ТОЛЬКО для джентльменов-2

Канр Лиджиев

В ПЕРВОМ НОМЕРЕ ЖУРНАЛА ЗА 2008 ГОД МЫ ПОДЧЕРКИВАЛИ, ЧТО НА ПЕРВЫЙ ПЛАН ОКОНЧАТЕЛЬНО ВЫШЛИ ЭМИТЕНТЫ, РАСПОЛАГАЮЩИЕ ДЖЕНТЛЬМЕНСКИМ НАБОРОМ ИЗ КРЕДИТНОГО РЕЙТИНГА, АДЕКВАТНОЙ ОТЧЕТНОСТИ И ПОЛИТИКИ ИНФОРМАЦИОННОЙ ОТКРЫТОСТИ. В МАРТЕ «ВИММ-БИЛЛЬ-ДАНН» НАГЛЯДНО ПОДТВЕРДИЛ ДАННЫЙ ТЕЗИС. НА ФОНЕ ТЯЖЕЛОЙ КОНЪЮНКТУРЫ И ПРОВАЛЬНЫХ АУКЦИОНОВ ПО РАЗМЕЩЕНИЮ БОНДОВ МИНФИНА И МОСКВЫ ОДИН ИЗ КРУПНЕЙШИХ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ МОЛОЧНОЙ ПРОДУКЦИИ С УСПЕХОМ ВЫВЕЛ НА РЫНОК ПЯТИМИЛЛИАРДНЫЙ ВЫПУСК С ГОДОВОЙ ОФЕРТОЙ.

Потенциальное предложение новых бумаг на внутреннем рынке продолжает возрастать. Амбициозные планы Минфина, крупных корпораций и регионов плюс ожидания дальнейшего ужесточения кредитно-денежной политики монетарными властями вынуждают многих эмитентов второго и даже третьего круга поспешить с размещением своих новых облигаций. Даже без учета банковских размещений, носящих скорее денежный характер, а не кредитный, количество корпоративных размещений растет от месяца к месяцу. Так, например, в январе две компании размещали свои бонды, в феврале — четыре, а на начало марта анонсировано уже семь размещений, по которым официально объявлены даты аукционов. К этим семи корпорациям могут добавиться еще как минимум три эмитента из реального сектора: АФК «Система» (6 млрд руб.), «Дальневосточная генерирующая компания» (5 млрд руб.) и «СОРУС КАПИТАЛ» (1.5 млрд руб.).

А март начался на первичном рынке довольно интересно. Остановимся на ключевых моментах.

4 марта через котировальный лист В состоялся аукцион по размещению облигаций дочки РЖД и ЕБРР — компании «ТрансКонтейнер» — объемом 3 млрд руб. со встроенной годовой офертой. Эмитент рассматривается на рынке как крепкий второй эшелон. Отсутствие кредитных рейтингов компенсируется сильной акционерной структурой и высокой рентабельностью. Ставший в последнее время большой редкостью крупный синдикат из 15 инвестбанков гарантировал размещение облигаций.

Организаторы — ВТБ, ГПБ, ТрансКредитБанк. Соорганизаторы — ИК «КапиталЪ», Коммерцбанк, Morgan Stanley, Сбербанк, «Уралсиб», ЮниКредит Банк. Соандеррайтеры — Абсолют Банк, банк «Российский Кредит», Еврофинанс Моснарбанк, МБСПБ, НОМОС-БАНК, РОСБАНК.

Организаторы выпуска накануне аукциона ориентировали потенциальных инвесторов на ставку купона на уровне 8.75–9.75% годовых.

В ходе аукциона инвесторы подали 60 заявок суммарным объемом 6.099 млрд руб. Ставка купона, указанная в заявках, находилась в диапазоне от 9.2% до 9.75% годовых. По итогам аукциона эмитентом было принято решение установить ставку купона в размере 9.5% годовых, что соответствует доходности выпуска к годовой оферте на уровне 9.73% годовых. Удовлетворено 37 заявок инвесторов.

5 марта стал просто сенсационным днем на облигационном рынке! В этот день Минфин предлагал два выпуска ОФЗ на общую сумму 25 млрд руб., Москва предприняла очередную попутку протестировать рынок и себя с более коротким 46 выпуском облигаций, а «Вимм-Билль-Данн» размещал третий выпуск бондов объемом 5 млрд руб.

Плановые аукционы трехлетних и 15-летних ОФЗ были признаны Минфином несостоявшимися впервые за последние несколько лет. Минфин в своих официальных сообщениях никак не прокомментировал этот факт. Можно предположить, что ведомство Алексея Кудрина не сумело привлечь даже минимального спроса инвесторов по удовлетворяющим его ставкам. Если это так, то получается, что даже госструктуры не готовы покупать новые бонды государства по сложившимся ставкам на рынке госбумаг! А это событие казалось просто фантастическим до этого дня.

