«Переоцененные» векселя

Канр Лиджиев

В марте ситуация на рынке векселей не изменилась — доходности продолжили плавно расти. На конъюнктуру рынка векселей влияют те же основные факторы, что и на рынок облигаций: уровень рублевой ликвидности и фактор «первички». Начавшийся сезон первичных размещений на рынке облигаций и высокие ставки на межбанке продолжают негативно сказываться на вексельном рынке. Остатки корсчетов и депозитов ЦБ РФ временами превышали 800 млрд руб., но такие большие объемы ликвидности носили «обманчивый» характер (заблокированные средства от IPO Сбербанка, средства, резервированные на аукционы по продаже активов ЮКОСа), и оценивать реальный объем ликвидности было трудно. Судя по высоким ставкам на межбанке, ее было недостаточно. На фоне низкой активности участников рынка предложение бумаг продолжает преобладать над спросом.

Согласно вексельным индексам доходности ИГ «РЕГИОН», с 1 марта по 19 марта «короткие» (месячные) бумаги выросли по доходности на 14 б.п. до уровня 7.49% годовых, доходность по трехмесячным векселям выросла на 6 б.п. до уровня 7.59% годовых, по полугодовым векселям доходности выросли на 5 б.п. до уровня 7.96% годовых, доходность по годовым бумагам выросла на 5 б.п. до уровня 8.55% годовых. С 20 марта (даты пересмотра индексного списка) по 4 апреля «короткие» бумаги выросли по доходности на 9 б.п. до уровня 7.54% годовых, доходность по трехмесячным векселям выросла на 12 б.п. до уровня 8.02% годовых, по полугодовым векселям доходности выросли на 2 б.п. до уровня 8.03% годовых, доходность по годовым бумагам выросла на 5 б.п. до уровня 8.84% годовых.

На общем фоне даже удивительно, что рынок векселей не «просел» еще глубже. Если сравнить уровни доходности со смежным рынком облигаций, то продолжающийся рост доходности не компенсирует в целом переоцененность векселей по сравнению с облигациями. Если сравнить доходности банковских векселей (наиболее ликвидный сегмент вексельного рынка) с доходностями банковских облигаций, мы увидим, что по многим банкам доходность облигаций выше доходности по сопоставимым векселям — при этом рынок векселей считается относительно более рискованным. Например, по данным на 4 апреля 2007 года трехмесячные бонды Банка «Абсолют» торговались с доходностью 9.02% годовых, в то время как трехмесячные векселя этого банка — на уровне 8.4% годовых. В Таблице 2 представлены доходности по некоторым банковским облигациям и векселям на 4 апреля 2007 года.

Объем учтенных банками векселей за декабрь увеличился на 0.77%, при этом сумма учтенных корпоративных (нефинансовых) бумаг увеличилась на 2.93% и составила 60.678 млрд руб. Объем учтенных банковских векселей по сравнению с февралем почти не изменился и составил 167.271 млрд руб., рост — 0.04%.

По нашим данным, в марте две компании и два банка осуществляли публичное размещение своих векселей: ООО «Алтайагроснаб», группа «Макромир», «НОВИКОМБАНК» и «КАМАБАНК». Все векселедатели впервые выходят на публичный рынок со своими ценными бумагами.

Таблица 1. Индикаторы вексельного рынка

Вексельные индексы (ИГ «РЕГИОН»)	04.04.2007	20.03.2007	Изменение, %
1 мес.	7.54%	7.45%	0.09%
3 мес.	8.02%	7.90%	0.12%
6 мес.	8.03%	8.00%	0.02%
12 мес.	8.84%	8.79%	0.05%
Данные о котировках векселей в системе РВС	04.04.2002	05.03.2002	Изменение
Покупка — заявки	701	567	134
Покупка — количество компаний	71	56	15
Продажа — заявки	1236	1011	225
Продажа — количество компаний	94	88	6
Объем вексельного рынка	01.01.2007	01.12.2006	Изменение, %
Объем банковских векселей, млн руб.	790 455	730 955	8.14%
до 1 месяца	34 003	17 482	94.50%
до 3 месяцев	62 125	43 971	41.29%
до 6 месяцев	48 229	45 566	5.84%
до 1 года	296 185	304 206	-2.64%
до 3 лет	220 676	202 057	9.21%
Учтенные банками векселя, млн руб.	229 208	227 462	0.77%
банки	167 271	167 200	0.04%
нерезиденты	1 259	1 311	-3.97%
корпорации (строка «прочие векселя»)	60 678	58 951	2.93%

В марте питерский девелопер торгово-развлекательных комплексов «Макромир» разместил векселя общим объемом 300 млн руб. Срок векселей составляет три и шесть месяцев. Векселедателем выступает ООО «Макромир-Финанс». Авалистом является ООО «Макромир» — основная компания группы, выступающая инвестором и собственником всех объектов недвижимости. Организатор и домицилиант: ИК «Ист Кэпитал». По состоянию на 4 апреля в системе РВС стояли заявки на покупку/продажу бумаг «Макромира» от организатора на уровне 15%/11% годовых по бумагам с погашением 25.05.2007.

Группа «Макромир» ведет отчетность по МСФО, аудитором отчетности за 2005–2006 гг. является КПМГ. По предварительной отчетности активы группы «Макромир» на конец 2006 года составили более 267 млн долларов, собственный капитал — 89 млн долларов, EBITDA — более 58.5 млн долларов (с учетом дохода от переоценки недвижимости).

