

Специальный обзор

Лукьянов П.

4 октября 2005 г.

- Индонезия готовит выпуск глобальных облигаций, состоящий из двух траншей, на общую сумму \$1.25 млрд., организация поручена Citigroup, CSFB, Merrill Lynch;
- Ориентир по доходности первого транша с погашением в январе 2016 года на сумму до \$750 млн. составляет 7.625-7.75%;
- Ориентир по доходности второго транша с погашением в октябре 2035 года на сумму до \$500 млн. – на 1 п.п. выше и составляет - 8.625-7.75%.
- Ориентиры предлагают премию к рынку в размере 30-40 б.п., и мы считаем, что в условиях аппетита на риск, благоприятных фундаментальных факторах, и сохранения «негатива» у соседей, окончательная доходность окажется ниже

В настоящее время у Индонезии в обращении находится три выпуска глобальных облигаций на общую сумму \$2.4 млрд. соответственно с погашением в 2006, 2014 и 2015 годах. Доходность к погашению Индонезии'15, самой длинной бумаги, составляет 7.293% годовых (см. Таблицу). Таким образом, новый выпуск с погашением в январе 2016 года, предлагает премию около 32-33 б.п.

Эмиссия	Купон	Валюта	Дата погаш.	Дюрация	Объем	Рейтинг	Аген-во	Цена	YTM	Спрэд
Индонезия'15	7.25	USD	20.04.2015	6.814	1.0B	BB-	FCH	99.7	7.293	291.6
Индонезия'14	6.75	USD	10.03.2014	6.516	1.0B	BB-	FCH	98.5	6.987	257.8
Бразилия'15	7.875	USD	07.03.2015	6.834	1.6B	BB-	FCH	103.625	7.334	293.6
Бразилия'34	8.25	USD	20.01.2034	11.193	2.0B	BB-	FCH	100.25	8.225	358.8
Филиппины'08	8.875	USD	15.04.2008	2.235	1.0B	BB	FCH	107.25	5.748	156
Филиппины'10	9.875	USD	16.03.2010	3.728	605.9M	BB	FCH	111.25	6.891	263.1
Филиппины'11	8.375	USD	15.02.2011	4.398	1.5B	BB	FCH	104.375	7.369	316.3
Филиппины'13	9	USD	15.02.2013	5.54	1.0B	BB	FCH	107.125	7.71	347.1
Филиппины'19	9.875	USD	15.01.2019	7.814	1.1B	BB	FCH	111.375	8.432	408.1
Филиппины'24	9.5	USD	21.10.2024	9.121	1.0B	BB	FCH	107.5	8.687	406.2
Филиппины'25	10.625	USD	16.03.2025	9.241	2.0B	BB	FCH	116.5	8.833	425.6

Источник: Reuters

Сравнивая ожидаемые выпуски Индонезии (B2/B/BB-) с ближайшим соседом по рейтингу, имеющему индикативную кривую доходности, Бразилией (B1/BB-/BB-), мы также находим премию в размере 30-40 б.п. (см. Таблицу) Бразилия'15 торгуется с доходностью 7.334% (т.е. премия около 30 б.п.), а Бразилия'34 – 8.225% (премия 40 б.п.).

Более высокая доходность ожидаемых займов лишь частично оправдывается недавними взрывами на Бали, редкостью заемщика и тем, что для сравнения мы использовали бумаги со сроком погашения на один год меньше. Основная причина завышения доходности, на наш взгляд, вызвана стремлением эмитента отвлечь внимание от традиционно более привлекательных на азиатских торгах филиппинских еврооблигаций. Последние, помимо того, что они более ликвидные, несмотря на более высокий кредитный рейтинг (B1/BB-/BB-), торгуются со спрэдом к Индонезии около 70 б.п. (см. Таблицу). Кроме того, на неделе ожидается также размещение еврооблигаций Украины (B1/B+/BB-) и

Ливана (ВЗ/В-В-) на общую сумму до \$1.2 млрд. Поэтому более высокие ориентиры по доходности могут объясняться стремлением обеспечить спрос при размещении.

Однако, на наш взгляд, окончательная доходность размещения окажется все же ниже. Приток средств в emerging markets сохраняется, а ожидания повышения суверенного рейтинга и укрепление макроэкономических факторов сохраняют потенциал сокращения доходности индонезийских еврооблигаций. Кроме того, продолжение покупок филиппинских еврооблигаций в ближайшее время мы не ожидаем, поскольку отсрочка Верховным Судом страны решения по налогу с продаж ставит инвесторов в неопределенность. При этом по траншу Индонезия'16 премия может оказаться выше, поскольку погашение приходится на период загруженных долговых выплат (погашение выпусков 2014 и 2015 годов).