Ближайшие аукционы

	Объем эмиссии, млн руб.	Размещение	Погашение/оферта	Организаторы	Ориентир
Мортон-РСО-1	500	03.03.2008	28.02.2011 (04.03.2009)	Росбанк	
ТрансКонтейнер-1	3 000	04.03.2008	26.02.2013 (13.03.2009)	ВТБ, ГПБ, ТрансКредитБанк	8.75–9.75
Макромир-Финанс-1	1 000	04.03.2008	26.02.2013 (04.03.2009)	Ист Коммерц, Связь-Банк	14.0
ОФЗ-25062	10 000	05.03.2008	04.05.2011		
ОФЗ-46022	15 000	05.03.2008	19.07.2023		
ВБД ПП-3	5 000	05.03.2008	27.02.2013 (06.03.2008)	Райффайзенбанк, Ренессанс Капитал	9.25–9.75
Владпромбанк-1	200	05.03.2008	08.03.2011 (16.03.2009)	Инвестторгбанк	
Москва-46	5 000	05.03.2008	25.07.2009	Мосфинагентство	6.5–6.6 YTM
Градострой-Инвест-1	450	06.03.2008	03.03.2011 (13.03.2009)	Русские фонды	
ЗАО «Финансы-А.П.И.»-1	435	06.03.2008	03.03.2011	Русские фонды	min price 90%
ОФЗ-26200	10 000	12.03.2008	17.07.2013		
ОФЗ-46020	15 000	12.03.2008	06.02.2036		
ПЧРБ-Финанс-1	1 250	12.03.2008	09.03.2011	Связь-Банк, РЕГИОН	
Томская область-34034	1 000	12.03.2008	17.12.2012	Промсвязьбанк	7.5–8.0 YTM
Еврокоммерц-5	5 000	18.03.2008	15.03.2011 (1 год)	Тройка Диалог	15.0–16.0

Выводы из этого для рынка ОФЗ следуют весьма негативные. Во-первых, госбумаги вновь теряют статус бенчмарка на долговом рынке. Текущие ставки кажутся даже госбанкам далекими от рыночных. Во-вторых, мало просто придерживаться плановых аукционов, необходимо работать с участниками рынка. Например, Минфин никогда не объявляет ориентиры накануне аукционов — практика, которая стала уже обыденной на рынке негосударственных облигаций. Если эмитент и организатор не дают публичного ориентира, то это рассматривается рынком как косвенный сигнал того, что тут не все в порядке. А ЦБ РФ не может четко и внятно объяснить рынку тренд проводимой им денежно-кредитной политики. Отказ финансовых госструктур от покупки новых ОФЗ сигнализирует о том, что вероятность дальнейшего повышения ключевых ставок остается достаточно высокой.

5 марта Москва [BBB+/Baa2/BBB+], стоит надеяться, окончательно убедилась в том, что в текущих условиях по удовлетворяющим ее ставкам инвесторам не нужны даже относительно короткие московские бумаги. Даже предоставив премию к «справедливому», по мнению главы Москомзайма Сергея Пахомова, уровню доходности в 6.5–6.6% годовых, Москва смогла привлечь с рынка только 1.89 млрд руб. из выставленного на аукцион пятимиллиардного займа.

Всего была подана 41 заявка на общую сумму 5 млрд руб. по номиналу. По итогам аукциона эмитент установил цену отсечения в размере 102.4% от номинала, что соответствует доходности облигаций к погашению 25.07.2009 на уровне 6.92% годовых. Удовлетворены 22 заявки на сумму 1.89 млрд руб.

«Итоги аукциона для нас вполне ожидаемые, — прокомментировал итоги аукциона Сергей Пахомов. — Нервозность на рынке сохраняется, трудно было ожидать от размещения другого результата». По словам главы Москомзайма, после подведения итогов первого квартала в первых числах апреля станет известно, какой объем средств Москва планирует привлечь в ближайшие месяцы. «Мы планировали привлечь в первом квартале 15 млрд руб., но не выполнили эту задачу, так как ставки на рынке очень высокие, а реальной потребности привлекать средства в бюджет у Москвы нет», — заявил господин Пахомов.

По всей видимости, программы заимствований Минфина и Москвы будут скорректированы с учетом новых реалий рынка. В свете сложившихся обстоятельств под вопросом ближайшие аукционы ОФЗ на 25 млрд руб., запланированные на 12 марта.

