

Конъюнктура рынка за неделю

Внимание на второй эшелон

Сохраняющаяся банковская ликвидность приводит к сужению спредов между облигациями эмитентов различного кредитного качества. В то же время, потенциал снижения ставок по benchmark, похоже, исчерпан.

ГКО-ОФЗ

На прошедшей неделе состоялся аукцион по размещению нового выпуска ОФЗ-АД, вызвав неоднозначное понимание определения справедливого уровня доходности займа на кривой гос бумаг.

16 февраля на аукционе была предложена серия ОФЗ 46017 объемом 10 млрд. рублей сроком погашения в 2016 году. Выпуск предусматривает амортизацию в размере 50% от номинальной стоимости за 1 год до погашения займа.

Таким образом, исходя из срока погашения, займ 46017 можно было бы считать несколько короче серии 46014, и соответственно его доходность с учетом премии оказалась бы примерно на одном уровне с этим выпуском.

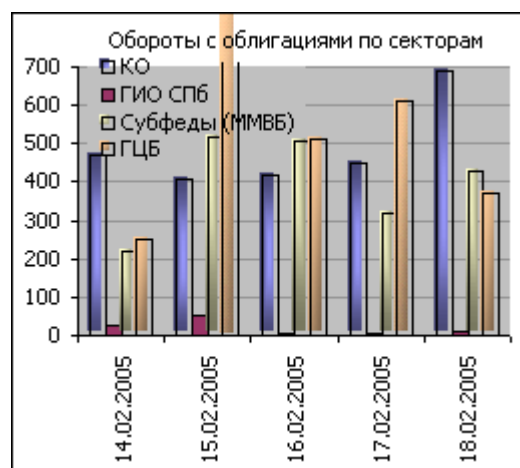
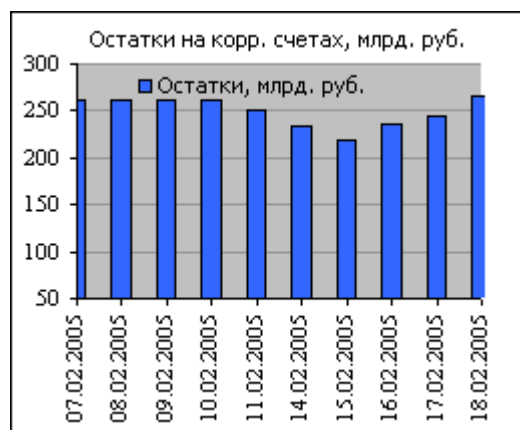
Исходя из другой логики, в применении к ОФЗ-АД, рассматривать необходимо не только дату погашения, но и дюрацию, которая может значительно отличаться в зависимости от структуры амортизационных платежей. В нашем случае дюрация ОФЗ 46017 более чем на 1 год превышает данный показатель срочности ОФЗ 46014, тем самым их доходности должны были различаться не только аукционной премией, но и спредом за срочность.

Исходя из того, что спред по доходности между ОФЗ 46014 и ОФЗ 46002 (разница в дюрации порядка года) составляет около 25 базисных пунктов, логично было бы переложить данный спред и на доходность выпусков 46014 и 46017. Таким образом, учитывая доходность ОФЗ 46014 за день до размещения порядка 7,95% годовых и премии за размещения около 0,05-0,1% по доходности, можно было бы прогнозировать ставку на аукционе порядка 8,25-8,3% годовых.

Как показало само размещение, инвесторы придерживались как первого, так и второго варианта оценки справедливого уровня стоимости займа. Разница между минимальной и максимальной ценой, по которой были приобретены облигации, составляла

Индикаторы

Индикатор	Данные на 14/02/05	Данные на 18/02/05	Изменение
Курс USD ЦБ РФ	28.03	27.94	-0.09
Остатки на корп. счетах	233.6	265.2	31.6
ЗБР млрд. \$	125.70	125.40	-0.30
Dow Jones	10791.13	10785.22	-5.91
NASDAQ	2082.91	2058.62	-24.29
Нефть Brent	44.44	45.76	1.32
Нефть URALS	39.31	40.96	1.65
PTC	653.65	669.08	15.43



более 3%, доходности варьировались от 7,83 до 8,29% годовых. Средневзвешенная цена была определена в размере 8,21% годовых, общий объем размещения – 6,2 млрд. рублей по номинальной стоимости.

