Канр Лиджиев

В ПОЛЬЗУ крупных корпораций

ТЕМПЫ РОСТА РЫНКА НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ ВО ВТОРОЙ ПОЛОВИНЕ 2007 ГОДА РЕЗКО ЗАМЕДЛИЛИСЬ, НО УДАЧНЫЙ СТАРТ В НАЧАЛЕ ГОДА И КРУПНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫХ СТРУКТУР В КОНЦЕ ГОДА ПОЗВОЛИЛИ РЫНКУ В ЦЕЛОМ ЗАКРЫТЬСЯ НА МАЖОРНОЙ НОТЕ. В 2008 ГОДУ, ПО НАШИМ ОЦЕНКАМ, ТЕМП ПРИРОСТА БОНДОВОГО РЫНКА СОХРАНИТСЯ НА УРОВНЕ ПРОШЕДШЕГО ГОДА — ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ В ОБРАЩЕНИИ ВЫРАСТЕТ ПРИМЕРНО НА 40%. НО ЕСЛИ ДО СИХ ПОР РЫНОК РОС ЗА СЧЕТ МАССОВОГО РАЗМЕЩЕНИЯ БУМАГ НЕБОЛЬШИХ КОМПАНИЙ ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА, ТО В НАСТУПИВШЕМ ГОДУ ОСНОВНУЮ ЛЕПТУ ВНЕСУТ КРУПНЫЕ КОРПОРАЦИИ.

Объем рынка государственных бумаг в обращении за 2007 год вырос на 20% и достиг уровня 1.047 млрд руб. Напомним, что в августе Минфин РФ увеличил первоначальные планы по заимствованиям на внутреннем рынке примерно на 100 млрд руб., но начавшийся как раз в этот момент финансовый кризис не позволил ведомству осуществить дополнительные заимствования. В итоге на рынке госбумаг год закрылся даже ниже первоначальных планов по заимствованиям на внутреннем рынке — чистый объем размещений (размещения минус погашения) составил 172 млрд руб., что примерно на 41 млрд руб. меньше запланированного.

Лидером прироста объемов остается корпоративный сегмент. За 2007 года объем рынка корпоративных облигаций вырос на 39.4%, и преодолев отметку в 1 трлн руб., зафиксировался на уровне 1.257 млрд руб. Этот показатель чуть-чуть не дотянул до нашего прогнозного диапазона 1.28–1.33 млрд руб. (Cbonds Review, №1, 2007), но в целом можно констатировать, что несмотря на замедление темпов роста во второй половине 2007 года, рынок корпоративных облигаций сумел сохранить позитивные тенденции.

Выше наших ожиданий закрылся год в сегменте облигаций региональных и местных органов власти (РМОВ), но также в рамках общей тенденции — без сильных изменений. Рынок облигаций РМОВ наконец-то сумел преодолеть психологическую отметку в 200 млрд руб. Напомним, что объем рынка облигаций РМОВ за 2006 год вырос на 18% до 190 млрд руб. За 2007 год этот сегмент прирос на 16.2%, и его объем в абсолютных величинах составил 220.6 млрд руб. (наш годовой давности прогнозный диапазон: 185–205 млрд руб.).

В 2008 году все сегменты российского долгового рынка продолжат расти в объемах.

Согласно Федеральному закону «О федеральном бюджете на 2008 год», опубликованном на официальном сайте Минфина РФ, чистый объем размещений на рынке государственных бумаг заложен на уровне 369 млрд руб. Это означает, что к концу 2008 года рынок госбумаг, по планам финансового ведомства, может превысить 1.4 трлн руб. Но, как показала вторая половина 2007 года, в условиях сложной рыночной конъюнктуры Минфину РФ будет довольно сложно исполнить предлагаемую программу в полном объеме. Более того, на внутреннем рынке заметно активизировались крупные государственные корпорации, и поэтому ведомству Алексея Кудрина даже предпочтительнее было бы быть осторожнее с госзаимствованиями, дабы не испортить условия при размещении бумаг госкомпаний (такой большой объем предложения не может не сказаться на уровнях доходности по госбумагам, на изменения которых особенно чувствительно реагируют бумаги «фишек» и первого эшелона). Наш прогноз на конец 2008 года — 1.25–1.3 трлн руб.

В сегменте облигаций РМОВ в 2008 году ничего кардинально не изменится. Без учета Москвы, по нашим оценкам, чистый прирост рынка может составить около 20–30 млрд руб. Но поскольку Москва и Санкт-Петербург, скорее всего, продолжат практику выкупа с рынка низколиквидных выпусков, объем бумаг РМОВ может остаться примерно на текущих уровнях. Наш прогноз объема рынка РМОВ на конец 2008 года — 220–240 млрд руб.