На фоне провальных аукционов Минфина и Москвы ярко выделялся аукцион эмитента из крепкого второго эшелона — «Вимм-Билль-Данна» [BB-/Ba3/-]. Заем объемом 5 млрд руб. был полностью размещен при почти двойном спросе. В ходе аукциона инвесторами было подано 117 заявок суммарным объемом 9.8 млрд руб. Ставка купона в заявках находилась в диапазоне от 8.99% до 9.75% годовых. По итогам аукциона эмитентом было принято решение установить ставку купона в размере 9.3% годовых, что соответствует доходности выпуска к годовой оферте на уровне 9.52% годовых. Удовлетворено 65 заявок. Рейтинг эмиссии — ruAA- (S&P).

Организаторы — «Ренессанс Капитал» и Райффайзенбанк. Соорганизатор — Сбербанк. Андеррайтеры —

Зарегистрированные в феврале выпуски облигаций объемом более 2.5 млрд руб.

Эмитент	Планируемый объем	Организаторы	Дополнительная информация
Райффайзенбанк-1	7 500	Райффайзенбанк	5 лет
Райффайзенбанк-2	7 500	Райффайзенбанк	5 лет
Райффайзенбанк-3	5 000	Райффайзенбанк	5 лет
Россельхозбанк-5	10 000	ВТБ	10 лет
Россельхозбанк-7	5 000	ВТБ	10 лет
Славинвестбанк-4	5 000	Тройка Диалог	5 лет
Славинвестбанк-5	3 000	Тройка Диалог	5 лет
МБРР-2	3 000	Райффайзенбанк	5 лет
МБРР-3	3 000	Райффайзенбанк	5 лет
Гиперфинанс-1 (компания «Карусель»)	5 000	ВТБ	5 лет. Поручительство: ООО КАЙЗЕР, ООО Русель
ДВТГ-Финанс-2	5 000	КИТ Финанс	5 лет. Оферта: 2 года. Поручительство: ОАО Дальневосточная транспортная группа
ТГК-2-1	4 000	Росбанк, Газэнергопромбанк	3 года
Банк НФК-3	2 000	Уралсиб	3 года
Банк НФК-4	2 000	Уралсиб	3 года
Управляющая компания СПК-2	1 500	Тройка Диалог	5 лет. Поручительство: ООО «Метур» и ЗАО «Сталепромышленная компания»
Управляющая компания СПК-3	2 000	Тройка Диалог	5 лет. Поручительство: ООО «Метур» и ЗАО «Сталепромышленная компания»

«АльянсРосно», «ВестЛБ Восток», ИГ «КапиталЪ», Коммерцбанк, Промсвязьбанк, ТрансКредитБанк, ЮниКредит Банк. Соандеррайтеры — «РЕГИОН», Дойче Банк, РОСБАНК, «Уралсиб», УК «Эверест», «Арбат Капитал».

Напомним, что организаторы выпуска ориентировали потенциальных инвесторов на ставку купона на уровне 9.25–9.75% годовых. Как видим, ставка купона по итогам аукциона оказалась ближе к нижней границе ориентировочного диапазона, и, по словам представителя одного из организаторов, ниже ставки подписки синдиката.

«Мы очень довольны размещением, — прокомментировал Cbonds глава синдиката на рублевом долговом рынке компании «Ренессанс Капитал» Эдуард Джабаров. — Процесс маркетинга выпуска проходил на фоне ухудшения конъюнктуры рынка. Несмотря на это, нам удалось разместить бумаги среди широкого круга инвесторов ниже ставки подписки синдиката. Это безусловный успех».

С Эдуардом Джабаровым сложно не согласиться. Результаты аукциона «Вимм-Билль-Данна» схожи с лучшими образцами докризисных времен. Возможно, ставка побольше получилась, но в текущих условиях без хорошей премии не обойтись. На наш взгляд, это реально первое бесспорно успешное размещение после долгого перерыва на рынке облигаций. Рыночные размещения были и до «Вимм-Билль-Данна», тот же «ТрансКонтейнер» в марте. Но «ТрансКонтейнер» проигрывает «Вимм-Билль-Данну», главным образом — отсутствием у компании кредитного рейтинга, в противном случае можно было бы ожидать высокой переподписки и еще большего интереса со стороны инвесторов к займу железнодорожного перевозчика.

Таким образом, аукцион по «Вимм-Билль-Данну» показал, что даже когда от неудачи не застрахованы ОФЗ и бумаги эмитентов первого круга, крепкий эмитент из второго круга может рассчитывать на успех. Почти двойная переподписка на аукционе производителя молочных продуктов показывает, что деньги на новые облигации у инвесторов все-таки имеются, но критерии оценки потенциальных вложений ужесточились. Предпочтительнее других выглядят эмитенты, располагающие джентльменским набором из кредитного рейтинга (достаточного для попадания в Ломбардный список), адекватной отчетности и грамотной информационной политики (инвесторы должны хорошо знать эмитента). В текущих условиях к этому необходимо добавить короткую дюрацию выпуска облигаций и адекватную премию.

