

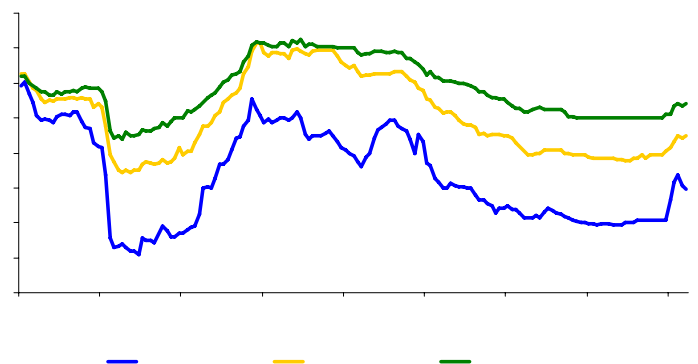
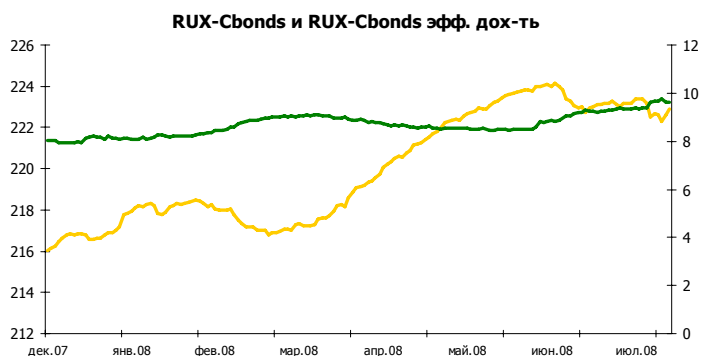


28.07-01.08.2008 г. На денежном рынке неспокойно, объем первички все увеличивается

На прошедшей неделе ситуация на рынке рублевых облигаций во многом повторяла тренд, образовавшийся в предыдущие несколько недель. Однако ко многим негативным факторам, доминировавшим на рынке в течение всего июля, добавилась и недостаточность рублевой ликвидности. Наиболее остро дефицит ликвидности, возникший во многом из-за ежеквартальных налоговых платежей и оттока средств зарубежных инвесторов ввиду сокращения позиций на рынке акций, проявился в начале недели. В понедельник однодневные ставки на межбанковском рынке достигали 10%, однако ближе к вечеру снизились до 7,0-7,5%. Центральный Банк для урегулирования кризиса ликвидности впервые за последнее время был вынужден прибегнуть к наполнению системы деньгами с помощью механизмов РЕПО.

Ближе к концу недели ситуация на межбанке несколько стабилизировалась, однако ставки достаточно длительное время все еще оставались повышенными. Окончательного восстановления ситуации с ликвидностью удалось добиться только в пятницу, когда задолженность по РЕПО сократилась практически в два раза, а ставки вернулись к уровню недельной давности около 4,5-5,0%.

Соответственно, в целом предыдущая неделя характеризовалась очень низкой торговой активностью. Котировки большинства бумаг первого эшелона демонстрировали тенденцию к снижению, несколько замедлив