Таким образом, Минфин со своей стороны показал логику, исходя из которой, необходимо в дальнейшем позиционировать новый инструмент. В итоге, торги по займу до конца недели проходили на уровне 8,17-8,21% годовых, то есть, полностью отыграв предоставленную аукционную премию, выпуск вышел на свой справедливый уровень на кривой доходности федеральных облигаций. Таким образом, считаю, что возможность дальнейшего спекулятивного роста котировок за счет якобы предоставленной премии при размещении в выпуске 46017 исчерпана, дальнейшее движение будет зависеть от колебания всего сегмента ГКО-ОФЗ, диапазон доходности на ближайшую неделю 8,15-8,20% годовых.

В целом ситуация в сегменте ГКО-ОФЗ в ближайшую неделю будет оставаться стабильной без значительных ценовых колебаний по выпускам, вложения в данные инструменты интересно только из инвестиционной стратегии.

В. Малиновский

Субфедеральные облигации

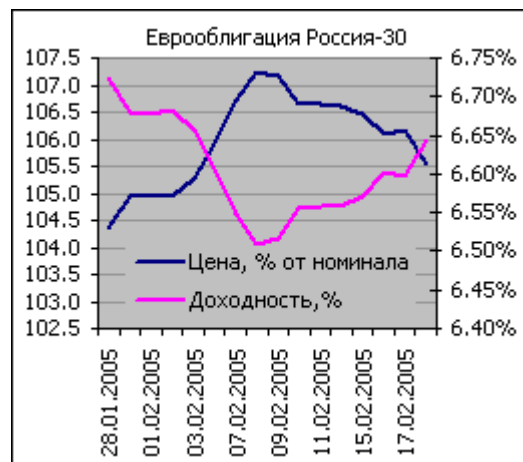
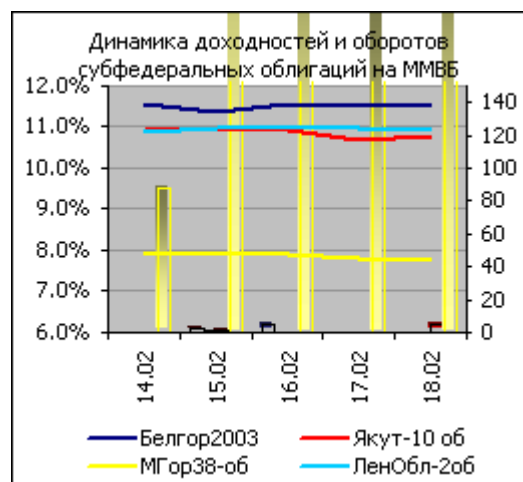
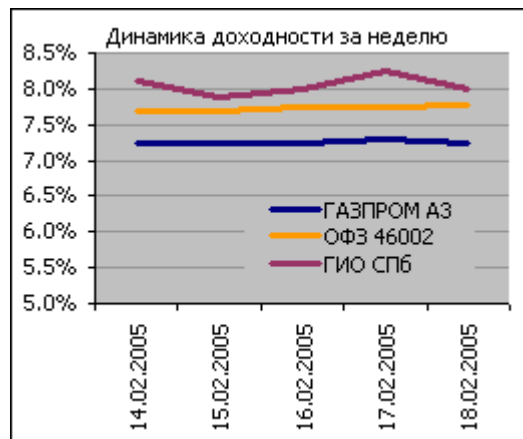
Инвесторы на прошедшей неделе в целом продолжили покупать субфедеральные и муниципальные облигации. Избыток денежных средств у основных операторов рынка пока что не оставляет им выбора, как вложение средств в более или менее стабильный сегмент долговых инструментов.

При этом инвестиции в московские бумаги ограничены низким потенциалом снижения их доходности – ставки по бумагам этого эмитента практически вплотную приблизились к уровню федеральных займов. Таким образом, пока не начнется рост цен по гос бумагам, что маловероятно (текущие уровни устраивают как эмитента, так и основных покупателей), ожидать значительного движения в московских выпусках не приходится.

В итоге за прошедшую неделю именно облигации Москвы показали минимальное ценовое движение (некоторые займы закрылись с минусом), наилучший результат показали займы второго- третьего эшелона, в основном длинные выпуски с доходностью выше 11 % годовых.

Среди лидеров роста Белгородская область 2002, ЯНАО-1, третьи выпуски Ленинградской и Московской областей, Коми07, займы Новосибирской области.

Поскольку новых размещений среди субфедеральных облигаций на прошедшей неделе не проводилось, некоторое краткосрочное влияние на конъюнктуру оказали итоги аукциона по



четвертому выпуску Газпрома. Несколько более высокая ставка, нежели прогнозировалось, установленная при размещении, усилила ожидания скорого разворота рынка, однако высокий уровень банковской ликвидности и точечные покупки со стороны нерезидентов нивелировали «аукционный» негатив. В итоге ненамного снизившиеся котировки по результатам аукциона, уже на следующий день практически вернулись на прошлые уровни.