В 2008 году корпоративный сегмент, несмотря на ухудшение рыночной конъюнктуры, продолжит расти достаточно быстрыми темпами. По нашим оценкам, объем рынка корпоративных облигаций в наступившем году вырастет на 35–40% по сравнению с концом 2007 года. При этом если до сих пор сегмент корпоративных бондов

Прогноз объемов рынка на конец 2008 года

Сегмент	Объем на 28.12.07	Прогноз	Оценка объема на конец 2008 г.
Госбумаги, млрд руб.	1 047,42	Рост	1250–1300
Корпоративные облигации, млрд руб.	1257,08	Быстрый рост	1700–1750
Региональные и муниципальные облигации, млрд руб.	220,60	Без сильных изменений	220–240
Итого, млрд руб.	2 525,10	Рост	3170–3290

рос за счет массового размещения бумаг небольших компаний третьего эшелона, то в 2008 году основную лепту внесут крупные корпорации.

Крупные корпорации, многие из которых ранее предпочитали занимать исключительно на внешних рынках, в условиях ухудшения условий привлечения капитала на внешних рынках теперь вынуждены использовать в полной мере и возможности внутреннего долгового рынка (Cbonds Review, №№ 8–9, 2007).

По оценкам Cbonds Review, по состоянию на начало 2008 года 27 корпораций и банков объявили свои планы по размещению бондовых займов объемом от 10 млрд руб. на общую сумму более 450 млрд руб. Среди этих эмитентов такие столпы национальной экономики и отдельных отраслей, как «Газпром», «Роснефть», АИЖК, ВТБ, Россельхозбанк, МТС, «ВымпелКом», «X 5 Ритейл Групп», «ИНТЕР РАО» и другие.

Всего же общий объем объявленного (зарегистрированные и принятые решения) предложения (без учета биржевых облигаций и заведомо нерыночных размещений) на текущий момент составляет примерно 660 млрд руб. Добавим публично заявленные, но официально не оформленные планы по размещению корпоративных бумаг еще на сумму около 190 млрд руб. Итого примерно 850 млрд руб.

Но не всем планам будет суждено осуществиться. Для эмитентов третьего эшелона рынок будет практически закрыт как минимум на первые полгода. Инвесторы будут стараться при любой возможности избавляться от бумаг этих эмитентов (чаще всего по офертам и погашениям), чтобы переложиться в бумаги финансово устойчивых эмитентов. Если судить по размещениям крупных выпусков госбанков и АИЖК в конце 2007 года, когда эмитенты предоставляли премии примерно в 40–50 б.п., а иногда и выше, можно ожидать, что в начале 2008 года такая тенденция сохранится, и участие в аукционах по размещению облигаций крупных корпораций станет достаточно успешным инвестированием. Таким образом, третий эшелон обречен на продолжение «вымывания» через погашения и оферты, а первый и качественный второй эшелоны будут расти. В результате в структуре эмитентов произойдут существенные изменения в пользу крупных и надежных компаний и банков.

Кого же мы можем увидеть уже в самое ближайшее время из «фишек» и первого эшелона? Первой может опробовать рынок-2008 «Роснефть» — в январе-феврале государственная нефтяная компания планирует предложить инвесторам дебютные рублевые бонды на общую сумму 45 млрд руб. (три выпуска по 15 млрд руб.).

Параллельно на рынок с очередными облигациями спешит ВТБ 24 — розничное подразделение крупного госбанка предложит инвесторам два выпуска суммарным объемом 16 млрд руб. В целом инвесторы настороженно относятся к банковскому риску, особенно к тем банкам, которые существенно зависят от рынков капитала. Такие банки будут вынуждены платить существенную премию для привлечения внимания инвесторов. Размещение ВТБ 24 даст им примерный ориентир ставок нового рынка. При успешном размещении госбанка за ним могут решиться выйти на размещение и банки второго эшелона, традиционно имеющие большие планы по размещению облигаций.

В феврале ожидается перенесенное размещение выпуска АИЖК-11 на 10 млрд руб. Государственное ипотечное агентство также объявило о запуске новой облигационной программы: в 2008 году планируется еще разместить корпоративные облигации, обеспеченные государственными гарантиями, на общую сумму 28 млрд руб., а также выпустить облигации с ипотечным покрытием на общую сумму более 10 млрд руб. Сегмент ипотечных облигаций, подававший большие надежды в начале 2007 года, в силу известных причин в прошедшем году развития так и не получил. В 2008 году есть шанс, что на внутреннем рынке этот сегмент все-таки получит импульс для развития — многие финансовые институты, планировавшие размещать ипотечные бумаги на внешнем рынке, вынуждены будут обратить внимание на внутренний рынок. Но все это пока на уровне планов.

