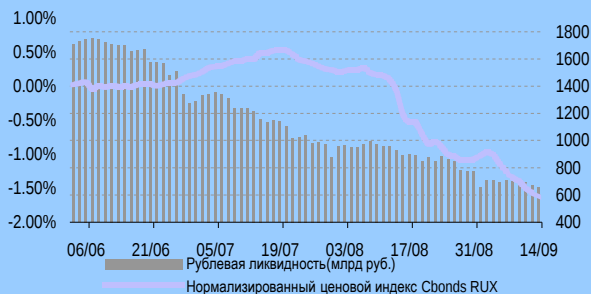
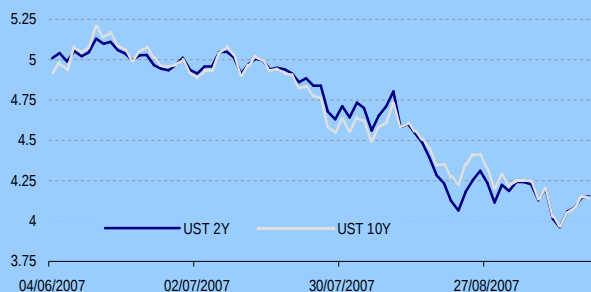


Индекс Cbonds RUX и рублевая ликвидность



Источник: Bloomberg

Динамика доходности US Treasuries



Источник: Bloomberg

**В IV квартале на российском долговом рынке запланировано рекордное количество погашений и оферт. На смену беспочвенным опасениям о возможных корпоративных кризисах приходят сухие факты, свидетельствующие об окончании периода "дешевых" денег для российских эмитентов.**

## Переоценка глобальных рисков

Глобальный кризис доверия и вытекающий из него дефицит ликвидности отразился на российском рынке, где доля участия нерезидентов в портфельных инвестициях составляет, по различным оценкам, от 60 до 70%. Массовый вывод капитала иностранными инвесторами сказался, прежде всего, на фондовых рынках. Тем не менее, острая потребность в ликвидности головных компаний вынудила нерезидентов закрывать позиции в рискованных активах, в том числе и в российских долговых инструментах. Рынок государственных выпусков, особенно его дальний сегмент, где доля участия нерезидентов является наибольшей, подвергся массовой распродаже. Снижение госдолга неминуемо сказалось на продажах в корпоративных выпусках первого уровня. В результате сложилась ситуация, в которой даже крайне низкие ценовые уровни по большинству выпусков нельзя назвать привлекательными: повышенные рыночные риски заставляют как внутренних, так и внешних инвесторов ограничить покупки. Первичный рынок, как индикатор ситуации долгового рынка, также сигнализирует о неблагоприятной конъюнктуре. Аукционы, запланированные с августа и до конца текущего года, были перенесены с оговоркой "до улучшения конъюнктуры рынка". Увеличившаяся популярность сделок РЕПО оказала кратковременную поддержку котировкам облигаций, однако в долгосрочном периоде лишь подчеркивает, что текущая напряженность рынка сохранится не один месяц.

## Ставки растут

Крайне высокая корреляция с глобальными рынками не дает локальному долговому рынку надежд на восстановление. Бегство капитала из рискованных в защитные активы спровоцировало стремительный рост спредов по выпускам развивающихся стран, которые находятся вблизи своих 2-летних максимумов. Так, спред Россия'30 к 10-летним обязательствам США увеличился с 95 б.п. в июле до 145 б.п. в августе. Основной негатив исходит от ожиданий сохранения тенденции к выводу капитала нерезидентами, несмотря на ряд позитивных моментов, сложившихся на российском долговом рынке, к которым можно отнести достаточно высокую (на фоне прошлого года) ликвидность, существенное ценовое снижение по большинству облигаций, укрепление рубля. В частности, до конца года только по официальным прогнозам рубль должен укрепиться на 1-1.5%. Впрочем, глобальные тенденции имеют преобладающее значение - в среднесрочной перспективе мы вряд ли увидим повышенный спрос на рублевые активы со стороны иностранных инвесторов. Убытки, которые понесли крупные инвестбанки из США и Европы, привели к падению интереса с их стороны к структурным продуктам долгового рынка и заставили сконцентрироваться преимущественно на консервативных стратегиях.

