

Долговой рынок
11 октября 2012

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

За последние два месяца на рынке евробондов наблюдался бурный рост цен. Многие инструменты достигли исторических максимумов по цене. Особенно это касается суверенных еврооблигаций России, а также многих выпусков компаний «первого» эшелона.

Основной причиной роста рынка стало объявление о начале QE3 в США. Кроме того, готовность ЕЦБ выкупать суверенные облигации проблемных стран еврозоны позволила снизить напряженность на долговом рынке Европы. Новый этап количественного стимулирования в США будет продолжаться неопределенно долгое время. Это означает, что ликвидность в том или ином объеме продолжит поступать на финансовые рынки.

В этой связи, вполне разумно делать ставку на дальнейшее сужение спредов на долговом рынке. При этом наибольшее количество инвестиционных возможностей сейчас представляет именно бумаги «второго» и «третьего» эшелона. Спреды между некоторыми из них и выпусками «первого» эшелона остаются довольно широкими. В особенности мы обращаем внимание на нижеприведенные евробонды.

Металлоинвест-16

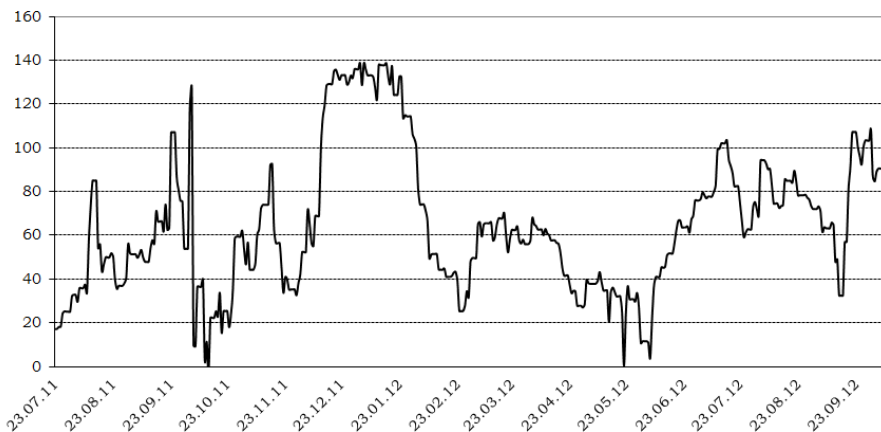
ISIN	XS0650962185
Купон, %	6,5
Дата погашения	21.07.2016
Текущая доходность, % годовых	5,38
Дюрация, лет	3,36
Рейтинг эмитента M/F/S&P	Ba3/BB-/BB-

Северсталь-16

ISIN	XS0650962185
Купон, % годовых	6,25
Дата погашения	26.07.2016
Текущая доходность, % годовых	4,3
Дюрация, лет	3,39
Рейтинг эмитента M/F/S&P	Ba1/BB/ BB+

Металлоинвест: отставание от Северстали сократится

С середины сентября спред между выпуском Металлоинвест-16 и Северсталь-16 расширился с 33 б.п. до 90 б.п., за счет того, что бумаги Северстали оказались более устойчивыми в период небольшой коррекции на рынке. Кредитный профиль Металлоинвеста устойчивый и в целом близок к кредитному профилю Северстали. Так, по итогам 6 месяцев 2012 года коэффициент Чистый долг/EBITDA Металлоинвеста находился на уровне 0,9 – самый низкий показатель среди всех российских металлургических компаний. Аналогичный показатель для Северстали составил 1,4.

Спред Северсталь-16-Металлоинвест-16


Мы полагаем, что спред Северсталь-16-Металлоинвест-16 может сократиться до 20-30 б.п. в ближайшее время



Евраз-18

ISIN	XS0359381331
Купон, %	9,5
Дата погашения	24.04.2018
Текущая доходность, % годовых	6,52
Дюрация, лет	4,33
Рейтинг эмитента M/F/S&P	Ba3/BB-/B+