На сегодняшний день Индонезия имеет самые высокие темпы сокращения государственного долга в регионе (см. Таблицу ниже):

Динамика общего объема государственного долга (в % к ВВП)

Страна	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005E
Китай	14.27	17.62	19.10	20.58	22.96	23.13	20.63	18.35
Индия	66.12	65.96	67.86	70.95	76.93	80.69	78.67	74.47
Индонезия	119.28	94.58	99.21	82.04	69.38	62.86	58.63	55.05
Корея	10.97	19.43	17.20	19.40	19.22	17.95	18.88	16.42
Малайзия	37.60	37.28	36.67	43.58	45.62	47.89	48.56	47.41
Пакистан	94.74	104.46	95.00	98.65	96.90	88.66	90.22	88.07
Филиппины	67.56	71.96	80.07	78.41	86.06	94.51	95.93	96.95
Таиланд	43.26	49.39	48.27	48.88	49.71	42.21	39.28	36.56

По показателю дефицита бюджета, Индонезия уступает лишь Таиланду, Корею и Китаю (см. Таблицу ниже):

Динамика дефицита/профицита бюджета (в % к ВВП)

Страна	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005E
Китай	-1.2	-2.1	-2.8	-2.6	-3.1	-2.5	-1.5	-0.8
Индия	-5.1	-5.4	-5.7	-6.2	-5.4	-4.8	-4.7	-4.5
Индонезия	-2.4	-1.6	-1.5	-3.6	-1.6	-1.8	-1.3	-1.4
Корея	-2.7	-2.7	1.2	1.3	3.0	0.2	0.4	-1.0
Малайзия	-1.8	-3.2	-5.8	-5.5	-5.6	-5.3	-4.3	-3.5
Пакистан	-7.7	-4.9	-6.6	-5.2	-5.2	-4.5	-3.9	-4.0
Филиппины	-3.2	-3.5	-4.7	-4.6	-5.8	-4.6	-3.9	-3.5
Таиланд	-2.4	-3.5	-2.9	-2.9	-2.5	0.4	-1.0	-0.5

Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»
Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1
Тел.: (095) 729-5500; факс: (095) 729-5505
E-mail: info@banksoyuz.ru Internet: www.banksoyuz.ru

Электронный адрес**Телефон****Анализ финансовых рынков**

Богословский Дмитрий	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5385)
Красникова Мария	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5666)
Лукьянов Павел	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5272)
Свиридов Станислав	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5668)

Долговые инструменты

Автухов Михаил	bond@banksoyuz.ru	729-55-07 (5280)
Спасскин Андрей	SpasskinAY@banksoyuz.ru	729-55-00 (5458)
Голубничий Денис	Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru	729-55-00 (5689)

Долговой рынок капитала

Бахшиян Шаген	BahshiyangSG@banksoyuz.ru	729-55-67 (5311)
Барков Дмитрий	BarkovDV@banksoyuz.ru	729-55-00 (5653)

Брокерское обслуживание и доверительное управление

Ищенко Николай	broker@banksoyuz.ru	729-55-00 (5681)
Кононов Максим	Maxim.Kononov@banksoyuz.ru	729-55-00 (5660)

Операции на фондовых рынках

Гаврисев Андрей	GavrisevAV@banksoyuz.ru	729-55-61 (5388)
Подставкин Алексей	lexa@banksoyuz.ru	729-55-16 (5391)
Шомахов Павел	ShomahovPY@banksoyuz.ru	729-55-16 (5389)

Денежные рынки

Спиридонов Александр	SpiridonovAB@banksoyuz.ru	729-55-61 (5244)
Палей Илья	PaleyIY@banksoyuz.ru	729-55-18 (5368)

Оценка финансовых рисков

Куринов Наран	KurinovNB@banksoyuz.ru	729-55-00 (5201)
Платоненко Екатерина	PlatonenkoEV@banksoyuz.ru	729-55-00 (5303)

Данный обзор не является предложением, требованием или просьбой купить или продать какие-либо активы и имеет лишь информационные цели. Каждый аналитик высказывает собственное мнение относительно финансовых рынков и конкретных ценных бумаг и эмитентов. Банк «СОЮЗ» не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенных на основе мнений и рекомендаций, представленных в данном обзоре. Данный обзор не имеет направленности на конкретную операцию или определенное лицо. Информация, использованная в обзоре, взята из общедоступных источников, признаваемых Банком «СОЮЗ» надежными.