

## Торговые идеи на рынке еврооблигаций

Дмитрий Назаров, [nds@ufs-federation.com](mailto:nds@ufs-federation.com)

Падение на фондовых и сырьевых рынках в последние дни привело к серьезной просадке в российских еврооблигациях. Причем, наиболее сильно пострадал корпоративный сектор, бумаги которого за несколько дней потеряли, в зависимости от срока погашения и кредитного качества эмитентов, от 1% до 6% своей цены. Спрэды между выпусками корпоративных эмитентов также значительно расширились к суверенной кривой.

Наиболее негативно выглядели выпуски металлургического сектора, которые исторически подвержены наибольшей волатильности на долговом рынке. В частности, выпуски Евраз и ТМК снизились более чем на 5,0%. Около 5,0% потеряли выпуски Металлоинвест-16, Северсталь-17 и Кокс-16.

По глубине «просадки» близкими к металлургическим компаниям оказались и «длинные» евробонды Вымпелкома, которые в среднем упали на 5,0%.

Чуть меньшее падение, в районе 3,5-4,0%, наблюдалось в евробондах нефтегазовых компаний с отдаленными сроками погашения, например, в бумагах Новатэка, Лукойла, ТНК-ВР.

В среднем, наименьшие потери были в бумагах банковского сектора. Сильнее всего упали бумаги банков «второго» эшелона: Промсвязьбанка и Номос-банка, «длинные» выпуски которых потеряли около 3,5%.

Наибольшую устойчивость к падению показали облигации госбанков, которые традиционно рассматриваются как «защита». Например, в выпусках РСХБ и Сбербанка падение составило 2-3%.

Наконец, от 1-2% потеряли выпуски разных эмитентов, погашаемые до 2015 года, т.е. имеющие самую низкую дюрацию.

В текущих условиях на рынке возникло множество инвестиционных идей и недооцененных бумаг, на которые мы хотели бы обратить внимание.

**Основная предпосылка, из которой мы исходим сейчас:** с высокой вероятностью (70-80%) **мы не ожидаем повторения ситуации 2008 года.** Основное отличие текущих событий от периода 3-летней давности – это высокие объемы рыночной ликвидности, которые окажут поддержку рынку.

В настоящий момент нам видится следующий, **наиболее вероятный сценарий развития событий.** После значительного падения и небольшого отскока, носящего технический характер, **мы ожидаем вторую волну снижения**, которая не будет столь же сильной, как падение в предыдущие 3 дня. Мы полагаем, что суверенные бумаги России потеряют еще в районе 1,0%, а выпуск Россия-30 снизится до 117,0% от номинала, где находится сильный уровень поддержки, и консолидируется на этой отметке. При пробитии этого уровня, следующим станет отметка – 115,0% от номинала, однако это может произойти только в случае, если ситуация на фондовом рынке продолжит развиваться в негативном ключе и цены на нефть продолжат падать.

В момент второй волны снижения, продолжат снижаться и корпоративные выпуски, а спрэды к суверенной кривой еще немного расширятся от текущих уровней.

Поэтому, мы не рекомендуем сейчас открывать позиции в облигациях, лежащих на длинном конце кривой доходности, в момент продолжения коррекции они кажутся наиболее уязвимыми.

Стратегически на ближайшие 1-2 недели мы рекомендуем уходить в «короткие» бумаги, в особенности в бумаги квазигосударственных эмитентов – Сбербанк и РСХБ. В то же время, «короткие» бумаги эмитентов «второго и «третьего» эшелонов, например, выпуски АльянсОйл-15, Номос-банк-13, Ренессанс Капитал-13, значительно снизившиеся в



предыдущие дни, устойчивы в ближайшие недели, и мы также рекомендуем включать их покупать.

После коррекции, которая по нашим оценкам займет 1-1,5 недели, **мы ожидаем «боковое» движение на рынке с высокой, но затухающей волатильностью**. Далее мы ждем постепенного роста цен, однако возврат на прежние ценовые уровни может занять значительное время (3-6 месяцев), и, скорее всего, без анонсирования новой программы QE3, российские еврооблигации вряд ли достигнут своих максимумов.

