

01 августа 2005 г.

Векселя vs. Облигации: что покупать?

Вексельный рынок и рынок корпоративных облигаций являются двумя полноправными сегментами рублевого корпоративного долга, которые в настоящее время практически сопоставимы между собой по объему, а ликвидность векселей, по-прежнему, опережает облигаций. В последнее время немалое количество банков и компаний активно использует оба эти инструмента для привлечения финансирования, и, следовательно, перед инвестором открывается возможность выбора того или иного инструмента. Мы провели сравнительный анализ доходности векселей и облигаций, в результате которого были выявлены некоторые несоответствия в процентных ставках. Ниже приведены результаты этих исследований, использование которых, как нам кажется, может повысить эффективность вложений на долговом рынке.

В настоящее время на долговом рынке представлено порядка 20 банков и компаний, которые наряду с размещением облигационных займов активно используют векселя для привлечения краткосрочного финансирования. Проанализировав процентные ставки векселей и корпоративных облигаций одних и тех же банков и компаний, мы обнаружили некоторые несоответствия, использование которых, по нашим оценкам, поможет повысить эффективность вложений на долговом рынке. Наиболее интересные результаты сравнительного анализа доходности векселей и корпоративных облигаций представлены в таблице 1.

Таб. 1 Доходность векселей и корпоративных облигаций

Векселедатели / Эмитенты	Векселя				Облигации		
	Срок погашения	Ориентировочное кол-во дней до погашения	Котировка на покупку, % годовых	Котировка на продажу, % годовых	Дюрация, дни	Средневзвешенная доходность, % годовых	Оборот за июль, млн. руб. (справочно)
ЦентрТелеком	апр.06	265	10.0%	9.5%	383	8.4%	3 760.0
	июн.06	326	10.1%	9.6%	1127	9.9%	
ЮТК	сен.05	53	10.3%	9.7%			1 896.5
	фев.06	206	10.0%	10.5%	184	10.0%	
	мар.06	234	11.5%	10.9%	247	10.0%	
	май.06	295	12.0%	11.2%	378	10.2%	
АК АЛРОСА	июл.10	1 817	11.0%	10.0%	86	5.6%	815.3
	июл.11	2 182	11.0%	10.0%			
Уралвагонзавод	окт.05	114	12.5%	12.0%	404	10.9%	524.1
Группа компаний ПИК	окт.05	83	13.0%	12.5%			321.5
	ноя.05	114	13.5%	13.0%			
	дек.05	144	14.3%	13.7%	158	13.8%	
Татфондбанк	сен.05	53	11.2%	10.7%			117.0
	окт.05	83	11.5%	11.0%			

	ноя.05	114	12.5%	11.7%			
	дек.05	144	12.5%	11.9%			
	янв.06	175	12.7%	12.1%			
	апр.06	265	13.0%	12.4%	261	12.4%	
Пробизнесбанк	авг.05	22	9.2%	8.0%			90.0
	дек.05	144	12.3%	12.0%	130	12.4%	
	мар.06	234	13.6%	13.1%			
Банк Зенит	ноя.05	114	6.7%	6.5%			80.3
	дек.05	144	6.9%	6.7%			
	янв.06	175	7.0%	6.8%	231	8.1%	
Банк Спурт	окт.05	83	11.5%	10.7%	109	9.8%	46.2
	янв.06	175	12.0%	11.2%			
	июл.06	356	12.2%	11.5%			

ОАО «Центртелеком», ОАО «ЮТК». Сравнительный анализ доходности облигаций и векселей ЦТК и ЮТК явно свидетельствует о более высокой привлекательности последних. Так, доходность более коротких векселей телекоммуникационных компаний более чем на 100 б.п. превышает доходность облигаций компаний с сопоставимыми сроками дюрации. *Наши рекомендации - покупать векселя ЦТК и ЮТК.*

АК АЛРОСА. Долгосрочных облигаций АК АЛРОСА в настоящее время в обращении нет, поэтому сравнение обращающихся векселей с погашением в 2010 и 2011 гг. некорректно. Однако надо отметить, что доходность самых долгосрочных облигаций первого эшелона (Газпром-4, ЛУКОЙЛ-2, РЖД-3 с дюрацией порядка 1350-1370 дней), к которому несомненно относится и АК АЛРОСА, не превышает в настоящее время 7,5-7,55% годовых. Поэтому доходность векселей АК АЛРОСА с погашением в июле 2010 и 2011 гг. в размере 10% годовых выглядит достаточно привлекательной, а покупка их может привести к увеличению доходности инвестиционного портфеля, правда, при удлинении его дюрции.

ФГУП «ПО «Уралвагонзавод». Несмотря на относительно более «короткий» срок обращения векселей Уралвагонзавода, их доходность на 110 б.п. превышает доходность облигаций, дюрция которых превышает 400 дней. Правда, нельзя не отметить, что погашение векселей будет осуществляться в г. Нижний Тагил, где расположено предприятие. Тем не менее, *можно рекомендовать векселя Уралвагонзавода для покупки.*

Группа компаний «ПИК», Татфондбанк, Пробизнесбанк. Как видно из таблицы 1, доходность векселей и облигаций с аналогичными сроками обращения находится в целом на одинаковом уровне. Однако следует отметить, в отличие от облигаций векселя предлагают инвесторам более широкий горизонт инвестиций: по ГК «ПИК» - от 2,5 до 4,5 месяцев; по Татфондбанку – от 1,5 до 9 месяцев; по Пробизнесбанку – от 1 до 8 месяцев. В тоже время, нельзя забывать о более высокой ликвидности вексельного рынка. Таким образом, *мы рекомендуем к покупке векселя вышеуказанных компании и банков инвесторам, желающим диверсифицировать свои портфели по срокам.*

