

## Рынок облигаций

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 12 августа 2008 г.

### ОБОЗРЕВАТЕЛЬ

#### ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ,

Макроэкономика, денежный рынок  
[dmitri.bogoslovsky@lcib.ru](mailto:dmitri.bogoslovsky@lcib.ru)

#### АНДРЕЙ ЗОЛотов

Рынки долгового капитала  
[andrey.zolotov@lcib.ru](mailto:andrey.zolotov@lcib.ru)

### МАКРОЭКОНОМИКА

Прошлая неделя была богата на макроэкономические новости из США и Европы. Главными событиями, несомненно, стали заседания Центральные банков (ФРС и ЕЦБ) по вопросу ключевых ставок. Оба регулятора приняли решение оставить ставки на прежнем уровне, 2 % и 4,25 % соответственно. Комментарии носили схожий характер, но если со стороны ФРС он был ожидаем и не вызвал заметных движений на финансовых рынках, то после конференции председателя ЕЦБ Ж-К. Трише единая валюта начала сильно падать.

ФРС сделала акцент на ухудшение условий на рынке труда, финансовом и жилищном рынках. Было отмечено, что ряд инфляционных индикаторов находятся на повышенных уровнях (данные по Core CPI и PCE за последние два месяца продемонстрировали увеличение темпов роста, несколько превышающие комфортные уровни), но в дальнейшем, в конце текущего и в следующем году инфляция будет снижаться. Хотя по сравнению с предыдущим заявлением озабоченность инфляцией выросла, по-прежнему осталась «старая песня» про инфляцию, которая должна в скором времени снизиться. Тем самым, ФРС сохранила баланс между инфляционным давлением и слабеющей экономикой, что предполагает неизменность ставки в ближайшее время. Фьючерсы на ставку в настоящий момент указывают на 20 % вероятность увеличения ставки на сентябрьском заседании до 2,25 %.

В частности стоит отметить, что опасения ФРС по рынку труда нашли подтверждение в четверг в данных по обращениям за пособиями по безработице за последнюю неделю, которые показали неожиданно высокий рост, достигнув максимального за последние 6 лет размера 455 тыс. Сглаженный показатель (четырёхнедельное скользящее среднее) превысило уровень 400 тыс., который ряд экспертов называют «рецессионным». Напомним, что по последним данным безработица в США составила 5,7 %, что является максимальным значением 4 года. Слабость рынка труда указывает на потенциальное снижение потребительских расходов, главного драйвера экономики США. Рынок труда вкупе с проблемами с компаниями финансового сектора усилили «бегство в качество», фондовые и товарные рынки в свою очередь испытывают в настоящий момент не лучшие времена.

Ж-К. Трише на конференции посвященной решению ЕЦБ оставить ставку неизменной, указал на замедление темпов роста ВВП в середине 2008 года и на то, что инфляция все еще находится выше уровней ценовой стабильности, и борьба с ней остается основной задачей. В целом, комментарий был достаточно миролюбивый, никаких намеков на дальнейшее повышение ставки не последовало, что как раз и было несколько неожиданно, инвесторы ожидали более жесткой позиции ЕЦБ. После чего последовал обвал котировок единой валюты, которая в понедельник утром пробила уровень поддержки на 1,5000, уходя на 1,49000, отчасти это объясняется и «узостью» рынка, так как движение, особенно в пятницу было слишком сильным. По всей видимости, предыдущий среднесрочный диапазон 1,53 - 1,60 потерял актуальность и в ближайшие дни пара евро/долл будет искать новое равновесие на более низких значениях.

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, %
PTC	1722,70	-11,28
MMBБ	1359,62	-8,91
DJIA	11734,32	3,60
Rux-Cbonds	222,87	-0,02
USD/EUR	1,50	3,57
RUR/USD	23,9905	-2,38
Золото, USD/тр. унц.	858,00	-5,97
Нефть, USD/барр.	115,09	-9,73

Источник: Bloomberg, Cbonds

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, б. п.
UST10	3,92	-3
Russia 30-UST 10	186	0
EMBI Rus	179	8
Mosprime 3M	6,52	0,00
LIBOR 3M	2,80	1

Источник: Bloomberg

### ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Денежный рынок после некоторого обострения ситуации с ликвидностью в конце июля, стабилизировался, но это спокойствие, на наш взгляд, очень хрупкое в свете происходящих событий на финансовом рынке РФ.