**Мы ждем переоценку рисков по всему спектру бумаг.** Текущая ситуация позволит выровнять доходности и спреда между корпоративными евробондами, которые последние месяцы значительно сузились ввиду высокой ликвидности рынка.

Ниже мы приводим инвестиционные идеи, которые наиболее оптимальны в случае реализации предполагаемого нами сценария.

### **Нефтегазовый сектор.**

Чрезвычайно сильное падение для своего уровня дюрации показал выпуск **АльянсОйл-15**, который снизился за 2 дня на 3,2%. Спрэд к кривой доходности Газпрома взлетел до 410 б.п., тогда как с начала года его среднее значение составляло 300-310 б.п., что по-нашему мнению является справедливым уровнем. Мы ожидаем снижение доходности в ближайшее время на 70-80 б.п.; потенциал роста цены в этом случае составляет 3,5-4,0%.

В качестве защитного инструмента мы бы порекомендовали выпуск **Синек-15**, который уже давно предлагает самую высокую доходность среди бумаг инвестиционного уровня. Заметим, что в период обвала падение в нем составило около 0,7%, что говорит о его высокой устойчивости к рыночному негативу.

Также в период высокой волатильности интерес могут представлять короткие евробонды Газпрома и Лукойла.

В момент консолидации рынков, которую мы ожидаем в течение 2-3 недель, можно обратить внимание на евробонды с «длинной» дюрацией, которые сейчас значительно перепроданы. Мы уже отметили, что наиболее значительные изменения за последние 3 дня произошли на «дальнем» конце кривых доходностей.

При этом, евробонды Газпрома упали меньше, чем еврооблигации Лукойла, Новатэка и ТНК-ВР. Например, выпуски Лукойл-20 и Лукойл-22 снизились соответственно на 3,85% и 3,5% за 5 дней. В то же время, Газпром-20, имеющий схожую дюрацию, упал всего на 2,3%. В результате, выпуски Лукойл-19 и Лукойл-20 в настоящий момент торгуются с премией по доходности к Газпрому в районе 55 б.п. При этом, премия между выпуском Лукойл-17 и кривой Газпрома не превышает 20 б.п., а Лукойл-14 и вовсе торгуется с дисконтом к выпускам Газпрома. Мы полагаем, что доходность **Лукойл-19 и Лукойл-20** может снизиться минимум на 30-35 б.п. Это предполагает рост как минимум на 2%.