Достаточно высокая волатильность на американском долговом рынке практически не находит отражение на российском сегменте. После выхода на прошедшей неделе данных о более высоком, нежели ожидалось росте цен в США (индекс роста цен на импорт, экспорт, индекс промышленных цен), наблюдалось относительно сильное повышение уровня доходности американских облигаций. Однако, несмотря на обычно сильную корреляцию рынка в штатах и в России, на этот раз реакции не последовало, большой объем неинвестированных средств оказывается сильнее любого негатива.

В краткосрочной перспективе кардинального изменения ситуации на российском рынке не ожидаю – в первом эшелоне можно прогнозировать продолжение периода стагнации. Что касается бумаг второго – третьего эшелона, считаю, что инвесторы будут и далее искать недооцененные выпуски, в итоге тенденция к сокращению спредов между эшелонами может продолжиться.

В этих условиях, наиболее интересными представляется поиск эмитентов примерно одинакового кредитного качества, но различной доходности. Например, мне представляется необоснованным существующий достаточно широкий спред между сопоставимыми выпусками облигаций Московской области с одной стороны и Ленинградской области и республики Коми – с другой.

Также возможно продолжение снижения доходности по облигациям Новосибирской области.

В. Малиновский

Корпоративные облигации

Давно ожидаемым событием в сегменте корпоративных облигаций на прошедшей неделе стал аукцион по размещению нового выпуска облигаций Газпрома. Займ стал самым долгосрочным из обращающихся выпусков эмитента, срочность составляет 5 лет, объем займа 5 млрд. рублей.

Предварительные прогнозы по доходности займа находились в диапазоне 8,2-8,5% годовых, причем ближе к дате аукциона приоритеты приближались к нижней границе этого коридора. Однако результаты размещения оказались не столь оптимистичными – несмотря на существенную переподписку – объем спроса превысил 10 млрд. рублей, доходность была установлена в размере 8,39% годовых, то есть практически у «потолка» предварительных прогнозов.

Таким образом, аукцион отразил факт, что инвесторы в настоящий момент не готовы к дальнейшему снижению доходности в benchmark рынка корпоративных облигаций и ожидать в краткосрочной перспективе повторения ралли после размещения московских облигаций, не стоит.

Некоторое разочарование итогами аукциона отразилось в основном на торгуемых облигациях Газпрома некоторым падением их котировок, которое, однако, не превышало 0,1-0,15%. Влияние размещения на другие сегменты рынка корпоративных займов было скорее нейтральным.

На текущей неделе рынок первичных размещений будет небогат событиями – на продажу выставляются три новых займа, объем каждого из которых не превышает 200 млн. рублей. Таким образом, с этой стороны влияние на рынок будет незначительным.

Основным фактором воздействия на конъюнктуру, скорее всего, станет западный рынок – на неделе предстоит публикация ряда важных макроэкономических индикаторов в США, которые определяют колебания курса доллара по отношению к евро, а также зададут движение на облигационном рынке в Америке, а соответственно и на мировых рынках, в том числе и российском.

Также некоторое влияние могут оказать опубликованные данные об инфляции в России в феврале – по предварительным оценкам она составила 0,7% за первые две недели месяца. Темпы роста потребительских цен, похоже, оказываются несколько выше предварительных прогнозов чиновников, поэтому для сдерживания инфляции Центральным банком могут быть предприняты шаги по укреплению курса рубля к доллару.

Пока что, прогнозировать степень влияния данных факторов на облигационный рынок достаточно сложно, однако их стоит учитывать при совершении операций.

Сложившаяся ситуация неопределенности обуславливает рекомендации по сохранению портфеля в облигациях второго- третьего эшелона срочностью порядка 1 года.

Среди факторов ближайшего месяца можно отметить, во-первых, выход в скором времени на биржевые торги трех займов РЖД, что, возможно, несколько оживит торговлю в корпоративных облигациях. Во-вторых, достаточно много компаний заявили о возможности размещения облигаций в марте текущего года. Скажется ли новая волна размещений на котировках, во многом будет зависеть от того, изменится ли к тому времени рыночная конъюнктура.

В. Малиновский

Новости рынка за неделю

❖ Инфляция в РФ за первую неделю февраля составила 0,4%. Об этом сообщил глава Минэкономразвития РФ Герман Греф. В январе текущего года потребительские цены в стране выросли на 2,6% против 1,8% годом ранее. В феврале прошлого года инфляция составила 1%. По итогам текущего года правительство рассчитывает удержать инфляцию в рамках 8,5%, в 2003 году этот показатель составил 11,7% против запланированного уровня в 10%.