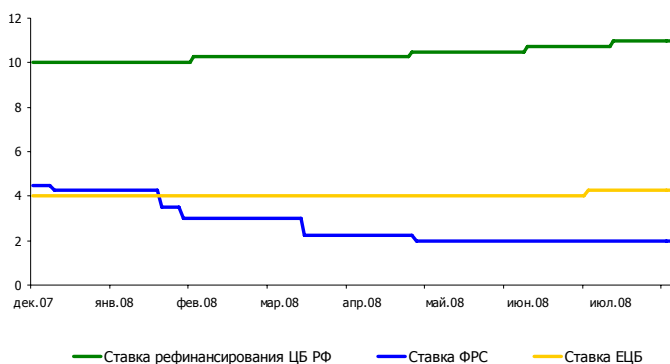




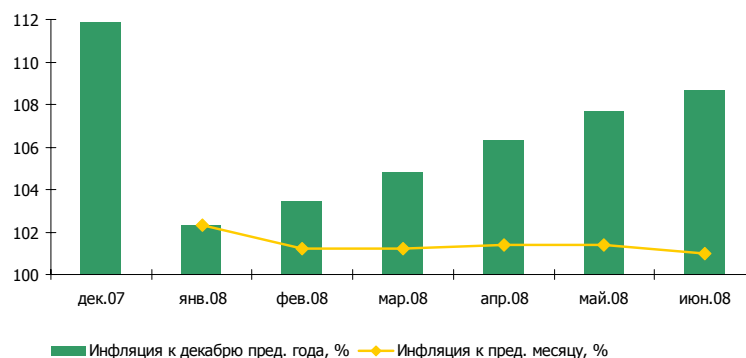
падение лишь в последний день месяца. Во втором эшелоне не наблюдалось столь заметной волны продаж, преобладал боковой тренд, по некоторым выпускам прослеживался умеренный рост котировок. Исключение составили облигации Мечела, которые вслед за повторным выступлением премьер-министра, несмотря на низкую ликвидность, снизились более чем на 60 б.п., что привело к увеличению доходности до 25% к погашению летом 2009 года.

Кроме того, в конце недели Центральный банк объявил о решении повысить нормативы резервирования по обязательствам российских банков. Данное повышение является уже четвертым в 2008 году, в предыдущий раз ставки повышались ровно месяц назад. С 1 сентября 2008 года норматив резервирования по обязательствам перед банками-нерезидентами в валюте РФ и в иностранной валюте составит 8,5% (7,0% на текущий момент); по обязательствам кредитных организаций перед физическими лицами в валюте РФ норматив составит 5,5% (5,0% на текущий момент). Такое поведение ЦБ является очередным шагом по ужесточению кредитно-денежной политики и позволяет сделать прогноз об еще как минимум одном повышении ключевых ставок в 2008 году. Соответственно, следует ожидать продолжения ухудшения ситуации на денежном и на фондовом рынках. Вполне возможно, что стоимость коротких кредитов на межбанке достаточно часто будет превышать 6%

Ставки ФРС, ЕЦБ, ЦБ РФ



Индекс потребительских цен

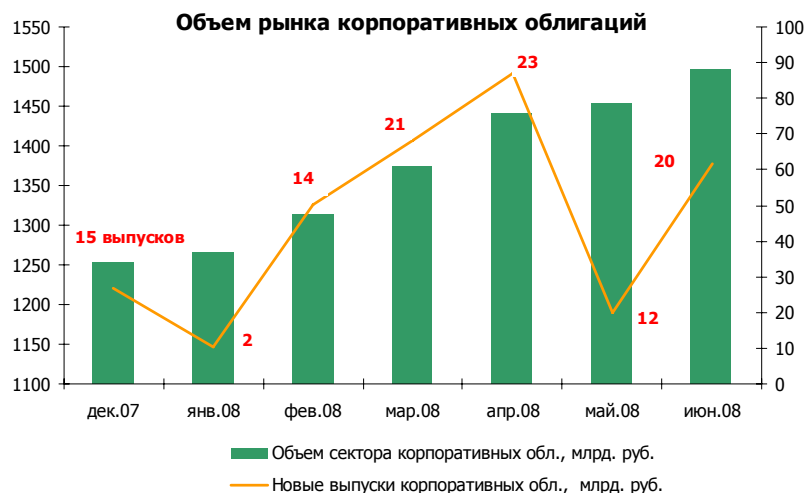




годовых. Также ожидается, что в ближайшее время ЦБ объявит об увеличении своего прогноза по инфляции на 2008 год.

Вероятно, конъюнктура рынка рублевых облигаций в ближайшее время останется прежней. Помимо прогнозируемого ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью осенью (очередные налоговые платежи, ужесточение кредитно-денежной политики), высоких потребностей в рефинансировании существующих займов, напряженной ситуации на фондовом рынке, негативного фона на глобальных рынках на продолжение роста доходности внутренних облигаций существенное влияние будет оказывать все увеличивающийся объем первичных размещений. Почти каждый день происходит объявление о готовящихся крупных займах.