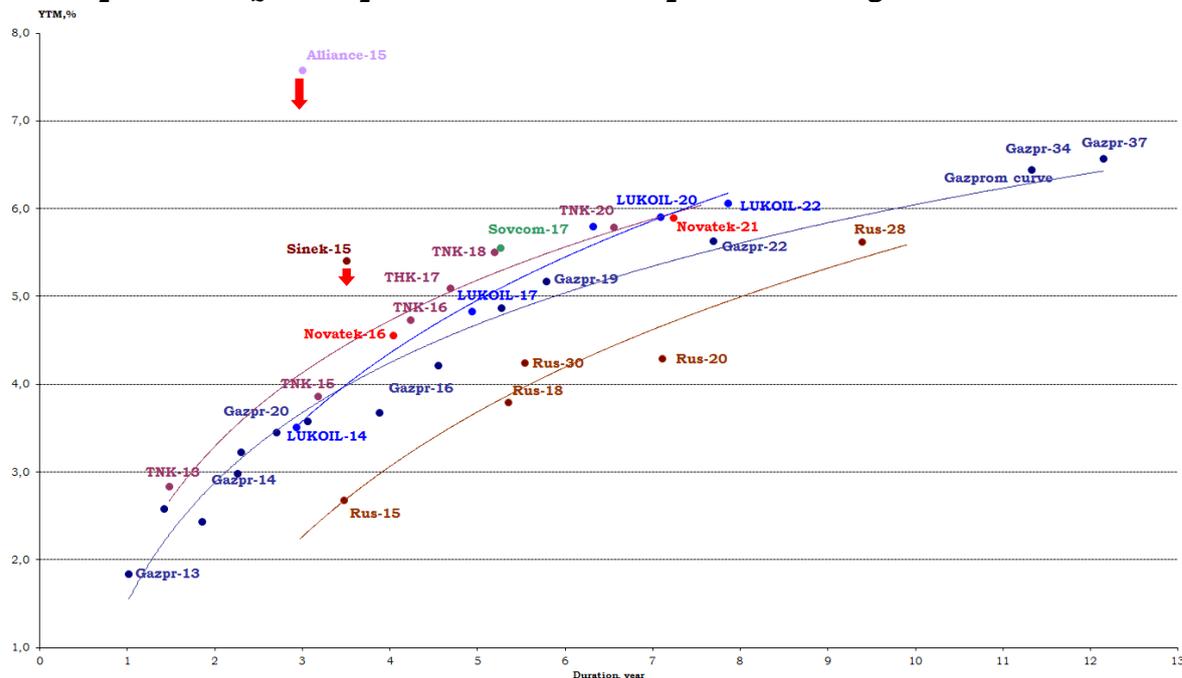
Схожая ситуация произошла и с выпуском Новатэк-21, который за 3 дня потерял более 3,0%. Спрэд между выпуском Новатэк-21 и кривой Газпрома составляет 50 б.п., хотя до падения находился на уровне 20-25 б.п. Можно ожидать снижение доходности **Новатэк-21** на минимум на 20 б.п., что предполагает рост цены на 1,5%.

По той же причине – сильное расширение спреда к кривой доходностей Газпрома – могут показать рост и выпуски **ТНК-ВР-18 и ТНК-ВР-20**. Так, за последние 3 дня, спрэд между выпусками ТНК-ВР-18 и Газпром-18 расширился до 70 б.п., тогда как среднее значение спреда с начала года – 25-30 б.п. Снижение доходности в указанных евробондах ТНК-ВР может составить 30-40 б.п., что предполагает рост цены в них на 2,5-3,0%.

Особо отметим, что мы **НЕ** рекомендуем входить **сейчас** в «длинные» выпуски Лукойла, ТНК-ВР и Новатэка. Спреда к Газпрому могут еще больше расширяться. Но после успокоения ситуации эти выпуски окажутся в лидерах роста.



### Еврооблигации нефтегазового сектора на 11 августа 2011 года



#### Металлургический сектор.

Бумаги металлургических компаний в период обвала 2008 года показали наибольшую волатильность. Сейчас «длинные выпуски» Евраза и Северстали также оказались аутсайдерами рынка.

