Владимир КОСЯКОВ,
аналитик, «ТКБ Капитал»

НА ДОЛЮ КОНВЕРТИРУЕМЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ПРИХОДИТСЯ НЕ БОЛЕЕ 5% ОБЩЕГО ОБЪЕМА КОРПОРАТИВНЫХ ЕВРОБОНДОВ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ. ПО НАШЕМУ МНЕНИЮ, ЭТОТ ИНСТРУМЕНТ НЕЗАСЛУЖЕННО ОБДЕЛЕН ВНИМАНИЕМ. ПРОИСХОДИТ ЭТО В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ ПОТОМУ, ЧТО СУЩЕСТВУЮТ СЛОЖНОСТИ В ОТРАЖЕНИИ СИНТЕТИЧЕСКИХ СТРУКТУР В ОТЧЕТНОСТИ. ДА И НЕ СЕКРЕТ, ЧТО БОЛЬШИНСТВО ИНВЕСТОРОВ ТРАДИЦИОННО СКЛОННЫ ВЫБИРАТЬ ПРОСТЫЕ И ПОНЯТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ, НЕ ТРЕБУЮЩИЕ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ ВРЕМЕННЫХ ЗАТРАТ ДЛЯ РАСЧЕТОВ.

Деньги в «конверте»

Конвертируемые облигации представляют интерес как для компаний-эмитентов, так и для инвесторов. Первым они дают возможность привлечь финансирование по более низким ставкам, чем при использовании обыкновенных облигаций. Инвесторам данный инструмент гарантирует фиксированный уровень доходности и при этом дает возможность заработать на росте капитализации компании.

Существует множество способов расчета стоимости конвертируемых бондов. Все зависит от параметров и условий выпуска. Достаточно вспомнить погашенный в конце прошлого года выпуск «ЛУКОЙЛА» на $1.2 млрд, где помимо плавающего коэффициента конвертации, периодической выплаты дивидендов, начисленных на акции, была предусмотрена еще и возможность досрочного погашения в любое время по усмотрению эмитента. Для оценки бумаги приходилось формировать синтетическую структуру из длинной позиции по акциям, двух колл-опционов (короткого и длинного) и, наконец, обычной облигации.

В данном случае, на примере выпусков «Евраза» и ТМК, мы рассмотрим одну из наиболее простых, на наш взгляд, структур, используемых для оценки конвертируемых облигаций. В частности, мы предлагаем рассматривать конвертируемые облигации в виде совокупности обыкновенной облигации-аналога и одного или нескольких деривативных продуктов (опционов на акции эмитента), суммарная стоимость которых и представляет собой стоимость «конверта».

Фактически инвестор, обладая бумагой с фиксированной ставкой доходности до погашения, имеет право (или необходимость) конвертировать ее в некоторое количество акций компании-эмитента. Это количество определяется коэффициентом конвертации, который расчитывается как номинальная стоимость облигации, деленная на цену кон-

Таблица 1
Цена выпусков Evraz-14 и ТМК-15

	Evraz-14	ТМК-15
Объем эмиссии, $ млн	650	412.5
Номинал облигации, $	100 000	100 000
Ставка купона	7.25%	5.25%
Периодичность выплаты купона	4 раза в год	4 раза в год
Дата начала начисления купонов	13.07.2009	11.02.2010
Дата погашения	13.07.2014	11.02.2015
Цена конвертации, за GDR	$21.12	$23.075
Коэффициент конвертации	4 735	4 334
На закрытие 28 апреля 2011 г.:		
Цена за GDR	$33.90	$20.49
Стоимость конверт. облигации, % от номинала	183.371	115.736

«КОНВЕРТИРУЕМЫЕ ОБЛИГАЦИИ ГАРАНТИРУЮТ ИНВЕСТОРАМ ФИКСИРОВАННЫЙ УРОВЕНЬ ДОХОДНОСТИ И ПРИ ЭТОМ ДАЮТ ВОЗМОЖНОСТЬ ЗАРАБОТАТЬ НА РОСТЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИИ»

ИСХОДЯ ИЗ НАШЕЙ ОЦЕНКИ РЫНОЧНЫХ ЦЕН, КОНВЕРТИРУЕМЫЕ ОБЛИГАЦИИ «ЕВРАЗА» ВЫГЛЯДЯТ НЕМНОГО ПЕРЕОЦЕНЕННЫМИ, А БУМАГИ ТМК СОХРАНЯЮТ ПОТЕНЦИАЛ РОСТА

вертации. Цена конвертации обычно устанавливается несколько выше рыночной цены (в нашем примере — на 25–30%) на момент размещения облигаций и выступает, в случае с конвертируемыми евробондами ТМК и «Евраза», в роли страйка для колл-опциона.