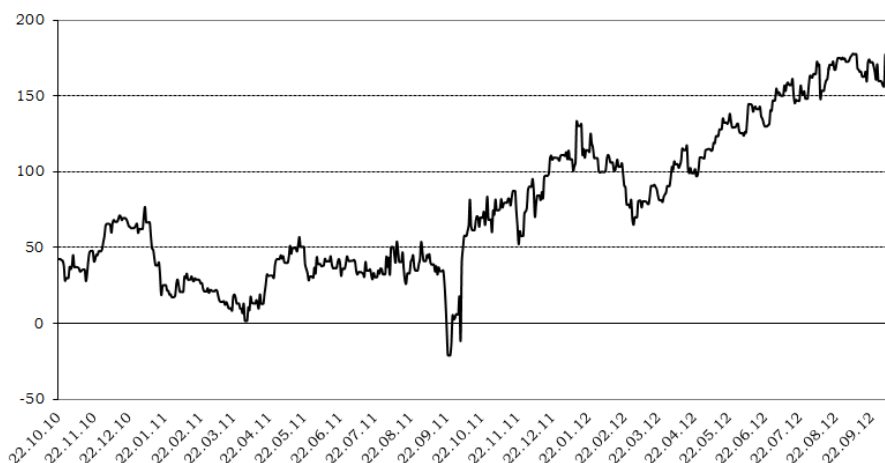
Северсталь-17

ISIN	XS0551315384
Купон, % годовых	6,7
Дата погашения	25.10.2017
Текущая доходность, % годовых	4,79
Дюрация, лет	4,26
Рейтинг эмитента M/F/S&P	Ba1/BB/BB+

Евраз: спрэд к Северстали также будет сужаться

С весны 2012 года на рынке наблюдается устойчивое расширение спреда между евробондами Северстали и Евраза. Так с марта месяца, спрэд Северсталь-17-Евраз-18 расширился с 70 б.п. до 170-180 б.п., которые наблюдаются сейчас.

Спрэд Северсталь-17-Евраз-18



Лишь отчасти это расширение спредов обосновано. Напомним, что по итогам 6 месяцев 2012 года кредитный профиль Евраза ухудшился, долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA выросла с 2,2 до 2,7. Компания обосновала это необходимостью привлекать новые средства для рефинансирования старых кредитов и облигаций. В результате были изменены ковенанты по синдицированному кредиту. В частности, пороговое значение по синдицированному кредиту Чистый долг/EBITDA был повышен с 3,0 до 3,5.

Тем не менее, расширение спреда во многом было связано с более высоким спросом на бумаги Северстали. Доходность евробондов Евраза также сокращалась, но менее быстрыми темпами.

Мы полагаем, что справедливое значение спреда между эмитентами должно составлять 100-120 б.п. Таким образом, потенциал в выпуске Евраз-18 составляет порядка 70-80 б.п. Аналогичный потенциал имеет и соседний выпуск Евраз-17.



Кокс-16

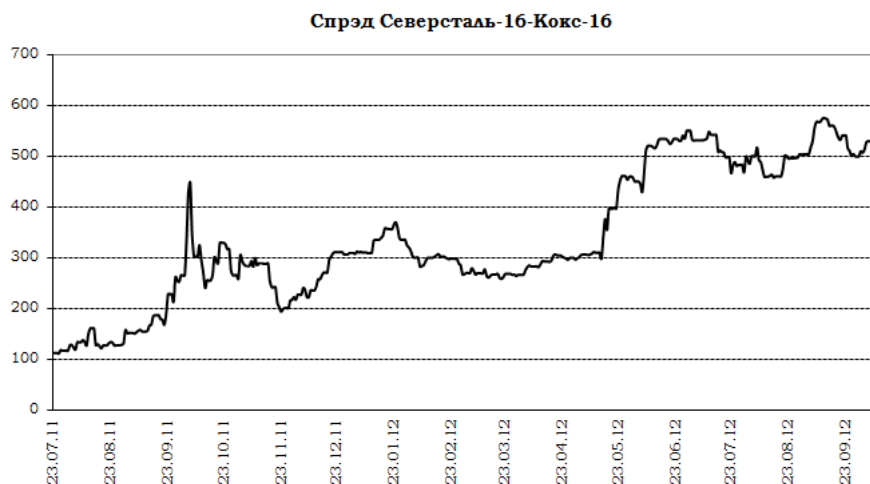
ISIN	XS0640334768
Купон, % годовых	7,75
Дата погашения	23.06.2016
Текущая доходность, % годовых	9,52
Дюрация, лет	3,18
Рейтинг эмитента M/F/S&P	B2/-/B