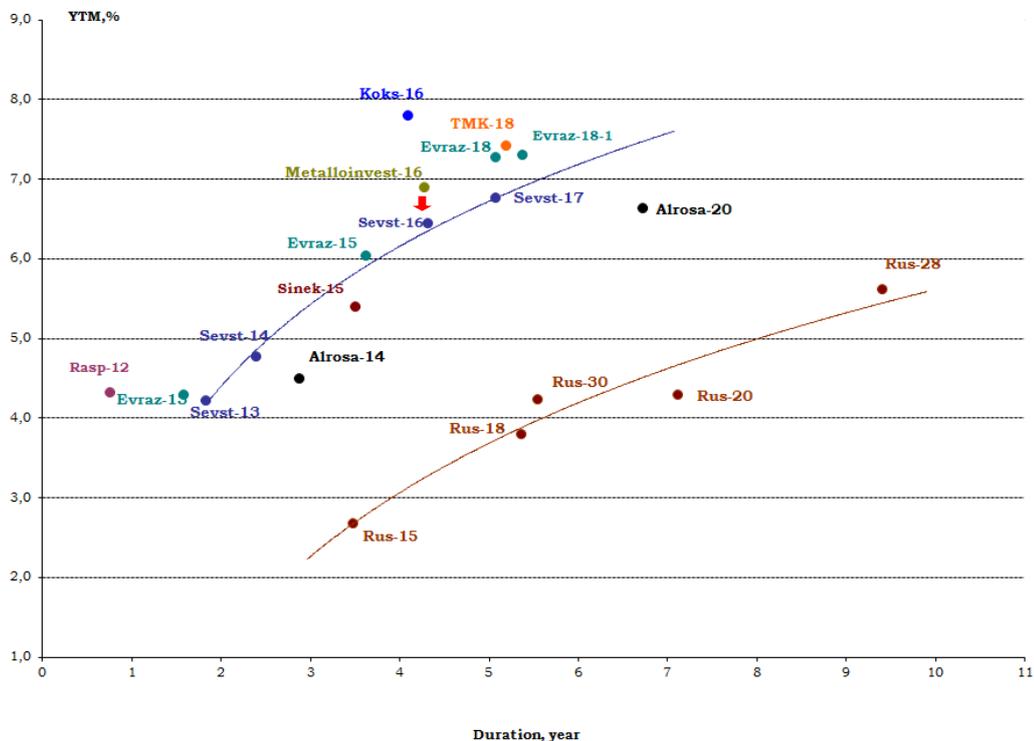
Спрэд между выпусками Россия-18 и Евраз-18 взлетел до 351 против среднегодового уровня в 246 б.п., а между выпусками Россия-18 и Северсталь-17 расширился до 300, при среднегодовом уровне в 215 б.п. Мы ожидаем дальнейшего расширения спрэдов в ближайшую неделю. Однако, после стабилизации ситуации на рынке, эти выпуски могут показать опережающую динамику роста в среднесрочной перспективе.

Наибольший интерес в секторе металлургии может представлять выпуск Металлоинвест-16. Так, по-прежнему не реализована идея сокращения спрэда между выпуском **Металлоинвест-16** и кривой доходности Северстали до 0-10 б.п.

В целом, мы бы не рекомендовали открывать длинные позиции в облигациях металлургов в ближайшую неделю и полагаем, что их можно будет купить дешевле.



### Еврооблигации металлургического сектора на 11 августа 2011 года



#### Банковский сектор.

Среди банков второго эшелона сильно «просели» выпуски Номос-банк-13 и Номос-банк-15. Так, спрэд доходности Сбербанк-15-Номос-банк-15 расширился до 390 б.п. при среднегодовом значении в 310 б.п. Ожидаем снижение доходности в выпуске **Номос-банк-15** минимум на 40-50 б.п. в ближайшее время. **Номос-банк-13** снизился на 2,4%, доходность выросла до 6,5%. Мы ожидаем снижение доходности до 6,1-6,2% после успокоения ситуации на рынке.