Итак, в 2008 году мы почти гарантированно можем надеяться увидеть новые бонды примерно на полтриллиона (бумаги крупных государственных и частных корпораций плюс небольшие выпуски относительно надежных более мелких эмитентов). Наш прогноз по объему рынка корпоративных облигаций на конец 2008 года — 1.7–1.75 трлн руб.

Планируемые крупные размещения

Эмитент	Планируемый объем	Организаторы	Дополнительная информация
Роснефть	45 000	Тройка Диалог, ВТБ, Газпромбанк	Зарегистрированы три выпуска по 15 млрд рублей. Размещение запланировано в начале 2008 года.
АИЖК	38 000	Агенты 10-млрд займа: Газпромбанк, КИТ Финанс, Ситибанк	Гарантия: РФ. Зарегистрированный выпуск на 10 млрд плюс программа 2008 года на 28 млрд. Размещение 10-млрд выпуска запланировано на начало 2008 года.
Газпром	35 000	Ситибанк и Газпромбанк	Пятью выпусками: три выпуска по 5 млрд и два выпуска — по 10 млрд
МТС	30 000	Газпромбанк, Тройка Диалог, Райффайзенбанк	Зарегистрированы три выпуска по 10 млрд рублей на 5, 7, 10 лет соответственно
Банк Москвы	30 000	Банк Москвы	Зарегистрированы три выпуска по 10 млрд рублей на 3, 5 и 10 лет соответственно
Еврокоммерц	20 000	Тройка Диалог	Зарегистрированы четыре выпуска по 5 млрд рублей
Международный московский банк	20 000	ММБ	Три выпуска на 5 лет с различными сроками оферт — возможно на 1 год и 3 года.
Россельхозбанк	20 000		Принято решение о размещении трех 10-летних выпусков облигаций на 10, 5 и 5 млрд рублей.
ВТБ 24	16 000	ВТБ	Зарегистрированы два выпуска: на 10 и 6 млрд рублей. Размещение запланировано в начале 2008 года.
Икс 5 Финанс	16 000	ВТБ, Райффайзенбанк, ABN Amro	Зарегистрированы два выпуска по 8 млрд рублей на срок 7 лет. Поручительство: ТД ПЕРЕКРЕСТОК
ВымпелКом-Инвест	15 000	Райффайзенбанк, Тройка Диалог	Зарегистрированы два выпуска на 10 и 5 млрд рублей. Поручительство: ОАО «Вымпел-Коммуникации»
ТрансКредитБанк	15 000	ТрансКредитБанк	Двумя выпусками
Челябинский трубопрокатный завод	15 000	Райффайзенбанк	Зарегистрированы два выпуска на 7 и 8 млрд рублей на 5 и 7 лет соотвественно
НОМОС-Банк	13 000	НОМОС-Банк	Зарегистрирован 8-ой выпуск на 3 млрд рублей. 9–10 выпускам по 5 млрд рублей — принято решение.
ДельтаКредит Банк	12 000	Райффайзенбанк	Зарегистрированы три выпуска по 4 млрд на срок 3, 4 и 5 лет.
Русфинанс Банк	12 000		Зарегистрированы три выпуска по 4 млрд на срок 3, 4 и 5 лет.
Вимм-Билль-Данн ПП-3	11 000		Принято решение о размещении трех 5-летних выпусков облигаций на 5, 3 и 3 млрд рублей.
Второй ипотечный агент АИЖК	10 728	Ситибанк, Ренессанс Капитал	Ипотечные бумаги АИЖК
Вест Сайбириан Ресорсиз Инвест	10 000	Райффайзенбанк, ТРАСТ	Зарегистрированы два выпуска по 5 млрд на срок 5 лет. Поручительство: ОАО Печоранефть, ОАО Восточная транснациональная компания
Газпромбанк	10 000	Газпромбанк	Зарегистрированный третий выпуск.
ИНТЕР РАО ЕЭС ФИНАНС	10 000	Ренессанс Капитал	Зарегистрован. Срок обращения: 10 лет. Поручительство: ИНТЕР РАО
Иркутскэнерго	10 000	Газпромбанк	Первый выпуск на 5 млрд зарегистрирован, второй на 5 млрд рублей — в процессе подготовки документов.
МДМ-Банк	10 000	МДМ-Банк	Зарегистрированы два выпуска на 4 и 6 млрд рублей. Оферта: 1 и 2 года соответственно
Оргрэсбанк	10 000		Двумя выпусками
Росбанк	10 000	Росбанк	Зарегистрированы два выпуска по 5 млрд рублей на 5 и 7 лет соотвественно
УРСА-Банк-8	10 000	УРСА-Банк	7 лет. Зарегистрирован