



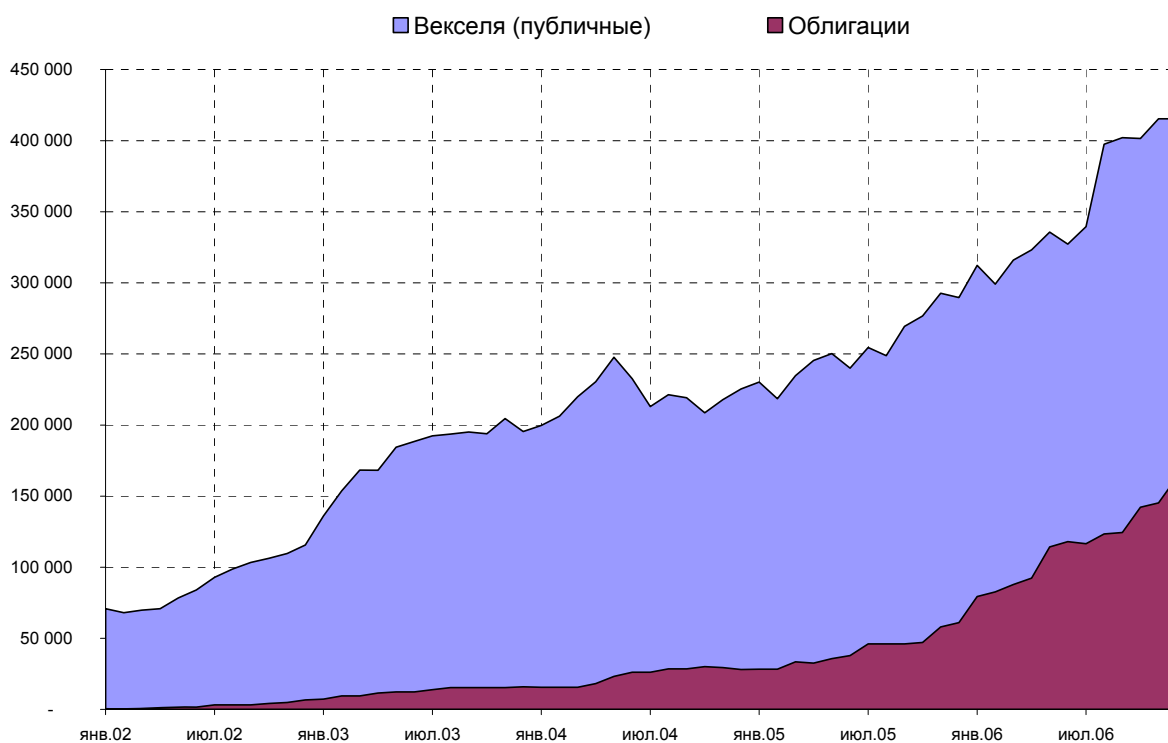
Векселя vs Облигации: «с ног на голову»

Более года назад мы проводили исследование, в ходе которого сравнивали доходность векселей и облигаций одних и тех же организаций, представленных на рынке. В результате исследования была выявлена существенная недооцененность многих векселей относительно эмиссионных ценных бумаг.

Проведенный аналогичный сравнительный анализ доходности на двух сегментах долгового рынка позволяет в настоящий момент сделать вывод об обратной ситуации, т.е. о недооцененности облигационного сегмента долгового рынка.