Северсталь-16

ISIN	XS0648402583
Купон, %	6,25
Дата погашения	26.07.2016
Текущая доходность, % годовых	4,79
Дюрация, лет	4,26
Рейтинг эмитента M/F/S&P	Ba1/BB/ BB+

Кокс: спред к бумагам Северстали остается широким

Еще одна интересная инвестиция на рынке для инвесторов, склонных к риску – это покупка евробонда Кокс-16. Среднее значение спреда между выпусками Кокс-16 и Северсталь-16 составляет около 340 б.п., тогда как сейчас он расширился до 530 б.п.



Как мы отмечали [в нашем специальном обзоре, посвященном ОАО «Кокс»](#), несмотря на высокие риски кредитного профиля компании, эмитент имеет возможность рефинансировать свой долг, не выходя на рынок публичного дога. Объем подтвержденных, но неиспользованных кредитных линий компании составляет около 55,0 млрд. рублей, что почти в 2 раза превышает весь текущий объем долга.

С учетом разницы в кредитном качестве, справедливое значение спреда между выпусками Кокс-16 и Северсталь-16 должно составлять порядка 400 б.п. Таким образом, потенциал снижения доходности составляет около 100-130 б.п.



Газпром-18

ISIN	XS0357281558
Купон, % годовых	8,146
Дата погашения	11.04.2018
Текущая доходность, % годовых	3,62
Дюрация, лет	4,63
Рейтинг эмитента M/F/S&P	Baa1/BBB/BBB

Россия-18

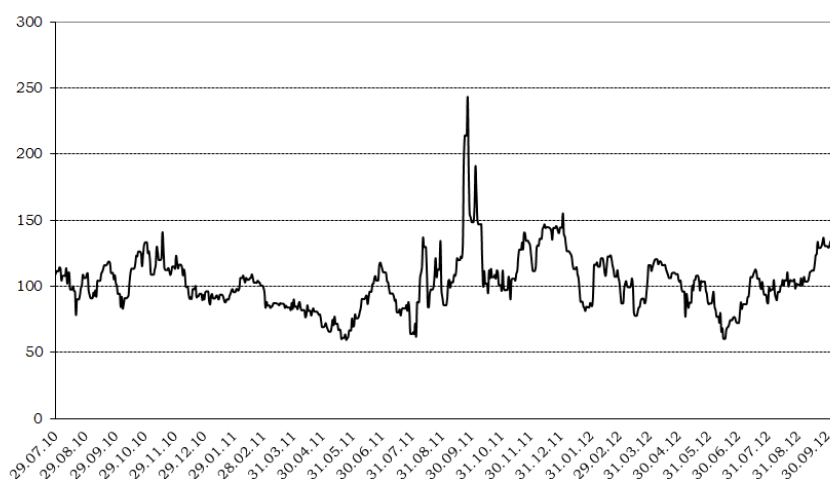
ISIN	XS0089375249
Купон, %	11
Дата погашения	24.07.2018
Текущая доходность, % годовых	2,18
Дюрация, лет	4,62
Рейтинг эмитента M/F/S&P	Baa1/BBB/BBB

Выпуск Газпром-18: ожидаем сужение спреда к кривой доходности России

В нефтегазовом секторе интересных инвестиционных идей практически не осталось, как раз здесь доходности большинства выпусков сейчас тестируют исторические минимумы. Однако, бумаги Газпрома в среднем отставали от евробондов других нефтяных компаний и суверенных бумаг.

Так, спред Россия-18-Газпром-18 расширился за последние недели до 140 б.п., во многом благодаря опережающему падению доходностей евробонда Россия-18. Среднее значение спреда за последние 2 года составляет порядка 100 б.п. Этот спред представляется нам справедливым в целом между кривой Газпрома и суверенной кривой России.

Спред Россия-18-Газпром-18



Таким образом, падение доходности в выпуске может составить около 40 б.п. и мы рекомендуем его покупать.