Выпуск векселей рассматривается группой «Макромир» как первый шаг на публичном рынке. В мае-июне группа планирует выйти на рынок облигаций с займом объемом 1 млрд руб. Всего же предполагается разместить облигации объемом до 2.5 млрд руб.

В конце марта «НОВИКОМБАНК» завершил первый этап вексельной программы, разместив на рынке ценные бумаги на сумму 500 млн руб. Срок обращения бумаг — 9 и 12 месяцев. Общий объем программы составляет 1 млрд руб. Организатор: ГК «РЕГИОН». По состоянию на 4 марта 2007 года в системе РВС стояли заявки на покупку бумаг банка от «РЕГИОНа» и «Велес Капитала» (договорные цены) и самого «НОВИКОМБАНКа» (12% годовых по бумагам с погашением в феврале 2008 года).

На продажу стояли заявки от «Региона», «Велес Капитала» и Банка «Транспортный» с доходностью 9.5% годовых по бумагам с погашением в декабре 2007 года и 10.1–10.2% годовых по бумагам с погашением в феврале 2008 года.

В ренкинге крупнейших банков Интерфакса по итогам 2006 года «НОВИКОМБАНК» занимает 69-е место с активами 23.742 млрд руб., прибыль до налогов — 1.08 млрд руб.

Таблица 2. Доходности по некоторым банковским облигациям и векселям на 04.04.2007 года

Банк	Облигации		Векселя		Разница доходности
	Дюрация	Доходность	Срок погашения	Доходность	
«Абсолют Банк»	3 мес.	9.02	июнь 07	8.4	0.62
Банк «ЗЕНИТ»	7.2 мес.	8.18	ноябрь 07	7.6	0.58
МКБ	8 мес.	10.54	февраль 08	10	0.54
«Номос-Банк»	8.4 мес.	7.58	февраль 08	8	-0.42
Промсвязьбанк	6.8 мес.	8.07	ноябрь 07	7.6	0.47
Судостроительный банк	3 мес.	8.98	июль 07	9.3	-0.32
Татфондбанк	7.4 мес.	8.87	декабрь 07	10.3	-1.43
«ЭкспоБанк»	8.6 мес.	11.08	январь 08	10.6	0.48

26 марта 2007 года пермский «КАМАБАНК» начал размещение первого транша векселей объемом 300 млн руб. Общий объем вексельной программы — 900 млн руб. Размещение первого транша планируется завершить в апреле-мае. Организатор: ГП «Фингард». Ориентировочные уровни доходности: на один месяц — 10% годовых, на два месяца — 11%, на три месяца — 12%. По состоянию на 4 апреля 2007 года в системе РВС стояли заявки на продажу бумаг банка от «Фингарда» по объявленным ориентировочным доходностям. На покупку стояли заявки «Фингарда» и «Агроимпульсбанка» с доходностью на 200 б.п. выше уровней продажи (12%, 13% и 14% соответственно).

В ренкинге крупнейших банков Интерфакса по итогам 2006 года «КАМАБАНК» занимает 248-е место с активами 4.262 млрд руб., прибыль до налогов — 51.8 млн руб.

В марте ООО «Алтайагроснаб» приступило к реализации вексельной программы объемом 180 млн руб. Параметры первого транша: объем — 80 млн руб., срок — 6 месяцев, ставка — 15.5% годовых. Всего предполагается разместить три транша. Организатор: Investment Research Co. Погасить векселя возможно в Москве в «Пробизнесбанке», в Екатеринбурге в «СКБ-Банке» и в Новосибирске в КБ «Акцепт». По состоянию на 4 апреля 2007 года в системе РВС стояли заявки на продажу бумаг «Алтайагроснаба» от организатора с доходностью 15.5% годовых. На покупку бумаг заявок не выставлено.

ООО «Алтайагроснаб» зарегистрировано в 2004 году для реализации проекта «Агромаркет», который предусматривает создание сети современного сельскохозяйственного ритейла, в частности — строительство 33 филиалов в Алтайском крае и 22 филиалов в Новосибирской области. На 1 января 2007 года уже работало 13 филиалов формата «Агромаркет» по продаже запчастей для сельхозтехники и один торговый центр в Новосибирске. В течение года планируется запустить еще 16 филиалов: девять на Алтае и шесть — в Новосибирской области.

На начало апреля на фоне улучшения ситуации на межбанке активность операторов вторичного рынка векселей немного выросла. Так, на 4 апреля 2007 года в торговой системе РВС 71 компания выставила 701 заявку на покупку и 94 компании оставили 1236 заявок на продажу. Для сравнения: на 5 марта 2007 года в торговой системе РВС 56 компаний выставили 567 заявок на покупку и 88 компаний 1011 заявок на продажу.

Перспективы вексельного рынка будут и в апреле сильно зависеть от ситуации с рублевой ликвидностью и ставок межбанка. Прогнозировать их на фоне проведения крупных IPO и аукционов по продаже активов ЮКОСа — непростое дело. В целом, на общем фоне переоцененности рынка векселей по сравнению с облигациями и превышением предложения бумаг над спросом в апреле ситуация не изменится — мы ожидаем рост доходностей на фоне низкой активности участников рынка. Рынок облигаций видится сейчас более интересным для поиска новых идей.