Для оценки ценовой составляющей обыкновенной облигации необходимо, используя рыночный анализ, представить, где должен располагаться выпуск эмитента с данной дюрацией. Для этого можно использовать кривую доходностей уже торгующихся выпусков или же схожие по своим характеристикам бумаги-аналоги других эмитентов. После того как определен справедливый уровень доходности, остается посчитать цену, при которой этот уровень достигается. Цена колл-опциона считается при помощи модели Блэка-Шоулса. При этом отметим, что оценка опциона чувствительна к параметру волатильности цены ГДР, то есть при использовании разных подходов к оценке волатильности (историческая/вмененная, срочность) справедливая цена облигации может сильно меняться.

Зная механизмы расчета цены конвертируемой облигации, можно проверить, насколько справедливо торгуются сейчас те или иные инструменты. Для примера возьмем выпуски металлургических компаний Evraz-14 и ТМК-15 и определим обе составляющие цены «конверта».

Сначала представим, что в обоих выпусках нет никаких опционов. Тогда можем сказать, что справедливый уровень доходности Evraz-14 составляет 4.75% годовых с дюрацией 2.89, в то время как доходность ТМК-15 должна находиться на уровне 5.75% с дюрацией 3.41 (учитывая спред торгующегося выпуска ТМК-18 к кривой «Евраза» в 55 б.п.). При этом первый должен стоить 107.65% от номинала, а второй — 98.75%.

В то же время, мы видим на рынке следующие цены: 183.4% и 115.7% соответственно, что с учетом посчитанных цен для «обыкновенных» облигаций означает некую премию в 75.7% и 16.99% от номинала соответственно за возможность конвертировать бумаги в акции компании.

Иначе говоря, с учетом номинала облигаций в $100 и коэффициентов конвертации 4735 для «Евраза» и 4334 для ТМК, цены колл-опционов равны:

Evraz-14: 100*0.75721/4735=$15.99

ТМК-15: 100*0.16986/4334=$3.92

Однако если продолжать расчеты, следует самим определить стоимость второй части структуры — колл-опциона — по модели Блэка-Шоулса. Как мы уже отмечали выше, одним из важнейших параметров, от которого сильно зависит цена опциона, является волатильность. Для «Евраза» мы используем значение 48%, для ТМК — 43%. Осталь-

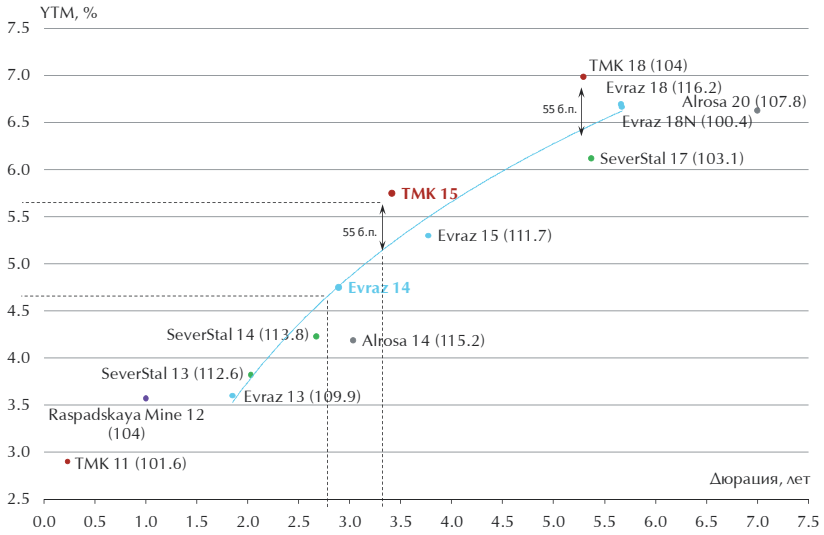
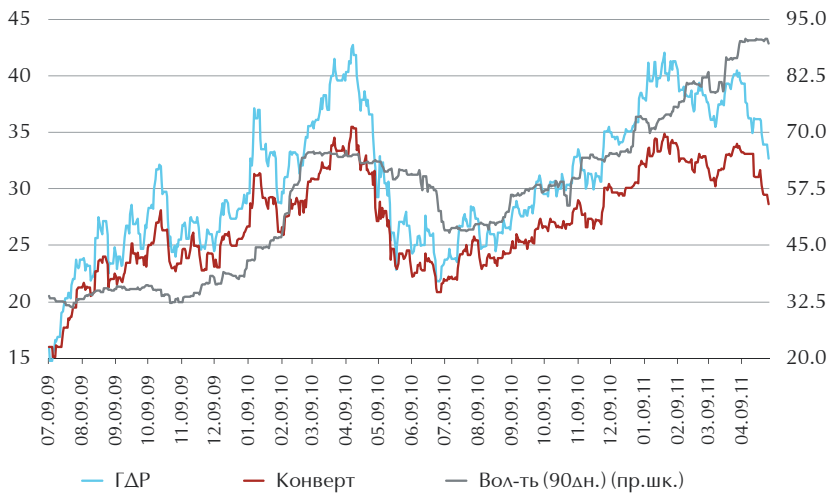