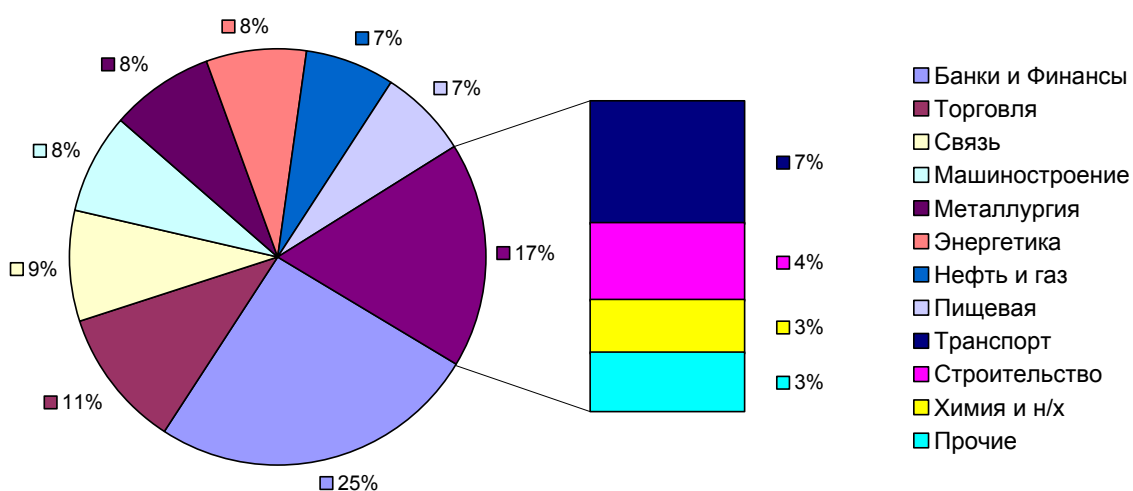
Сравнительный анализ доходности вексельного и облигационного сегмента долгового рынка проводился для банковского сектора, в силу его доминирования как на рынке векселей, так и на рынке облигаций.

По данным Банка России на 1 декабря 2006 г. объем выпущенных векселей кредитными организациями составлял более 625 млрд. рублей, при этом на долю «рыночных» векселей (за исключением векселей «до востребования» и со сроком обращения более 3-х лет) приходилось более 519 млрд. рублей (83% от всех векселей). Рост объема «рыночных» векселей к началу 2006 г. составил 38%. На публичном рынке, по нашим оценкам, обращается векселей на сумму порядка 400 млрд. рублей. Такая оптимистичная оценка основана на высоком уровне консолидации рынка: в соответствии с нашими исследованиями, на долю 20 крупнейших банков - векселедателей приходилось не менее 50% выпущенных векселей, а на долю 100 крупнейших банков – векселедателей более 80%.



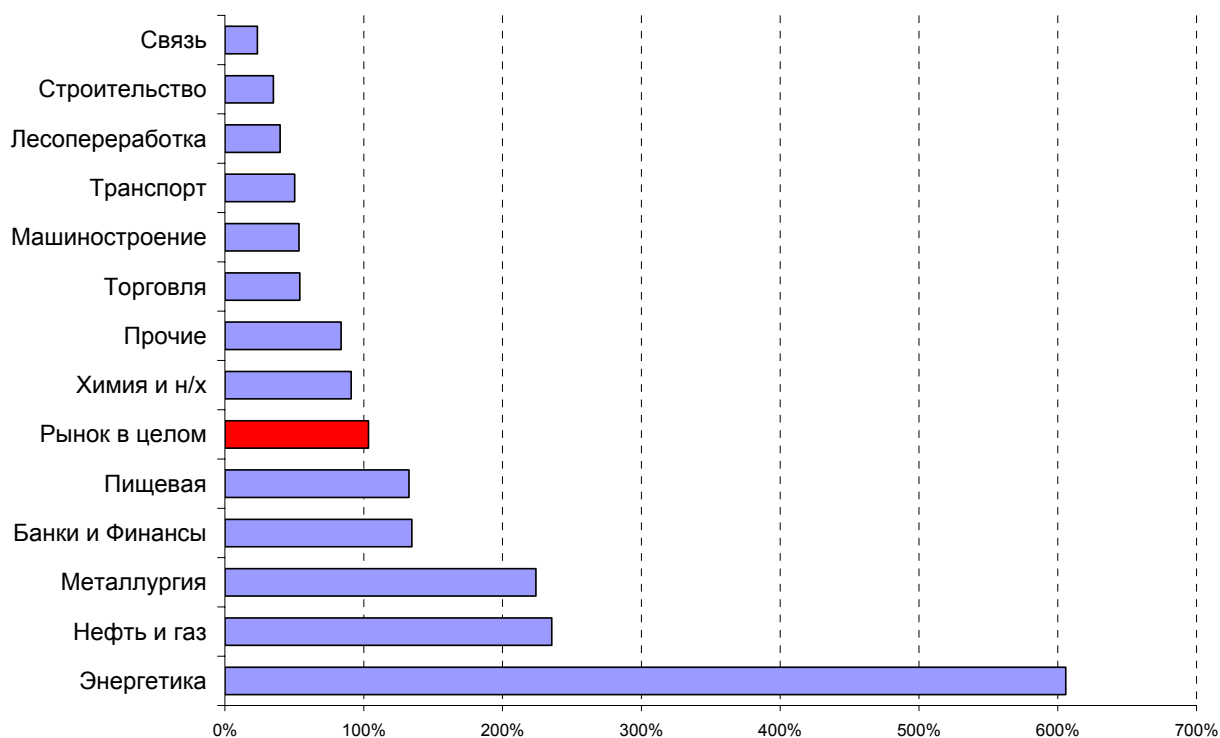
Объем банковских векселей и облигаций в обращении, млрд. руб. Источник: Банк России, ГК «РЕГИОН».

Объем банковских облигаций в обращении составляет более 183 млрд. рублей по номиналу, что составляет около 25% рынка корпоративных облигаций.



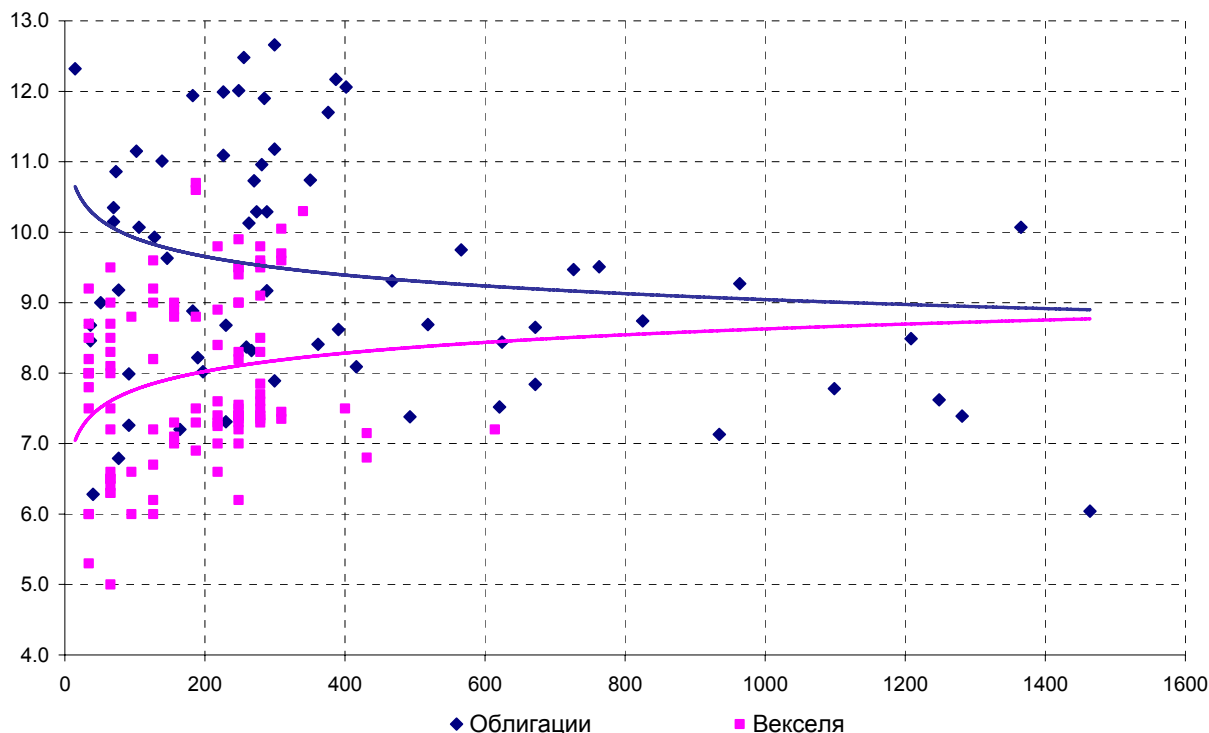
Отраслевая структура облигационного рынка. Источник: ГК «РЕГИОН».

За 2006 год банковский сектор облигаций вырос более чем в 2,3 раза, став 4-м по темпам роста среди отраслевых секторов, существенно опережая темпы роста рынка в целом.



Темп роста объемов обращающихся облигаций по отраслям. Источник: ГК «РЕГИОН».

Также как и вексельный рынок, банковский облигационный сектор высоко консолидированный: на рынке представлены облигации около 80 банков, представляющих собой первые 150 банков по активам. При этом на долю первой «сотни» (75% по количеству) приходится около 94% облигаций по объему в обращении.



Доходность банковских векселей и облигаций, % годовых. Источник: ММВБ, ГК «РЕГИОН».

В тоже время, если сопоставить список эмитентов облигаций и список векселедателей, то становится очевидным, что он совпадает на 80-85%. Сравнительный анализ доходности сопоставимых по срокам обращения облигаций и векселей позволяет сделать вывод о недооцененности большинства эмиссионных ценных бумаг относительно векселей. Хотя согласно теории, векселя в силу ряда объективных причин (в первую очередь, из-за документарной формы) являются более рискованными и имеют более высокие издержки, связанные с их обращением. В представленной ниже таблице представлены текущие уровни доходности сопоставимых по срокам векселей и облигаций ряда коммерческих банков.

Название банка, номер выпуска облигаций	Облигации		Векселя		Спрэд облигаций к векселям
	Дюрация, мес.	доходнос ть, % годовых	срок обраще ния, мес.	доходност ь, % годовых	
АК БАРС Банк,2	5.4	7.20	8.5	7.55	0.35
Банк Зенит,3	8.8	8.32	9.3	7.45	-0.87
Банк Проект. Фин.,1	5.8	11.94	6.3	10.70	-1.24
ГАЗБАНК,1	8.9	10.73	6.5	10.65	-0.08
Кедр,2	12.5	11.70	10.6	11.10	-0.60
Мастер-Банк,2	3.4	11.90	9.4	10.70	-1.20
Москоммерцбанк,1	9.4	9.17	11.8	9.30	0.13
МосКредБанк,1	2.2	9.76	10.5	9.50	-0.26
МосКредБанк,2	10.0	10.28	10.5	9.55	-0.73
НОМОС-Банк,7	9.9	7.90	11.5	7.85	-0.05
Промсвязьбанк,4	8.3	7.91	12.0	7.80	-0.11
Северная казна,1	7.7	11.10	9.1	9.20	-1.90
СЛАВИНВЕСТБАН К,2	2.6	9.18	4.3	8.70	-0.48
Собинбанк,1	8.7	12.33	9.3	10.25	-2.08
Судостроительны й банк,1	4.7	9.63	6.3	8.90	-0.73
Татфондбанк,3	8.8	10.29	12.1	10.10	-0.19
УБРИР-финанс,2	4.7	11.01	5.1	10.30	-0.71
				В среднем:	-0.63

Доходность векселей и облигаций отдельных банков. Источник: ММВБ, ГК «РЕГИОН».

ОПЕРАЦИИ С АКЦИЯМИ

Руководитель департамента:

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

Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Маргарита Петрова (доб. 333; e-mail: rita_petrova@regnm.ru)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@regnm.ru)

Трейдеры:

Марина Муминова (доб. 157; e-mail: muminova@regnm.ru),
(095) 264 4372 (прямой)

Никита Фраш (доб. 137; e-mail: frash@regnm.ru)

Рифат Летфуллин (доб. 504; e-mail: letfullin@regnm.ru)

Орловский Максим (доб. 534; e-mail: orlovskiy@regnm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Павел Голышев (доб. 303; e-mail: golyshev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб. 301; e-mail: vvs@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб. 463; e-mail: lenash@regnm.ru),

Крищенко Богдан (доб. 580; e-mail: valentine@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)

Нестерова Анна (доб. 549; e-mail: nesterova@regnm.ru)

ОРГАНИЗАЦИЯ ПРОГРАММ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

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

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

АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Начальник управления:

Константин Комиссаров (доб. 428; e-mail: komissarov@regnm.ru)

Долговой рынок:

Александр Ермак (доб. 405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Фондовый рынок:

Константин Гуляев (доб. 140; e-mail: gulyaev@region.ru)

ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Сергей Малышев (доб. 120; e-mail: smalyshev@regnm.ru)

Данила Шевырин (доб. 178; e-mail: she_dv@regnm.ru)

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: (495) 777 29 64

Факс: (495) 975 24 48

www.region.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.