В течение недели банки наращивали остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ РФ, прирост составил более 100 млрд. руб. При этом ставки на межбанковском рынке оставались стабильными, по однодневным кредитам – в диапазоне 4-5 % годовых.

В последние два дня недели рынок несколько удивили сделки РЕПО с Банком России (в четверг примерно на 13 млрд. руб. в пятницу более 80 млрд. руб.), так как стоимость таких денег выше чем на межбанке на 2 п. п. В понедельник вновь был отмечен высокий объем сделок с ЦБ РФ (более 175 млрд. руб.), скорее всего, смена тенденции на валютном рынке создала дефицит свободных рублей.

На валютном рынке события развивались гораздо более динамично. Здесь одновременно сошлись несколько событий, которые привели к сильнейшему падению курса рубля. Во-первых, всю неделю на рынке FOREX доллар укреплял позиции, а на четверг и пятницу пришлось основное ралли. Во-вторых, начало грузинско-южноосетинского конфликта привело к резкому усилению бегства нерезидентов с российского рынка и соответственно спросу на доллары, к ним также могли присоединиться спекулянты, закрывающие длинные позиции по рублю. В-третьих, хотя и косвенно, негативное влияние оказало падение цен на нефть ниже уровня 115 долл/барр. В результате, в пятницу падение рубля к доллару составило примерно 50 копеек, столько же российская валюта потеряла в понедельник с утра, достигнув в итоге уровня 24,5 - 24,6. Также инвесторы смогли почувствовать предполагаемый диапазон колебаний бивалютной корзины, а точнее ее верхнюю границу - в понедельник Банк России вышел с покупкой рублей на уровне 30.10 по бивалютной корзине.

В свете последних событий, в ближайшие дни мы ожидаем увеличение напряженности на денежном рынке. В дальнейшем, в случае прекращения оттока средств из России ситуация должна стабилизироваться, но фундаментальные факторы вряд ли позволят ставкам существенно снизиться. Спекулянты сворачивают свои операции, на международном рынке доллар начал укрепляться - такая ситуация не может не радовать Банк России, который наконец-то перестанет печатать рубли, увеличивая денежную массу. Вот только стабильный источник рублевых средств (эмиссия ЦБ РФ), который позволял банкам накапливать ликвидность к налоговым выплатам, в ближайшее время перестанет существовать. В случае если еще и цены на нефть продолжат свою динамику к снижению, сальдо торгового баланса сократится, и Банку России вероятно уже и в среднесрочной перспективе не придется выходить на валютный рынок. Также отметим, что осенью нефтяным компаниям платить налоги от рекордной цены нефти, которая была в середине лета, и поэтому в случае дальнейшего снижения цен на черное золото у компаний может появиться дисбаланс ликвидности.

В результате, на наш взгляд, очень вероятно, что налоговые периоды будут отмечаться ростом ставок на межбанковском рынке выше 7 % годовых (ставки РЕПО с ЦБ РФ), чего не наблюдалось с начала весны. В другие периоды однодневные ставки вряд ли опустятся ниже 4 - 5 % годовых. В любом случае у Минфина и ЦБ РФ есть инструменты предоставления ликвидности по приемлемой цене (РЕПО, свободные бюджетные средства). Такие прогнозы развития ситуации на денежном рынке указывают на нерадужные перспективы для долгового рынка.

## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

Рынок на прошлой неделе был довольно вялым, как по оборотам, так и по ценовой динамике. Наиболее ликвидные корпоративные бумаги средней дюрациии практически не изменили своей доходности. Наиболее доходная из ОФЗ - 46020 - показала слабый рост доходности. В целом индекс Rux-Cbonds практически не изменился по итогам недели. Одной из центральных событий недели стало неисполнение обязательств по оферте ЗАО «Марта-финанс». По сообщению пресс-центра холдинга «Марта» компания не смогла выкупить 1,2 млрд. руб., предъявленных ей к оферте. Показательными в данном случае были заявления представителей холдинга о том, что у компании нет денег на оферту, а также рекомендация кредиторам обращаться в суд в случае необходимости. Скорее всего, в данном случае технический дефолт станет дефолтом в полном смысле этого слова. В случае реализации этот дефолт будет отличаться от дефолта Миннеско (Новосибирск), поскольку его можно будет назвать в большей степени «рыночным». Объем третьего выпуска Марты составляет 2 млрд. руб. против 500 млн. руб. у Миннеско. Также по бумаге ритейлера в ходе обращения наблюдалась определенная ликвидность, в отличие от бумаг Новосибирской компании (за первые 5 месяцев этого года среднесуточный оборот по бумагам Марты намного превышал данную величину по бумагам Миннеско). Ни внешний, ни внутренний фон не благоприятствуют внутреннему рынку на текущий момент.

На первичном рынке происходили наиболее интересные события этой недели. Сразу два эмитента отложили свои размещения – Связь-банк, а также продуктовый ритейлер премиум класса «Азбука Вкуса». По заявлениям представителей эмитентов причинами переноса размещений стали слишком высокие требуемые купоны. По сообщению газеты РБК-daily руководство «Азбуки Вкуса» справедливой считает доходность в 13,5 - 14,0 %, что, конечно, является необоснованно оптимистическим диапазоном для данной компании. Зампред правления Связь-банка также сослался на высокую премию, которую потребовали инвесторы. Надо сказать, что не все из состоявшихся размещений продемонстрировали высокие премии. Московская область провела доразмещение 8 выпуска. Доходность выпуска составила 10,20%, что вылилось в премию в 20 б. п. к вторичному рынку. В целом размещение прошло по верхней границе ориентира организаторов. Купон по бумагам телекоммуникационной компании Синтерра (Без рейтинга) составил 11,0 %, что соответствует доходности 11,30 % к годовой оферте. В июле маркируемый уровень доходности составлял 10,5 - 11,0 %, однако с учетом того, что за прошедший период конъюнктура рынка ухудшилась, размещение Синтерры прошло довольно благоприятно в контексте премий, чего нельзя сказать о размещении компании ЛСР (-/B1/B+). Изначально ориентир организаторов 12,0 - 13,16 % по доходности, что нам представлялось довольно комфортным с учетом верхней границы этого ориентира. В итоге купон на аукционе составил 13,25 %, что соответствует доходности в 13,68 % к 1,5 летней оферте. Именно поэтому данное размещение выделяется из всех прошедших на этой неделе. Относительно небольшие премии на аукционе по московской области можно объяснить тем, что бумаги муниципалитета сильно дешевели в преддверии размещения, а также более высоким кредитным рейтингом области. Поэтому более показательным будет сравнение ЛСР с Синтеррой. Если абстрагироваться от того, что компании работают в разных отраслях и сконцентрироваться на основных финансовых показателях, то видно, что по качественным показателям компании вполне сопоставимы. Синтерра имеет большую рентабельность и чуть меньшую долговую нагрузку. Однако ЛСР имеет значительно больший масштаб и довольно высокий для корпоративного эмитента рейтинг. Мы думаем такое различие в доходностях, сложившихся на аукционах по бумагам этих компаний, даже с учетом различий в срочности бумаг обусловлена отраслевой принадлежностью компании ЛСР. Доходность по бумаге ЛСР может задать новые уровни для всех компаний строительной отрасли как на первичном, так и на вторичном рынках.

	Синтерра	ЛСР
	2007	2007
Выручка млн руб	12979,00	35837,6
Активы млн руб	19922,50	95752,9
ЕБИТDA margin,%	48,31	22
Net Margin,%	28,01	25,6
Чистый долг/ЕБИТDA	1,40	2
ЕБИТDA/Финансовые расходы	11,38	4,2
Доля краткосрочного долга,%	28,77	26,92
рейтинг	без рейтинга	(-/B1/B+)