Новости субъектов РФ

❖ Министерство финансов Саратовской области от имени Правительства Саратовской области приглашает к участию в открытом конкурсе по определению генерального агента по обслуживанию процедуры выпуска, размещения, обращения и погашения облигационного займа Саратовской области (далее - Конкурс) на сумму 800 млн.рублей, сообщает Минфин области.

❖ Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings присвоило Санкт-Петербургу национальный рейтинг «AA(rus)», прогноз «Позитивный». Рейтинги Санкт-Петербурга отражают высокую способность города генерировать доходы, а также его диверсифицированную и динамично развивающуюся местную экономику, стабильное исполнение бюджета и низкие, хотя и повышающиеся, уровни задолженности. Показатели местной экономики играют ключевую роль кредитоспособности города, поскольку его бюджет в основном состоит из налоговых поступлений. Экономика Санкт-Петербурга демонстрировала

быстрый рост в 2000-2004 гг., а на протяжении последних двух лет показатели местной экономики превосходили средние показатели по России.

✳Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings повысило национальный рейтинг Липецкой области с «А+(rus)» до «АА-(rus)», прогноз «Стабильный». Повышение рейтинга отражает продолжающийся рост региональной экономики и его положительное влияние на наполнение бюджета области, который в основном состоит из налоговых поступлений (в 2004 – 90% всех доходов). Существенный профицит бюджета в течение нескольких последних лет позволил региону к концу 2004 года свести свою задолженность к нулю, так что в настоящий момент вся долговая нагрузка на бюджет состоит только из гарантий, предоставленных областью.

Новости корпоративных эмитентов

✳Совет директоров ОАО "НИИ молекулярной электроники и завод "Микрон" (ОАО "НИИМЭ и Микрон") принял решение о размещении облигаций серии 03, говорится в сообщении компании. Количество размещаемых ценных бумаг и номинальная стоимость каждой размещаемой ценной бумаги: 4000000 (Четыре миллиона) штук номинальной стоимостью 100 (Сто) рублей каждая. Способ размещения ценных бумаг: открытая подписка. Цена размещения облигаций устанавливается в размере 100% от номинальной стоимости. Облигации погашаются в 540-ой календарный день с даты начала размещения облигаций.

✳ЗАО Центральное управление недвижимости - ЛенспецСМУ 7-11 марта 2005 года разместит на ММВБ дебютный пятилетний облигационный заем на один миллиард рублей. "Мы рассчитываем на доходность 15-16 процентов, так как переплачиваем рынку за то, что выходим с облигациями в первый раз", сказал представитель компании. Заем предполагает 10 купонных периодов длительностью 182 дня каждый. Срок обращения облигаций пять лет по схеме "1+2+2": предусмотрены две обязательных оферты р через один и три года с даты начала размещения. Погашение облигаций будет осуществляться по амортизационной схеме. Предполагается возможность досрочного погашения облигаций, говорится в сообщении эмитента.

✳Международное рейтинговое агентство Moody's Investors Service 11 февраля подтвердило основной рейтинг "Северстали" на уровне "В1" после объявления о планах группы приобрести 62 проц. акций итальянской компании Lucchini за 430 млн евро. Прогноз изменения рейтинга не изменен и остался - "стабильный". Основной необеспеченный рейтинг подтвержден на уровне "В2", рейтинг еврооблигаций на сумму 700 млн долл. также подтвержден на уровне "В2".

✳Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings присвоило выпуску облигаций, предоставляющих участие в ссуде, компании VTB Capital S.A. окончательный долгосрочный рейтинг «ВВ+». Облигации выпущены объемом 750 млн. долл. со сроком погашения в феврале 2015 г. и процентной ставкой 6.3150%. Поступления по выпуску были использованы для финансирования субординированного кредита российскому Внешторгбанку, который имеет следующие рейтинги: долгосрочный – «ВВВ-» (ВВВ минус), краткосрочный – «F3», индивидуальный – «C/D» и рейтинг поддержки – «2».

✳ОАО "Сибирская угольная энергетическая компания" (СУЭК) рассматривает возможность выпуска в 2005 году облигационного займа на сумму до 3 млрд. руб. со сроком обращения 3-5

лет. Окончательное решение по этому вопросу будет приниматься позднее с учетом конъюнктуры рынка. Целью привлечения публичных заимствований является с одной стороны диверсификация кредитного портфеля, а с другой - "формирование у СУЭК кредитной истории в сегменте облигационных заимствований, которая так же позитивно воспринималась бы рынком, как и кредитная история в сегменте банковских кредитов".