## Российские эмитенты. Источники финансирования сокращаются

Негативная конъюнктура локального долгового рынка может сохраняться на порядок дольше, чем того ожидают игроки. Традиционная "сезонность" рынка, четко прослеживающаяся на локальном долговом рынке, была нарушена. По нашим наблюдениям, умеренный рост в начале года сменялся консолидацией в марте-апреле, а в мае происходила массовая фиксация прибылей. Традиционное летнее затишье сменялось притоком "свежего" капитала и ростом долгового рынка к окончанию года. Большинство стратегий рефинансирования эмитентов строилось на предположении, что IV квартал года является позитивным для рынка, и именно в этот период можно было наиболее комфортно рефинансировать текущие долги.

Теперь же, временная тенденция может нарушиться. Уже с октября может начаться настоящая битва за ликвидность. Факторы, которые это подтверждают, достаточно убедительны:

- Возросший на 90 млрд руб. объем заимствований Минфина до конца 2007 г.
- Решение ряда крупных эмитентов выйти на внутренний рынок или увеличить свое присутствие на нем (РЖД, Газпром, Вымпелком, Интер РАО "ЕЭС", ВТБ, Х5 и пр.).
- Желание Минфина стерилизовать как можно больше ликвидности с целью ограничения роста инфляции.
- Необходимость рефинансирования текущей задолженности ряда эмитентов.
- Ожидания по дальнейшему сокращению иностранных инвестиций в РФ.
- Высокая стоимость привлечения капитала на Западе приведет к увеличению рублевых заимствований.

#### Шквал погашений и оферт

По нашим расчетам, в IV квартале 2007 г. к погашению будет предъявлено 40 выпусков суммарным объемом 53.9 млрд руб. А если прибавить к этому значению объем 54 выпусков, оферта по которым запланирована на октябрь-декабрь, то получается еще более впечатляющая цифра в 123.45 млрд руб. Учитывая возросший спрос на денежные средства и финансовых организаций, мы не исключаем того, что многие постараются использовать предоставленное им офертой право на выкуп облигаций эмитентом. В структуре бумаг из "зоны риска" также есть негативные моменты. Более половины этих выпусков приходится на компании 3-го эшелона. Для рублевого рынка долга это означает повышенные корпоративные риски: рефинансирование долгов этих компаний не диверсифицировано, а структура долга этих компаний строится на банковских кредитах (краткосрочная задолженность) и выпусках облигаций (долгосрочная задолженность). Таким образом, компании с целью рефинансирования своих "длинных" долгов будут вынуждены замещать ее за счет наращивания краткосрочных займов - кредитов, что крайне затруднительно в условиях возможного дефицита ликвидности. В конечном итоге это приведет к увеличению стоимости заимствований для российских эмитентов и, как следствие, вероятным корпоративным кризисам.