Источник: Меморандум, расчеты Линк Капитал

### Следующая неделя

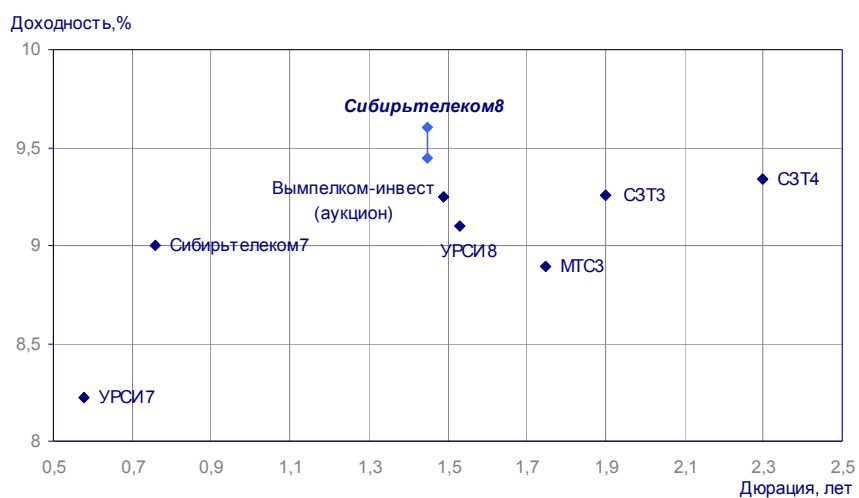
Сибирьтелеком.

На следующей неделе состоится размещение 8 выпуска ОАО «Сибирьтелеком» (Fitch B+/прогноз «стабильный») объемом 2 млрд. руб. и сроком обращения 5 лет (по выпуску предусмотрена 1,5 годовая оферта). Компания имеет солидную кредитную историю на внутреннем рынке.

	Сибирьтелеком	УРСИ	СЗ телеком	МТС	Вымпелком
	2007	2007	2007	2007	2007
	Млн. руб.	Млн. руб.	Млн. руб.	Млн. долл.	Млн. долл.
Выручка Млн. руб.	35246	39147	24226	8252	7171
Активы Млн. руб.	51094	57337	50000	10967	10569
EBITDA margin, %	7,2	5,27	11,34	51,18	50,20
Net Margin, %	8	6	12	25	20,4
Чистый долг/EBITDA	1,67	2,00	1,15	0,65	0,49
Доля краткосрочного долга, %	40	42	48	21	19
Рейтинг	(-/-/В+)	(BB-/-/В+)	(BB-/-/BB-)	(BB-/Ba2/BB+)	(BB+/Ba2/-)

Источник: Материалы к размещениям, расчеты Линк Капитал

Сейчас на рынке обращаются 6 и 7 выпуски компании. Оба они обладают невысокой ликвидностью. Планируемый выпуск будет иметь 1,5 летнюю оферту. Если исходить из кривой телекомов, то доходность по планируемому выпуску должна составить около 9 %. Вопрос в премии за первичное размещение. Для ориентира можно рассмотреть недавнее размещение бумаг Вымпелкома, доходность по которым составила 9,25 % к 1,5 летней оферте. Мы оцениваем, что премия ко вторичному рынку на данном аукционе составила о 50-60 б. п. Отметим, что бумаги Вымпелкома имеют важное на текущий момент свойство – невозможность включения в ломбардный список ЦБ, поскольку эмитентом выступала специальная компания (SPV) Вымпелком-Инвест (без рейтинга). Однако данное обстоятельство, с нашей точки зрения, могло быть компенсировано за счет спроса со стороны нерезидентов. С нашей точки зрения, премия ко вторичному рынку на аукционе по бумагам Сибирьтелеком8 должна соответствовать премии Вымпелкома. С учетом этого считаем адекватной доходность на предстоящем аукционе в диапазоне 9,45 - 9,60 %.



# Линк Капитал

ГРУППА ДОЛГОВЫХ ПРОДУКТОВ

LINK  
CAPITAL

## РУКОВОДСТВО

**Алекс Фидельман**  
Управляющий директор

## ПРОДАЖИ

**Владимир Куцев**  
Вице-президент

**Георгий Айвазов**

**Алексей Егоров**

## ИССЛЕДОВАНИЯ И АНАЛИТИКА

**Дмитрий Богословский**  
Вице-президент

**Андрей Золотов**

## ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ»

119435 Москва, Россия  
Саввинская набережная, 11  
Тел.: +7 495 786 6661  
Факс: +7 495 786 6662

[www.lcib.ru](http://www.lcib.ru)

**Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданы ФСФР России на осуществление:**

Брокерской деятельности:  
номер 077-10342-100000 (10.07.2007),

Дилерской деятельности:  
номер 077-10347-010000 (10.07.2007),

Доверительного управления:  
номер 077-10354-001000 (10.07.2007).

