, но с более высокой ставкой купона (часто вдвое выше, чем по старым займам). Более того, новые выпуски размещаются с премией к рынку, что позволяет получить дополнительную прибыль от ценового роста. (Например, облигации ГазпромНефть-4 выросли с момента размещения уже почти на 6 п.п., а купон по выпуску составляет 16,7% годовых).

**Увеличение
ликвидности
происходит не
только за счет новых
размещений**

**Новые тенденции
рынка**

Желая участвовать в новых размещениях, профессиональные участники рынка вынуждены освобождать лимиты, забитые докризисными выпусками тех же самых эмитентов. Продажа на рынке неликвидных бумаг приводит к резкому падению их цены вне зависимости от кредитного качества. Как следствие часто возникают перекосы в доходностях в ту или иную сторону.

При размещении новых выпусков можно отметить ряд особенностей и нововведений, ранее наблюдавшихся лишь в отдельных случаях:

- **Укрупнение объемов эмиссии** – квазисуверенные компании сейчас привлекают 10-15 млрд руб за одно размещение. Рекордным стал займ Транснефти на 35 млрд руб.

Это обусловлено высокими потребностями таких компаний для инфраструктурных инвестиций. Первоначально существенная часть займов оседала на книгах организаторов (в роли которых выступают госбанки). Однако постепенно все большая часть выпусков размещается «в рынок», поскольку пенсионные и инвестиционные фонды испытывают дефицит надежных инструментов инвестирования.

- **Размещение в формате бук-билдинг** – если до кризиса такой формат размещения был нехарактерен для рублевого долгового рынка, то сейчас практически все рыночные размещения проходят в такой форме.

Во-первых, это связано с укрупнением выпусков – значительные объемы проблематично разместить за один день. Во-вторых, бук-билдинг – по сути, является узаконенным процессом переговоров с инвесторами, который и раньше предварял аукционы на ММВБ.

- **Размещение в форме биржевых облигаций.** В результате кризиса многим эмитентам пришлось отказаться от размещения уже зарегистрированных выпусков (размещение возможно в течение года со дня регистрации), что привело к определенным денежным потерям (стоимость регистрации). Выпуск биржевых облигаций решает обе эти проблемы.

Биржевые облигации не требуют регистрации, а их размещение не ограничено по срокам. Первоначально биржевые облигации были не особо распространены на рынке в силу двух недостатков: (1) срок их обращения не превышал 1 года (в тот период, когда инвесторы предпочитали длинные выпуски), (2) эти бумаги в силу технических причин не могли быть включены в Ломбардный список для получения рефинансирования в ЦБ.

Однако в период кризиса были внесены изменения в нормативные документы, что позволило Банку России принимать биржевые облигации в РЕПО, а максимальный срок их обращения был увеличен до 3 лет. В результате, сейчас этот способ выпуска облигаций становится все более популярным. (В частности, решение о выпуске биржевых облигаций приняли ОГК-5, Лукойл, Дальсвязь, Сибтелеком.)

- **Выпуск облигаций с плавающей ставкой** – эта структура вновь стала привлекательной, особенно – для институциональных инвесторов, учитывая общую нестабильность, скачущие ставки, резкие колебания валютного курса.

Как правило, основными инвесторами в таких выпусках являются управляющие компании и пенсионные фонды. Привязка осуществляется к каким-либо ставкам ЦБР (чаще всего – к ставке РЕПО). Такие облигации уже выпустили РЖД и Транснефть.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Татьяна Мерлич, старший менеджер по международным продажам (7 495) 786-48 97 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Михаил Авербах, аналитик по внешнедолговому рынку (7 495) 783-50 29 Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47 Екатерина Журавлева, кредитный аналитик (7 495) 974-2515 доб. 7121
Долговой рынок капитала	Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2009 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «**Альфа-Банк**» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «**Alfa Capital**»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.