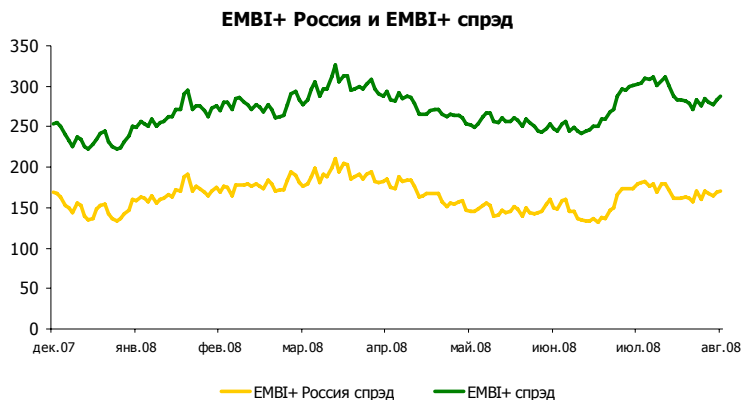
В конце недели кроме улучшения ситуации с ликвидностью некоторый положительный импульс рынку придали деньги фонда ЖКХ, наконец появившиеся в распоряжении управляющих компаний. Всего в рамках первого транша было переведено 14 млрд. рублей. Однако, данные средства, в первую очередь, вероятно, будут распределены на первичном рынке, где присутствует достаточный выбор бумаг и предлагаются высокие премии. Все-таки вторичный рынок пока не до конца перестроился после произошедшей переоценки доходностей. Соответственно, средства ЖКХ не смогут оказать должной поддержки рынку облигаций, а лишь несколько помогут абсорбировать нарастающий объем первичного предложения.





В частности, на текущей недели произойдет доразмещение облигаций восьмого выпуска Московской области. Ориентир по доходности составляет 9,75-10,25% (98,64-97,18% от номинала). На наш взгляд, этот ориентир является завышенным и может вызвать новый всплеск переоценки доходностей, сравнимый по масштабу с нашумевшим выпуском РЖД. Объявление данных ориентиров уже спровоцировало падение котировок остальных облигаций эмитента, обращающихся на вторичном рынке (доходность самого восьмого выпуска увеличилась примерно на 50-55 б.п. и превысила 10%).

Получается, что внешняя конъюнктура сейчас такова, что высококачественным заемщикам гораздо выгоднее привлекать средства на внутреннем долговом рынке, даже при необходимости предоставления значительной премии. Очередной голубой фишкой, объявившей о масштабных планах по выпуску облигаций, стал Сбербанк. Было объявлено о планируемых 6 выпусках облигаций на 60 млрд. рублей (два выпуска на пять лет, два на семь с половиной и два на десять). Столь крупный заем первоклассного заемщика также может привести к очередному сдвигу кривой доходности. Недавно о планах размещения заявлял и Россельхозбанк, советом директоров было принято решение о займе в 50 млрд. рублей, из которых только часть объема будет привлечена с помощью рублевых облигаций. Также программу выпуска рублевых облигаций в объеме 35 млрд. рублей





утвердил и Газпром. Кроме того, о планах размещения облигаций заявляют все больше компаний второго-третьего эшелонов.

Наличие рисков продолжения увеличения доходностей вместе с все увеличивающимся навесом первичного предложения вынуждает инвесторов уделять внимание коротким, защитным выпускам. Оптимальной стратегией представляется участие в размещении коротких облигаций, с которыми можно будет достаточно легко проводить сделки РЕПО и входящих в ломбардный список ЦБ. Так как подавляющее большинство новых выпусков имеет как минимум годовую или полуторогодовую оферту и предлагает высокую премию к вторичному рынку, а также учитывая несогласованность сроков размещений между эмитентами, особых сложностей с выбором подходящих выпусков возникать не должно.

Прошедшие размещения

Дата	Эмитент	Объем	Погашение/оферта	Купон
29.07	Банк Стройкредит, 1	1 000 000 000	3/1	13,25
29.07	Северная казна, 2	1 500 000 000	3/1	12,5
29.07	Жилсоципотека-Финанс, 3	1 500 000 000	3/1,5	13,9
30.07	Промтрактор-Финанс, 3	5 000 000 000	5/1,5/1	12,0
31.07	МОЭК, 1	6 000 000 000	5/9 мес	10,1
01.08	Банк Москвы, 1	10 000 000 000	5/1	9,25

На предыдущей неделе объем размещений был достаточно высоким и составил 25 млрд. рублей. Наиболее интересным представлялся заем Банка Москвы. Банк Москвы разместил первый выпуск объемом 10 млрд. рублей с купоном 9,25%. Срок обращения выпуска – 3 года, по бумаге предусмотрена оферта исполнением через год с начала размещения. Также достаточно интересным представлялся дебютный облигационный заем ОАО «МОЭК» объемом 6 млрд. рублей. В ходе конкурса выпуск был



полностью размещен, спрос превысил 6,75 млрд. рублей. Ставка купона составила 10,1%, предусмотрена 9-месячная оферта. При размещении облигаций Промтрактор-Финанс ставка купона была установлена выше первоначального ориентира (10,90–11,50%) на уровне 12,0% годовых, что соответствует доходности 12,36% к годовой оферте. Облигации на сумму около 200 млн. рублей были размещены лишь в ходе дополнительной сессии. О рыночном характере аукционов по размещению облигаций Жилсоципотеки, Банка СтройКредит и Северной Казны, говорить не представляется возможным. К примеру, при размещении Жилсоципотеки было совершено лишь две сделки на сумму около 1,5 млрд. рублей.