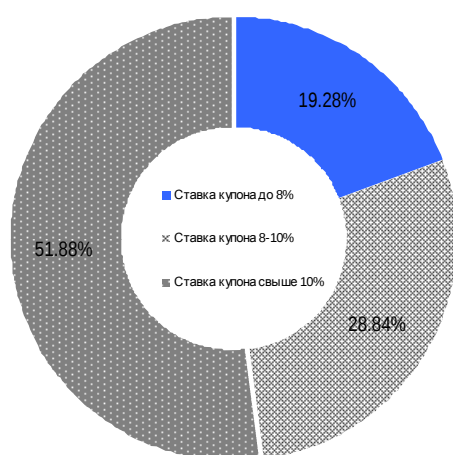
Финансовый сектор оказывается в крайне невыгодных условиях. Несмотря на то, что банки и финансовые компании имеют наиболее мобильные источники привлечения капитала, именно они могут оказаться в сложной ситуации. Глобальный дефицит ликвидности уже повысил стоимость заимствований для российских компаний на внешних рынках, однако дальнейшее усугубление ситуации может на продолжительное время заставить российских эмитентов попросту забыть о внешних источниках финансирования. В условиях дефицита рублевой ликвидности российским эмитентам также придется увеличивать премию за риск по своим обязательствам, что напрямую отразится на рентабельности бизнеса и показателях прибыльности. Более крупные банки смогут диверсифицировать структуру долгов, однако для большинства банков средней капитализации локальный долговой рынок является традиционным и наиболее выгодным источником привлечения ликвидности.

#### Структура выпусков, погашение или оферта, по которым запланирована на IV квартал

|                                     | Погашение     | Оферта        | Сумма          | Доля |
|-------------------------------------|---------------|---------------|----------------|------|
| Ставка купона до 8%                 | 12,800        | 11,000        | 23,800         | 19%  |
| Ставка купона 8-10%                 | 24,100        | 11,500        | 35,600         | 29%  |
| Ставка купона свыше 10%             | 17,000        | 47,050        | 64,050         | 52%  |
| <b>Σ</b>                            | <b>53,900</b> | <b>69,550</b> | <b>123,450</b> |      |
| Топливо и энергетика                | 10,000        | 3,000         | 13,000         | 11%  |
| Банки и финансы                     | 4,100         | 30,350        | 34,450         | 28%  |
| Телекоммуникации, медиа и транспорт | 8,500         | 1,500         | 10,000         | 8%   |
| Промышленность                      | 6,200         | 11,500        | 17,700         | 14%  |
| Металлургия                         | 2,600         | 1,500         | 4,100          | 3%   |
| Торговля                            | 4,750         | 9,500         | 14,250         | 12%  |
| Пищевая и легкая промышленность     | 1,800         | 4,600         | 6,400          | 5%   |
| Прочие                              | 15,950        | 7,600         | 23,550         | 19%  |

Источник: Bloomberg

Оферты и погашения в октябре-декабре 2007г.



Источник: Bloomberg

#### Среднесрочная стратегия. Отказ от высоких корпоративных рисков

В перспективе IV квартала мы рекомендуем избегать вложений, связанных с повышенными корпоративными рисками. В условиях дефицита ликвидности вероятно возникновение трудностей у эмитентов, связанных с обслуживанием своих обязательств. Прежде всего, это касается компаний финансового сектора: именно они наиболее чутко реагируют на изменение стоимости заимствования. Снижение операционных показателей может привести к дальнейшей переоценке рисков, что негативно отразится на всем финансовом секторе.

Также наиболее рисковыми нам видятся вложения в компании, доходность по выпускам которых находится на самом вершине карты доходности и те компании, которые попадают под определение "динамично развивающиеся". Как правило, запас ликвидности у таких компаний невелик, а генерируемые потоки капитала приходятся на развитие бизнеса. В условиях агрессивной стратегии развития такие компании, в силу российской специфики, не уделяют должного внимания риску ликвидности. В конечном итоге это может привести к тому, что эти компании могут оказаться в непрогнозируемых условиях и столкнуться с трудностями по обслуживанию своих долгов.

В условиях ограниченности выбора инвестиционных стратегий мера ЦБ снижению требований к выпускам, которые могут быть включены в ломбардный список ЦБ, выглядит крайне позитивной. Уже с октября список бумаг, принимаемых в прямое РЕПО ЦБ, увеличится почти на 40%, что может оказать существенную поддержку внутренним инвесторам. На наш взгляд, потенциал высокодоходных выпусков проявился отчасти в период летнего затишья, однако до конца года именно этот сегмент долгового рынка будет нести в себе повышенные риски. Рекомендуем обратить внимание на качественные выпуски, именно в них мы видим наибольший потенциал снижения доходностей, даже в случае отсутствия притока ликвидности со стороны нерезидентов.