Рисунок 1
Доходности еврооблигаций металлургических компаний

Стоимость облигаций	Evraz-14	ТМК-15
Расчетные значения	182.65%	122.55%
Рыночные значения	183.37%	115.74%

Таблица 2
Справедливая стоимость конвертируемых облигаций Evraz-14 и ТМК-15

Рисунок 2
Динамика движения котировок ГДР и конвертируемых облигаций «Евраза»



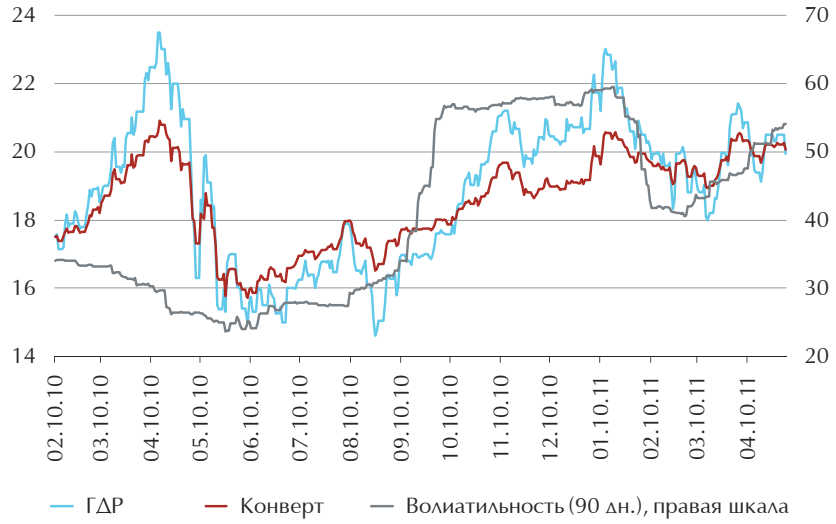


Рисунок 3
Динамика движения котировок ГДР и конвертируемых облигаций ТМК

ные параметры нам были известны. В итоге получили расчетные значения для колл-опционов на одну ГДР: Evraz-14 — $15.84; ТМК-15 — $5.5.

Таким образом, стоимость опциона в пересчете на проценты от номинала одной облигации с учетом коэффициента конвертации составляет для Evraz-14 75%, для ТМК-15 — 23.8%.

Оценив обе части составной структуры, можем заключить, что справедливая стоимость конвертируемых облигаций составляет 182.65% для облигаций «Евраза» и 122.55% для ТМК.

Исходя из нашей оценки рыночных цен, конвертируемые облигации «Евраза» выглядят немного переоцененными, а бумаги ТМК сохраняют потенциал роста.

СМОТРИМ НА ПОТЕНЦИАЛ РОСТА АКЦИЙ

Цена конвертируемой облигации зависит от уровня процентных ставок и от волатильности цены основного актива — акции.

В данный момент волатильность находится вблизи минимальных с даты размещения инструментов значений, и мы не исключаем ее роста в перспективе. Наши аналитики рекомендуют покупать бумаги группы «Евраз» на долгосрочную перспективу с целевой ценой $46, что подразумевает рост котировок, а значит и стоимости конвертируемых облигаций, более чем на 30%. С учетом того что мы не ожидаем агрессивного роста процентных ставок, рекомендуем обратить внимание на конвертируемые евробонды российских заемщиков в долларах.