Размещения на неделе

Дата	Эмитент	Объем	Погашение/оферта	Ориентир
05.08	Московская область	19 000 000 000	доразмещение	9,75-10,25
05.08	Ипотечное агентство республики Татарстан, 1	1 000 000 000	5/1	
07.08	Связь-Банк, 2	3 000 000 000	3	
07.08	Синтерра, 1	3 000 000 000	5/1	
07.08	Группа ЛСР, 2	5 000 000 000	5/0,5	11,75-12,75
07.08	Городской Супермаркет, 2	2 000 000 000	3/1	13,0-14,0
08.08	Крайинвестбанк, 1	600 000 000	3/1	

Если бы не доразмещение восьмого выпуска Московской области, объем размещений на текущей неделе по сравнению с предыдущими казался бы не столь значительным. Потенциальное размещение Московской области по верхней границе ориентиров может стать катализатором еще более быстрой переоценки уровней доходности. Максимальный объем приходится на вторник и четверг. Причем в четверг размещается четыре достаточно крупных займа, каждый из которых представляется достаточно интересным.



Прошедшие погашения и оферты

Дата	Эмитент	Объем	Погашение/оферта
28.07	ЦУН ЛенСпецСМУ, 2	1 500 000 000	оферта – 100%
29.07	Пермский Моторный Завод, 1	1 200 000 000	оферта – 100% (около 48% от объема)
29.07	Магнолия, 1	1 000 000 000	Оферта – 100% (около 16% от объема)
30.07	ИМПЛОЗИЯ-ФИНАНС, 1	300 000 000	погашение
31.07	Уралхимпласт, 1	500 000 000	оферта – 100%
01.08	Агрохолдинг-Финанс	1 000 000 000	второй этап оферты, технический дефолт

В пятницу был допущен технический дефолт по облигациям Агрохолдинг-Финанс. Эмитент своевременно не перечислил средства для выкупа облигаций по второму этапу оферты. Эмитент исполнил обязательства по приобретению облигаций у владельцев только в понедельник (04.08) К оферте было предъявлено около 263 тысяч бумаг. Во время первого этапа оферты (18.07) Агрохолдинг выкупил по требованию владельцев 115 тысяч облигаций. Таким образом, всего в рамках исполнения обязательства по приобретению облигаций было выкуплено около 380 тысяч облигаций.

Также в пятницу был успешно выплачен купонный доход по облигациям Державы, по которым также был допущен технический дефолт. Это событие представляет интерес еще и в свете того, что на текущую неделю (07.08) по бумаге предстоит оферта. Не приходится сомневаться, что большинство инвесторов теперь решат предъявить бумаги к оферте, хотя в компании уверяют, что задержка связана с непредвиденными разрывами краткосрочной ликвидности.

Магнолия перед процедурой оферты повысила ставку купона до 15% (на 305 б.п.) и объявила о дополнительной полугодовой оферте. Доходность к данной оферте стала составлять примерно 16%. Этот пример показывает,

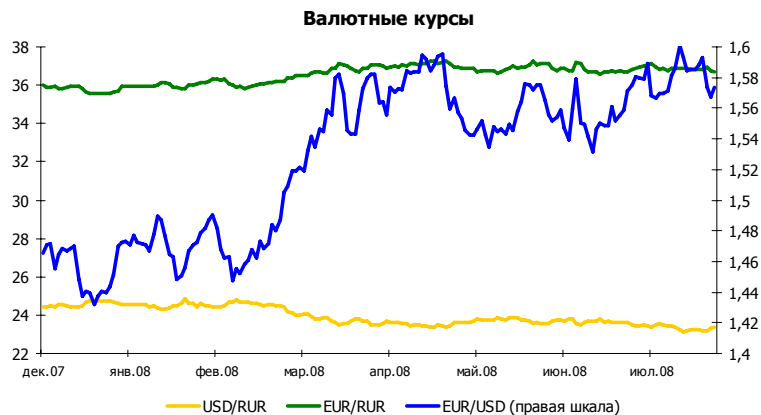


какие необходимые действия нужно совершить эмитентам третьего эшелона, для того, чтобы им не был предъявлен подавляющий объем выпуска.