❖ ООО "Илим Палп Финанс", 100%-ная дочерняя компания ЗАО "Илим Палп Энтерпрайз", приняло решение о досрочном погашении неконвертируемых документарных облигаций в количестве 1 500 000 штук номинальной стоимостью 1 000 рублей. Досрочное погашение облигаций состоится 23 марта 2005 года.

❖ Инвесторы в рамках оферты предъявили к выкупу облигации ОАО "Южная телекоммуникационная компания" (ЮТК) второй серии на сумму 1.092 млрд. руб., или 72.84% 1.5-миллиардного выпуска. ЮТК исполнила оферту в полном объеме, говорится в сообщении компании.

❖ ОАО "Судоходная компания "Волжское пароходство" (ОАО "Волга-Флот") намерено привлечь в 2005 году 580 млн. рублей на реализацию инвестиционной программы. Об этом сообщается в ежеквартальном отчете акционерного общества. При этом потребность компании в денежных средствах на 2005 год составляет 3 млрд. 180,102 млн. рублей, в том числе 415,276 млн. рублей в 1 квартале. Потребность пароходства в дополнительном финансировании планируется покрыть частично за счет собственных средств и частично - за счет кредитов и выпусков ценных бумаг. Так, 80 млн. рублей планируется привлечь в виде банковских кредитов, 500 млн. рублей - за счет выпуска облигаций.

❖ Международное рейтинговое агентство Fitch Ratings повысило приоритетные необеспеченные рейтинги компании АФК СИСТЕМА по обязательствам в иностранной и национальной валютах с «В» до «В+», прогноз нового рейтинга «Стабильный».

❖ ОАО "РТК-Лизинг" планирует в течение месяца разместить 4-й выпуск облигаций объемом 2,25 млрд рублей. Срок обращения облигаций – 3 года с полугодовой выплатой купонного дохода и амортизацией основной суммы долга. В даты выплаты 1-5-го купонов происходит погашение 15% от номинальной стоимости выпуска. В дату выплаты 6-го купона погашается оставшиеся 25% стоимости облигаций.

❖ Размещение облигационного займа Объединенной металлургической компании (ОМК) объемом 3 млрд руб. запланировано на май-июнь 2005г.

❖ Банк «Русский Стандарт» планирует 1 марта разместить 4-й выпуск облигаций объемом 3 млрд рублей под 9-10% годовых.

Новости размещений

❖ 16 февраля 2005 года состоялся аукцион по размещению выпуска ОФЗ № 46017RMFS8, сообщает ММВБ. Размещаемый объем составил 10 000 млн. рублей. Дата погашения 03 августа 2016г. Спрос по номиналу составил 7 188,620 млн. руб. Размещенный объем выпуска по номиналу 6 204,663 млн. руб. Цена отсечения установлена на уровне 97,9501% к номиналу, что соответствует доходности по цене отсечения 8,29% годовых. Средневзвешенная цена

составила 98,4721% к номиналу, что соответствует доходности по средневзвешенной цене 8,21% годовых.

✦ 16 февраля 2005 года выпуск облигаций ОАО Газпром 4 серии размещен в полном объеме. В ходе конкурса было подано 99 заявок на общую сумму 10,3 млрд. рублей. По результатам конкурса ставка первого купона была установлена в размере 8,22% годовых, удовлетворено 77 заявок одна из них частично. Общий объем выпуска – 5 млрд. рублей. Выпуск был зарегистрирован 19 августа 2004 года, государственный регистрационный номер 4-04-00028-А. 1 купон определяется на конкурсе. 2-10 купоны равны 1 купону.

Вэб-инвест Банк

Россия, 125009 Москва,
ул. Большая Никитская д. 17 стр. 2
тел. (095) 937-77-38, (095) 771-65-37
Россия, 191124 Санкт-Петербург,
пл. Пролетарской Диктатуры д.6, офис 301,
тел. (812) 326-1350, (812) 326-1305

Отдел анализа рынка долговых обязательств
Начальник отдела Владимир Малиновский, v.malinovskiy@web-invest.ru
Аналитик Александр Панфилов a.panfilov@web-invest.ru

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как оферта к заключению сделок. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать вышеприведенную информацию как можно более достоверной и полезной, мы не претендуем на ее полноту и точность. Ни «Вэб-инвест Банк», ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обозрении. Любые вложения в ценные бумаги, упоминаемые в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Стоимость или доход от любых операций с ценными бумагами, упомянутыми в настоящей публикации, могут изменяться вследствие изменений процентных ставок. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов.