

Рублевые корпоративные облигации

26 января 2010 г.

Аналитический обзор

Прогноз ликвидности: избыток скоро исчезнет

К концу февраля избыток ликвидности исчезнет

В настоящее время в банковской системе существует избыток краткосрочной ликвидности. Для данного времени года такая ситуация не редкость и является результатом огромных бюджетных вливаний в декабре. Однако, как и в прошлые годы, этот избыток может достаточно быстро исчезнуть. Мы считаем, что подобное может случиться уже в конце февраля - начале марта.

По сравнению с прошлыми годами в начале 2010 года работают другие каналы стерилизации ликвидности

В последние несколько лет избыток ликвидности, образовавшийся в результате расходов бюджета в декабре, достаточно быстро пропадал. В 2009 году причина была в управляемой девальвации и огромных продажах валюты Банком России. В 2007 и 2008 году ликвидность изымал профицитный бюджет, расходы которого в начале года традиционно являются очень низкими. Однако в 2010 году в полной мере не работает ни один из этих факторов:

- Банк России не продает, а покупает валюту;
- в связи с низкими налоговыми поступлениями бюджет даже в начале года не способен абсорбировать значительный объем ликвидности.

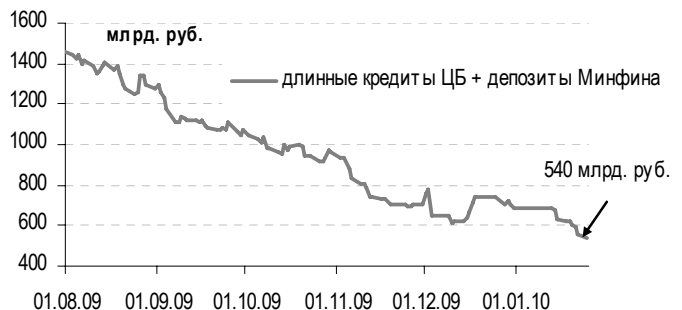
Однако значительное снижение уровня ликвидности все же происходит, но уже с помощью других каналов.

Помимо традиционного изъятия ликвидности бюджетом и увеличением наличности в обращении...

По нашим расчетам в настоящий момент избыток краткосрочной ликвидности банковской системы составляет всего 150 млрд. руб. (депозиты ЦБ – РЕПО overnight - 100 млрд. руб. депозитов ЦБ, которые не относятся к избыточной ликвидности), хотя в конце прошлого года бюджет добавил в систему около 1.2 трлн. руб. Снижение ликвидности вызвали различные факторы. Два из них традиционные: увеличение наличности в обращении (по нашим оценкам, 200 млрд. руб.) и профицит консолидированного бюджета в январе (330 млрд. руб. без учета доходов от размещения Резервного фонда и ФНБ).

...ЦБ и Минфин активно размещали облигации, а банки возвращали денежным властям кредиты

Но были и другие факторы сокращения ликвидности. В первую очередь с середины декабря ЦБ активно стерилизовал ликвидность с помощью ОБР, общий объем размещения за это время составил 335 млрд. руб. Минфин начал год также весьма энергично, с первой же попытки разместив ОФЗ почти на 40 млрд. руб. Кроме того, банки продолжали погашать кредиты Банка России (как беззалоговые, так и кредиты под нерыночные активы) и возвращать депозиты Минфину: с начала декабря объем этих средств снизился на 200 млрд. руб.



В феврале изъятия ликвидности бюджетом не будет

Таким образом, большая часть избыточной ликвидности тем или иным способом уже была абсорбирована. В конце января из банковской системы должно уйти еще около 50 млрд. руб. в связи с уплатой налога на прибыль. По нашим оценкам, в феврале доходы и расходы консолидированного бюджета будут в целом сбалансированы, однако, другие факторы сокращения ликвидности не прекратят своего действия.

Но остальные факторы стерилизации продолжат действовать

Во-первых, по нашему мнению, банки продолжают возвращать кредиты ЦБ, мы прогнозируем, что их объем к концу февраля снизится на 70 млрд. руб. Во-вторых, Минфин и Банк России по-прежнему будут размещать свои облигации. Потенциально Банк России может разместить оставшиеся у него ОБР на 70 млрд. руб. Точные планы Минфина на февраль неизвестны, но уже в эту среду он предлагает новый выпуск ОФЗ, объемом 45 млрд. руб., и, похоже, за ним последует по крайней мере еще один подобный выпуск в феврале. Вполне реалистичным для нас выглядит совокупный объем размещения ОФЗ и ОБР в объеме 50 млрд. руб в ближайшие пять недель. На 30-40 миллиардов рублей должна вырасти наличная валюта в обращении, что также означает снижение ликвидности, так как при обналичивании рублевые средства уходят с денежного рынка.

При этом Банк России снизил объемы покупок валюты и их не хватает, чтобы поддерживать избыток ликвидности

Единственным значимым фактором увеличения краткосрочной ликвидности будут являться покупки валюты Банком России, которые сейчас осуществляются в рамках плановых интервенций. Однако, судя по озвученным Алексеем Улюкаевым объемам покупок валюты в январе, в феврале их размер будет не больше \$2 млрд. (60 млрд. руб.) По нашему мнению, ЦБ снизил объемы плановых интервенций, как только прекратилось сильное давление в сторону укрепления рубля.

К концу февраля на денежном рынке возникнет баланс, короткие ставки поднимутся до 5%-6%, избыток ликвидности перестанет оказывать давление на рынок облигаций

Таким образом, если суммировать все факторы, то можно сделать вывод о вполне вероятном исчерпании избытка ликвидности и достижении баланса на денежном рынке к концу февраля-началу марта 2010. В таком случае, короткие ставки денежного рынка поднимутся с уровня депозитных ставок ЦБ и будут колебаться в диапазоне 5%-6% (учитывая прогнозируемое нами снижение ставки ЦБ на 0.25% в январе-феврале). Избыточная рублевая ликвидность перестанет оказывать давление на рынке облигаций, в результате чего Минфину и другим эмитентам придется предлагать солидную премию при размещении бумаг.

Прогноз динамики ликвидности в январе-феврале 2010

Избыточная ликвидность на 26.01.10	150 млрд. руб.
Налог на прибыль в январе	-50 млрд. руб.
Возврат кредитов ЦБ	-70 млрд. руб.
ОБР+ОФЗ	-50 млрд. руб.
Увеличение наличной валюты	-30 млрд. руб.
Покупки валюты ЦБ	+60 млрд. руб.
Избыточная ликвидность на 01.03.10	10 млрд. руб.

Источник: оценки Райффайзенбанка

КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКУ

ВБД – проблемы в 4кв2009 года

ВБД сообщил о проблемах в молочном дивизионе в 4кв2009 года

Вчера, группа ВБД, опубликовала пресс-релиз, в котором сообщила о трудностях, возникших в 4кв2009 года в молочном сегменте и указала планируемый уровень EBITDA за 2009 год. Мы считаем, что данная информация не должна оказать существенного влияния на котировки облигаций ВБД. По нашему мнению, сложившаяся на молочном рынке ситуация в конце 2009 года окажет более негативное влияние на кредитные характеристики компании Юнимилк, чьи бумаги почти полностью выкуплены с рынка.

Производство ряда молочных продуктов было ограничено, а маржа направления снизилась

По информации, приведенной в пресс-релизе, во второй половине 4кв2009 года молочный дивизион ВБД был вынужден ограничить производство ряда продуктов, а также столкнулся со снижением маржи. Данная ситуация объясняется серьезным дефицитом сухого молока (который произошел на фоне сезонного снижения объемов производства сырого молока) и сопутствующим ему ростом цен. В этой связи, EBITDA за 4кв2009 года окажется в диапазоне US\$54-64 млн, что ниже аналогичного показателя за 3кв2009 года на 27%-40%.

Сезонный дефицит сырого молока совпал с ростом цен на сухой концентрат

Стоит отметить, что сезонное сокращение объемов производства сырого молока в зимний период, производители молочных продуктов компенсируют за счет закупок сухого концентрата. Однако с июля 2009 года закупочные цены на сухое молоко увеличились почти в два раза. Это обусловлено как существенным снижением объемов производства сухого молока на внутреннем рынке, так и дефицитом предложения со стороны основных глобальных поставщиков (Австралии и Новой Зеландии).

Дефицит сухого молока обусловлен спецификой рынка в 2009 году

На внутреннем рынке дефицит сухого молока возник из-за нерентабельности его производства летом 2009 года (период исторических минимумов цен на сырое молоко), а также низких ожиданий в отношении спроса на данный продукт осенью и зимой. Отметим, что переработчики молока не видят существенного спроса на молоко, восстановленное из сухого концентрата, ввиду того, что по правилам, введенным в декабре 2008 года, оно должно маркироваться как «Молочный Напиток».

Мы не видим существенных негативных последствий для ВБД ...

Таким образом, в 4кв2009 года рост цен на основные виды сырья и отсутствие возможности значительного повышения отпускных цен (ввиду высокой социальной значимости молочных продуктов) привели к сокращению маржи в данном сегменте бизнеса ВБД. Вполне закономерно, что в такой ситуации компания предприняла шаги по сокращению объемов производства. Тем не менее, озвученные ВБД цифры не говорят о существенном влиянии данных событий на кредитные характеристики компании. При планируемой за 2009 год EBITDA в объеме US\$300-310 млн, долговая нагрузка ВБД, по нашим оценкам, составит 1.6-1.7x Долг/ EBITDA.

..., а наиболее подверженный данным событиям Юнимилк не представлен на рынке облигаций

По нашему мнению, сложившаяся ситуация на молочном рынке России, несет более негативную окраску для кредитного профиля Компании Юнимилк. Бизнес данной компании диверсифицирован в гораздо меньшей степени (ВБД обладает сильным соковым дивизионом), а долговая нагрузка находится на более высоком уровне. Тем не менее, поскольку единственный выпуск Юнимилка был практически полностью выкуплен компанией в ходе оферты в августе 2009 года, какой-либо реакции в котировках этих бумаг мы не ожидаем.

Коррекцию в облигациях ВБД мы не считаем закономерной

Судя по всему, ситуация с ценами на сырье, продолжит оказывать негативное влияние на показатели отечественных переработчиков молока на протяжении всего 1кв2010 года и вплоть до сезонного роста объемов производства сырого молока летом. Тем не менее, обладая существенным запасом прочности, ВБД, по нашему мнению, сможет успешно преодолеть данный период. Поэтому, мы не считаем обоснованной коррекцию цен его рублевых облигаций на опубликованных новостях (ВБД-2: дюрация 0.86 лет; ВБД-3: дюрация 0.56 лет; доходность обоих выпусков 8.6%-8.8%).

Аукцион ОФЗ 25073

В среду Минфин предложит рынку новый выпуск ОФЗ 25073, дюрация 2.35 лет. Как и на последнем аукционе к размещению предлагается сразу весь выпуск объемом 45 млрд. руб. В настоящее время доходность выпусков ОФЗ схожей дюрации находится на уровне 7.20%. Однако из-за роста ставок NDF рынок облигаций сейчас находится в достаточно шатком равновесии и разместить на нем значительный объем бумаг без премии сложнее, чем неделю назад.

Поэтому, если не принимать в расчет крупнейших участников рынка ОФЗ, существенный спрос на завтрашнем аукционе возможен только, если Минфин даст премию к рыночной доходности в размере 15-20 б.п. Мы советуем инвесторам участвовать в размещении по доходности 7.35%-7.40%. В то же время, исходя из предыдущих действий Минфина, вероятность того, что размещение пройдет с премией к рынку, является невысокой.

Мы отмечаем, что пока Минфин предлагает инвесторам короткие выпуски. Однако его стратегия предполагает диверсификацию сроков погашения, поэтому в ближайшие месяцы он выйдет на рынок с пятилетними и десятилетними бумагами. Учитывая, что к этому времени с большой вероятностью произойдет снижение краткосрочной банковской ликвидности, Минфину придется быть достаточно щедрым, чтобы удачно размещать эти длинные выпуски.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.