Банк «Зенит». Построив «кривую» доходности по векселям Банка, можно прийти к выводу, что теоретически доходность ценных бумаг с погашением в марте 2006 года должна составить порядка 7,0-7,1% годовых. Таким образом, спред обращающегося выпуска облигаций Зенита составил бы порядка 100 б.п. Учитывая, кроме того,

меньшие риски, которые несут в себе облигации, мы рекомендуем облигации Банка «Зенит» к покупке. Потенциал роста цены облигаций составляет, по нашим оценкам, не менее 0,5 п.п. (от текущей цены предложения 100,44% от номинала).

Банк «СПУРТ». Как видно из таблицы 1, векселя банка имеют более высокую доходность, чем обращающиеся облигации, которые, правда, имеют дополнительное поручительство во стороны НКНХ. Кроме того, на прошлой неделе совет директоров ЕБРР одобрил участие АКБ "Спурт" в программе кредитования малого и среднего бизнеса с лимитом 10 млн. долларов, а также программе поддержки торговли. Таким образом, Банк "Спурт" стал первым банком Татарстана, аккредитованным в программах ЕБРР, участие в которых позволит Банку не только получить долгосрочные кредитные ресурсы по конкурентоспособным на российском рынке ставкам, но и существенно расширить масштабы сотрудничества с другими западными инвесторами. Аккредитация и участие банка в программах ЕБРР, несомненно, свидетельствует о потенциале повышения надежности банка и роста привлекательности его долговых инструментов. *Наши рекомендации – покупать векселя Банка «Спурт», оценив предварительно стоимость гарантии по облигациям банка со стороны НКНХ.*

Таким образом, в результате проведения сравнительного анализа доходности векселей и облигаций, обращающихся в настоящее время на вторичном рынке, наши рекомендации сводятся к следующему:

- *ЦТК - покупать векселя компании, доходность которых превышает доходность облигаций*
- *ЮТК - покупать векселя компании, доходность которых превышает доходность облигаций*
- *АК АЛРОСА – покупать векселя компании, доходность которых существенно превышает доходность долгосрочных облигаций первого эшелона*
- *Группа компаний «ПИК» - покупать векселя компании инвесторам, желающим диверсифицировать свои портфели по срокам*
- *Пробизнесбанк - покупать векселя компании инвесторам, желающим диверсифицировать свои портфели по срокам*
- *Татфондбанк - покупать векселя компании инвесторам, желающим диверсифицировать свои портфели по срокам*
- *Уравагонзавод - покупать векселя компании, доходность которых при более коротких сроках обращения превышает доходность облигаций*
- *Банк «Зенит» - покупать облигации банка, доходность которых превышает доходность векселей*
- *Банк «Спурт» - покупать векселя банка, доходность которых превышает доходность облигаций, оценив стоимость гарантий по последним со стороны НКНХ*

Александр Ермак
Тел.: (095) 777 2964 до. 405
e-mail: aermak@regnm.ru

Группа компаний «РЕГИОН»

Группа компаний "РЕГИОН" объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО "РЕГИОН ЭСМ"), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО "РЕГИОН ФК"). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА – высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (095) 777-29-64 Факс: 975-24-48

Web-site: www.regiongbroker.ru

Операции с векселями

Павел Голышев (доб.303;
e-mail: golyshev@regnm.ru),
Виктория Скрыпник (доб.301;
e-mail: yvs@regnm.ru),
Елена Шехурдина (доб.463;
e-mail: lenash@regnm.ru),
Новикова Валентина (доб.543;
e-mail: valentine@regnm.ru),
Софья Сталь (доб.580; e-mail: stal@regnm.ru)

Операции с облигациями

Сергей Гуминский (доб.433;
e-mail: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб.471;
e-mail: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб.575;
e-mail: kia@regnm.ru)

Операции с акциями

Руководитель департамента
Павел Ващенко (доб.335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

Клиентское обслуживание:
Алексей Яшин (доб.503; e-mail: yashin@regnm.ru),
Маргарита Петрова (доб.333;
e-mail: rita_petrova@regnm.ru)

Трейдеры:
Алексей Цырульник (доб.147;
e-mail: alexiz@regnm.ru),
Марина Муминова (доб.157;
e-mail: muminova@regnm.ru) и (095) 264-43-72
(прямой),

Аналитическое и информационное обслуживание

Директор по аналитике и информации
Анатолий Ходоровский (доб.538;
e-mail: khodorovsky@regnm.ru).

Анализ финансовых рынков:
Александр Ермак – Директор департамента
(долговой рынок) (доб.405; e-mail: aermak@regnm.ru).

Константин Гуляев - рынок акций (доб.144;
e-mail: kgul@regnm.ru),

Отраслевой и макроэкономический анализ:
Валерий Вайсберг (доб.143; e-mail: vva@regnm.ru),
Евгений Шаго (доб.336; e-mail: shago@regnm.ru),
Ольга Вышегородцева (доб.412;
e-mail: ollga81@regnm.ru)

Организация программ долгового финансирования

Олег Дулебенец (доб.584;
e-mail: dulebenets@regnm.ru);
Константин Ковалев (доб.547;
e-mail: kovalev@regnm.ru)

Доверительное управление

Игорь Куртепов (доб.121)
e-mail: andrey@regnm.ru

Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.