## ОЧЕНЬ ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОБРАЩАЕМ ВАШЕ ВНИМАНИЕ, ЧТО ДАННЫЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР – ЯВЛЯЕТСЯ ПРОДУКТОМ КОМПАНИИ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ». ИНФОРМАЦИЯ И ВЫВОДЫ НЕ МОГУТ ПОЛНОСТЬЮ СОВПАДАТЬ С ТОЙ ИЛИ ИНОЙ ТОЧКОЙ ЗРЕНИЯ. АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР НЕ МОЖЕТ БЫТЬ КОМАНДОЙ К ИНВЕСТИРОВАНИЮ И ДРУГИМ ДЕЙСТВИЯМ.

ПРИВЕДЕННЫЙ МАТЕРИАЛ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ, ПОЛУЧЕН ИЗ ИСТОЧНИКОВ, КОТОРЫЕ, ПО МНЕНИЮ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» ЯВЛЯЮТСЯ НАДЕЖНЫМИ.

КОМПАНИЯ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ ЕЕ РАБОТНИКИ, ПРЕДСТАВИТЕЛИ, АГЕНТЫ И АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ НЕСУТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА ПРЯМЫЕ ИЛИ КОСВЕННЫЕ УБЫТКИ, КОТОРЫЕ НАСТУПИЛИ ВСЛЕДСТВИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ВЫШЕУПОМЯнуТОЙ ИНФОРМАЦИИ.

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВЫСТУПАТЬ МАРКЕТ-МЕЙКЕРАМИ, КОНСУЛЬТАНТАМИ, БРОКЕРАМИ В ОТНОШЕНИИ КОМПАНИЙ, КОТОРЫЕ УПОМЯНУТЫ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОТЧЕТЕ. ПРЕДСТАВИТЕЛИ, РАБОТНИКИ, АГЕНТЫ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВХОДИТЬ В СОСТАВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ КОМПАНИЙ, УПОМЯНУТЫХ В АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ.

УПОМЯНУТЫЕ ВО ВСЕХ АНАЛИТИЧЕСКИХ ОБЗОРАХ, А ТАК ЖЕ НА ОФИЦИАЛЬНОЙ ВЕБ-СТРАНИЦЕ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», ЦЕННЫЕ БУМАГИ КОМПАНИЙ НЕ ПРЕДЛАГАЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМ ИЛИ ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ В СОЕДИНЕННЫХ ШТАТАХ АМЕРИКИ. ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» И НЕ ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫЕ В США АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ ОКАЗЫВАЮТ БРОКЕРСКИЕ УСЛУГИ НИКАКИМ ПОТЕНЦИАЛЬНЫМ КЛИЕНТАМ, В ОТНОШЕНИИ КОТОРЫХ ИМЕЮТСЯ ОСНОВАНИЯ ПОЛАГАТЬ, ЧТО ОНИ ЯВЛЯЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМИ ЛИБО ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ.

НЕОБХОДИМО ПОМНИТЬ, ЧТО ЛЮБЫЕ ИНВЕСТИЦИИ МОГУТ БЫТЬ ОЧЕНЬ РИСКОВАННЫМИ И НЕЛИКВИДНЫМИ ДЛЯ ВСЕХ КАТЕГОРИЙ ИНВЕСТОРОВ. КОЛЕБАНИЯ ЦЕН И ДОХОДОВ МОГУТ БЫТЬ ЗНАЧИТЕЛЬНЫМИ ПОД ДАВЛЕНИЕМ РЫНОЧНЫХ И ДРУГИХ ФАКТОРОВ. ПРОШЛЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НЕ МОГУТ БЫТЬ ФАКТОРОМ БУДУЩИХ РЕЗУЛЬТАТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ.

© ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», 2008 г.