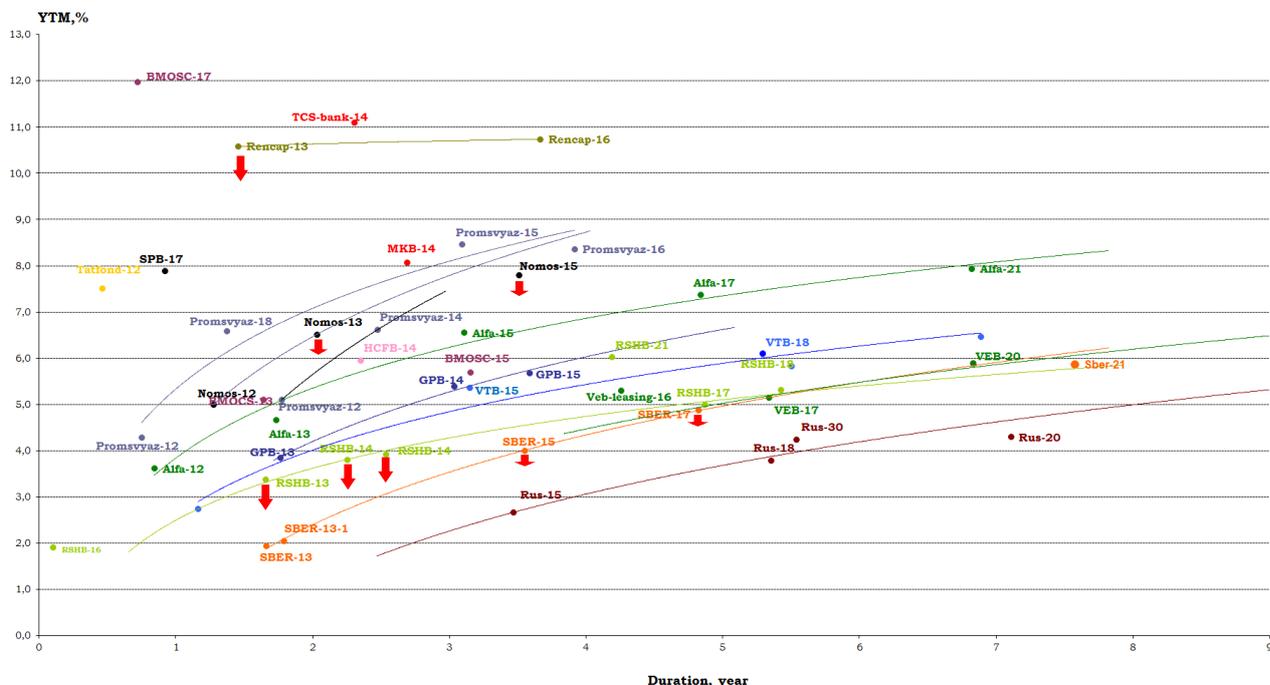
В случае негативного развития событий на рынке, «убежищем» станут короткие бонды банков первого эшелона. Так, наименее пострадавшими за последние дни оказались выпуски РСХБ и Сбербанка при дюрации до 5 лет.

Кроме того, в этих евробондах сохраняются инвестиционные идеи. Например, у выпусков **Сбербанк-15** и **Сбербанк-17** спрэд доходности к суверенной кривой составляет 130-140 б.п. По нашему мнению, этот спрэд может сократиться до 100 б.п. Среди выпусков РСХБ рекомендуем покупать бумаги **РСХБ-13** и оба выпуска **РСХБ-14**, у которых спрэд к кривой доходности Сбербанка превышает 100 б.п. При этом, на «среднем» и «дальнем» конце кривой доходности выпуски РСХБ и Сбербанк торгуются на одном уровне по доходности.

Дюрация у всех перечисленных выпусков относительно низкая, поэтому в случае дальнейшего падения российских евробондов и расширения спрэдов на рынке, эти выпуски в наименьшей степени пострадают.



### Еврооблигации металлургического сектора на 11 августа 2011 года



#### Прочие сектора.

В качестве защитного инструмента из надежного «второго эшелона» можно порекомендовать еврооблигации ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»-15. Несмотря на значительное падение цен в большинстве еврооблигаций, выпуск ЛенСпецСМУ-15 можно назвать «тихой гаванью», т.к. рыночный негатив его практически никак не затронул, и цена осталась на прежнем уровне. Мы полагаем, что в выпуске остается потенциал роста цены, т.к. существует высокая вероятность повышения кредитного рейтинга эмитента в ближайшие полгода-год на одну ступень до уровня «В+».

Справедливая доходность выпуска находится на уровне 5,8-6,0%, это соответствует цене 109,2-109,7% от номинала. Потенциал роста цены в ближайший месяц может составить 1,1-1,6%.



## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
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

### Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Балакирев Илья Андреевич	Тел. +7 (495) 781 02 02
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06

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 «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», 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. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», 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. «Ю.Ф.С. – Федерация» 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 «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