Погашения и оферты на неделе

Дата	Эмитент	Объем	Погашение/оферта
06.08	Марта-Финанс, 3	2 000 000 000	Оферта – 100%
06.08	ИнтехБанк, 1	500 000 000	оферта – 100%
07.08	КРЕДИТ ЕВРОПА БАНК, 1	3 500 000 000	оферта – 100%
07.08	Держава-Финанс, 1	1 000 000 000	оферта – 100%
08.08	Мираторг Финанс, 1	2 500 000 000	оферта – 100%
08.08	Банк Национальная факторинговая компания	2 000 000 000	погашение

В плане предстоящих оферт и погашений на текущей неделе инвестиционное сообщество ожидает двух интересных событий среди эмитентов, исполняющих оферты по своим бумагам. В среду обязательства по оферте по третьему выпуску должна исполнить Марта-Финанс, а в четверг – Держава-Финанс. Холдинг Марта стал первым эмитентом, спровоцировавшим волну технических дефолтов (Арбат Престиж, Минеско, ГОТЭК), задержав выплату купона по второму выпуску. На предыдущей неделе значительно увеличились объемы по третьей Марте – инвесторы в течение всей недели согласно эмиссионным документам имели право предъявить бумагу к оферте. В итоге цена несколько выросла и составляла в среднем 75% от номинала. По данному выпуску купонная ставка до погашения через три года сохранена на прежнем уровне 15,50%. Очевидно,





что ставка купона в текущей ситуации не является сколь-нибудь значимым индикатором, так как абсолютное большинство владельцев бумаг предъявят их к оферте. Исходя из затруднительного финансового состояния холдинга, наиболее вероятным способом прохождения через оферту является продажа сети «Гроссмарт», однако пока на этот счет никакой информации нет.

Основные новости

Центральный Банк России повысил нормы резервирования для коммерческих банков на 50 б.п. с 01 сентября 2008 года;

Северо-Западный Телеком принял решение о размещении облигаций объемом 3 млрд. рублей и сроком на 10 лет. По выпуску предусмотрены call-опционы через 3 и 6 лет после размещения. Премия при досрочном погашении – 2,5 рубля на облигацию;

О крупных займах объявили представители ритейл-сектора. Виктория планирует разместить 3 выпуска общим объемом 9 млрд. рублей, Х5 – 2 выпуска на 16 млрд. рублей;

Инфляция в России за период с 22 по 28 июля оказалась нулевой; всего с начала месяца – 0,5%, с начала года – 9,3%. В прошлом году инфляция с 1 по 28 июля составила 0,9%;

РБК Информационные Системы приняло решение о выпуске облигаций серии 01 общим объемом 2,5 млрд. рублей, со сроком обращения 3 года;

Элемент Лизинг планирует разместить второй выпуск облигаций на сумму 2,3 млрд. рублей, со сроком обращения 5 лет;

Газпромбанк планирует осенью разместить рублевые облигации в рамках зарегистрированного объема на 10 млрд. рублей и еврооблигации на сумму не менее 500 млн. долларов;

ТГК-1 утвердило решение о выпуске облигаций объемом 5 млрд. рублей со сроком обращения 5 лет. Размещение займа планируется на конец третьего – начало четвертого квартала 2008 года.



РУСС-ИНВЕСТ
инвестиционная
компания

Еженедельный обзор внутреннего рынка облигаций

ИК РУСС-ИНВЕСТ

Открытое акционерное общество

119034 г. Москва, Всеволожский пер., д.2, стр.2

Тел. (495) 363-9380

Факс (495) 363-9390

www.russ-invest.com

www.cbonds.info/rus/pages/RUSS-INVEST

Инвестиционно-банковские услуги и корпоративное финансирование:

Вице-Президент – зам. Генерального директора, член Правления

Владимир Аленичев (corpfin@russ-invest.com)

Отдел корпоративных финансов

Старший эксперт:

Антон Дроздов (corpfin@russ-invest.ru)

Аналитический отдел

Начальник отдела:

Дмитрий Беденков (research@russ-invest.com)

Клиентский отдел

Начальник отдела:

Дмитрий Оказин (client@russ-invest.com)