Промсвязьбанк-17

ISIN	XS0775984213
Купон, % годовых	8,5
Дата погашения	25.04.2017
Текущая доходность, % годовых	8,5
Дюрация, лет	4,18
Рейтинг эмитента M/F/S&P	Ba2/-/BB-

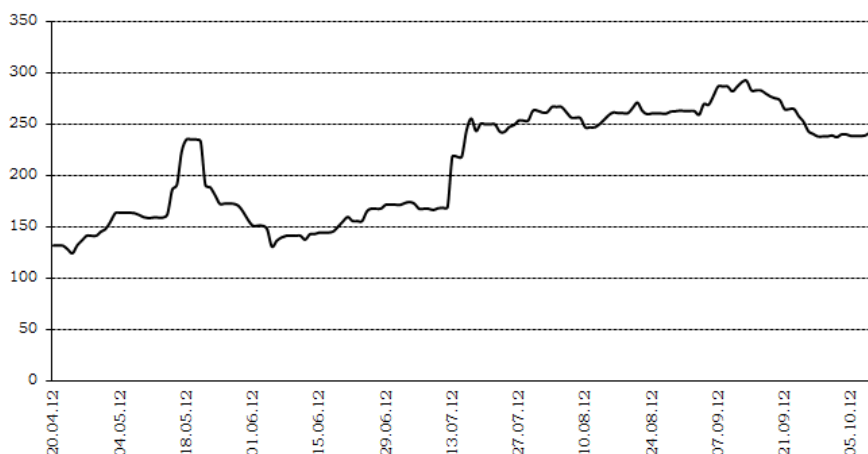
Альфа-банк-17

ISIN	XS0544362972
Купон, % годовых	7,875
Дата погашения	25.09.2017
Текущая доходность, % годовых	5,71
Дюрация, лет	4,21
Рейтинг эмитента M/F/S&P	Ba1/BBB-/BB

Промсвязьбанк-17: спрэд к Альфа-банку может сократиться

Довольно интересным выпуском среди бумаг банков «второго» эшелона остается выпуск Промсвязьбанк-17, который сейчас торгуется со спрэдом к выпуску Альфа-банк-17 в 240 б.п.

Спрэд Альфа-банк-14-Промсвязьбанк-17



С учетом разницы в кредитном качестве двух банков, спрэд в 180-200 б.п. выглядит справедливым. При этом, среднее значение спреда между бумагами с начала апреля составляет 210 б.п. Во многом расширение спреда в последние месяцы связан с повышением рейтинга Альфа-банка агентством S&P до инвестиционного уровня BBB-. Это вызвало повышенный спрос на бумагу и снижение доходности. Впрочем, и финансовое состояние Промсвязьбанка остается стабильным, кредитные риски невысокие.

Мы рекомендуем покупать евробонд Промсвязьбанк-17 и оцениваем потенциал снижения доходности на 40-50 б.п.



ВТБ-20

ISIN	XS0548633659
Купон, % годовых	6,551
Дата погашения	13.10.2020
Текущая доходность, % годовых	5,52
Дюрация, лет	6,4
Рейтинг M/F/S&P	Baa1/BBB/BBB

ВЭБ-20

ISIN	XS0524610812
Купон, % годовых	6,902
Дата погашения	09.07.2020
Текущая доходность, % годовых	3,95
Дюрация, лет	6,18
Рейтинг M/F/S&P	Baa1/BBB/BBB

ВТБ-20: спрэд к бумагам других квазисуверенных банков неоправданно высок

Еще одна тенденция на рынке последних недель – отставание бондов ВТБ от роста бумаг других квазисуверенных банков, в частности Сбербанка, ВЭБа и РСХБ. Так, спрэд ВЭБ-20-ВТБ-20 сейчас расширился до 165 б.п., несмотря на то, что оба банка имеют одинаковый кредитный рейтинг на уровне BBB.

Среднее значение спреда между выпусками за последние 2 года составляет около 80 б.п. и в целом оно оправдано, учитывая в среднем более высокие риски ВТБ, связанные с его инвестиционным и розничным бизнесом, а также регулярными поглощениями других российских банков, которые имели место в недавнем прошлом.

Тем не менее, спрэд в 165 б.п. кажется нам чрезмерно высоким. Мы ожидаем его снижение как минимум на 60-70 б.п. в среднесрочной перспективе.

Спрэд ВТБ-20 - ВЭБ-20



Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail:
research@ufs-federation.com в свободной форме.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куц Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Селезнева Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