## Раскрытие информации:

### Руководство компании

|                                                  |                      |
|--------------------------------------------------|----------------------|
| Генеральный директор                             | Александр Лактионов  |
| Старший Управляющий директор                     | Джошуа Ларсен        |
| Управляющий директор<br>Департамент ценных бумаг | Александр Овчинников |

### Аналитическое управление

|                                                       |                         |
|-------------------------------------------------------|-------------------------|
| Начальник управления                                  | Василий Конузин, к.э.н. |
| Нефть и Газ / Нефтехимия<br>Аналитик                  | Анна Помаскина          |
| Энергетика<br>Аналитик                                | Василий Конузин         |
| Телекоммуникации<br>Аналитик                          | Сергей Захаров          |
| Машиностроение<br>Аналитик                            | Вадим Смирнов           |
| Металлургия /<br>Аналитик                             | Вадим Смирнов           |
| Потребсектор                                          | Екатерина Стручкова     |
| Долговые рынки<br>Аналитик                            | Владимир Евстифеев      |
| Отдел подготовки аналитических материалов<br>Редактор | Екатерина Стручкова     |

### Контактная информация

|                                 |                                                                  |
|---------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| Телефон                         | +7 (495) 411-66-55                                               |
| Факс                            | +7 (495) 733-96-82                                               |
| Интернет                        | <a href="http://www.alemar.ru">www.alemar.ru</a>                 |
| <b>Аналитическое управление</b> |                                                                  |
| Телефон                         | +7 (495) 411-66-55 (вн. 1731)                                    |
| E-mail                          | <a href="mailto:research@alemar.ru">research@alemar.ru</a>       |
| <b>Операции с акциями</b>       |                                                                  |
| Телефон                         | +7 (495) 411-66-55 (вн. 1782)                                    |
| E-mail                          | <a href="mailto:salesdesk@alemar.ru">salesdesk@alemar.ru</a>     |
| <b>Трейдера</b>                 |                                                                  |
| Телефон                         | +7 (495) 411-66-55 (вн. 1782)                                    |
| E-mail                          | <a href="mailto:tradingdesk@alemar.ru">tradingdesk@alemar.ru</a> |
| <b>Деривативы</b>               |                                                                  |
| Телефон                         | +7 (495) 411-66-55 (вн. 1787)                                    |
| E-mail                          | <a href="mailto:derivatives@alemar.ru">derivatives@alemar.ru</a> |
| <b>Офис в Новосибирске</b>      |                                                                  |
| Телефон                         | +7 (383) 218-84-28                                               |
| Факс                            | +7 (495) 218-75-49                                               |
| <b>Офис в Красноярске</b>       |                                                                  |
| Телефон                         | +7 (383) 218-84-28                                               |
| Факс                            | +7 (495) 218-75-49                                               |

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России ЗАО ИФК «Алемар»

04.04..2002, N лицензии 177-05921-100000,  
04.04..2002, N лицензии 177-05929-001000,  
04.04..2002, N лицензии 177-05916-000100,  
04.04..2002, N лицензии 177-05926-010000,  
20.12.2006 N 796

### ИФК «Алемар»

тел. +7 (495) 411-6655  
Россия, 117218, г. Москва, ул. Кржижановского д.14/3,  
E-mail: [research@alemar.ru](mailto:research@alemar.ru)  
<http://www.alemar.ru>

При подготовке обзора использована информация агентств и компаний: Интерфакс, РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Финнам, Bloomberg, FXClub, FOREX times, PTC, ММББ, РАО ЕЭС, Reuters, Factiva.

© 2003-2007 ИФК «Алемар». Все права защищены.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».