Беда большинства эмитентов первого эшелона, как показал, в частности, аукцион по Москве, в нежелании идти на компромисс по ставке с инвесторами, при том что доходности бондового рынка (первого-второго эшелонов) до сих пор остаются в зоне отрицательных реальных процентных ставок.

Именно отрицательные процентные ставки порождают сегодня большинство проблем на рынке. Эмитенты, особенно первого–второго эшелонов, разбалованы низкими ставками на рынке, и возникает скорее психологическая проблема, нежели экономическая. При том что, по мнению многих экспертов, большинство эмитентов могут

Принятия решений о выпусках облигаций объемом более 2.5 млрд руб. в феврале

Эмитент	Планируемый объем	Организаторы	Дополнительная информация
Промсвязьбанк-6	5 000	Промсвязьбанк	5 лет
Промсвязьбанк-7	5 000	Промсвязьбанк	5 лет
Промсвязьбанк-8	5 000	Промсвязьбанк	5 лет
Промсвязьбанк-9	5 000	Промсвязьбанк	5 лет
ТрансКредитБанк-3	5 000	ТрансКредитБанк	3 года
ТрансКредитБанк-4	10 000	ТрансКредитБанк	5 лет
ФинансБизнесГрупп-2	3 000		3 года
ФинансБизнесГрупп-3	3 000		3 года
Главстрой-Финанс-3	5 000		5 лет. Поручительство: Корпорация «Главстрой»
Разгуляй-Финанс-4	3 000		5 лет. Поручительство: ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй», ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй».
Разгуляй-Финанс-5	2 000		5 лет. Поручительство: ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй», ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй».
Адамант-Финанс-3	3 000		Планируется начать размещение в мае-июне под 13% годовых
Адамант-Финанс-4	2 000		Планируется начать размещение в мае-июне под 13% годовых

позволить себе без большого ущерба для производства и двузначные доходности. Что касается банков, то одалживать под реальные отрицательные ставки готов фактически только сам ЦБ РФ. Отсюда такой ажиотаж вокруг Ломбардного списка. Последние действия ЦБ РФ уже говорят о том, что сложившаяся ситуация не совсем по нраву регулятору и вероятность дальнейшего повышения ключевых ставок достаточно высока (особенно в свете растущих инфляционных ожиданий). Но что больше нервирует участников рынка, так это непрозрачность принятий решений и политики ЦБ РФ. Таким образом, главная «бомба», подорвавшая внутренний рынок, сработала не на американском ипотечном рынке, а совсем «под боком».

Ужесточение денежно-кредитной политики ЦБ РФ, по крайней мере, на некоторый срок должно приостановить поток банковских размещений, цели которых носят не кредитный характер, а скорее направлены на управление ликвидностью. А именно банковские выпуски на сегодня составляют львиную долю в новых зарегистрированных и продекларированных выпусках облигаций.

Особняком стоит принятие решения о выпуске четырех выпусков облигаций «Сибур Холдинга» [-/BB/Ba2] общим объемом 120 млрд руб., которые планируется разместить по закрытой подписке от имени ЗАО «Сибур-Моторс». Некоторые эксперты высказывают версию, что речь идет об использовании облигаций «Сибура» в схемах по рефинансированию через включение их в Ломбардный список. Если это так, то подобные схемы приобретают просто конвейерный характер. Этого ли хотел ЦБ РФ?

Из планов регионов отметим Московскую область [BB/Ba3/-]. Правительство подмосковного региона утвердило проект закона об эмиссии в 2008 году облигаций на сумму не более 19 млрд руб. Законопроект предусматривает доходность облигаций в пределах 7–10% годовых.

Кроме Мособласти о своих планах размесить облигации в 2008 году объявили Удмуртия и Волгоградская область [BB-/-/-]. Сейчас министерство экономики Удмуртской республики проводит конкурс на право организации третьего выпуска облигаций объемом 1 млрд руб. А Волгоградская область уже определилась с организаторами своего миллиардного займа. Ими стали «РЕГИОН» и БАЛТИНВЕСТБАНК.

Из ближайших размещений интересным выглядит аукцион по размещению пятимиллиардного займа АФК «Система» [BB-/Ba3/BB-] с годовой офертой. Выпуск планируется на первую половину марта. Организаторы — ВТБ и РОСБАНК. Ориентир по ставке купона составляет 9.25–9.75% годовых. «Джентльменский набор», годовая оферта и ориентир по ставке делают этот выпуск схожим с выпуском «Вимм-Билль-Данна». Посмотрим, будут ли схожими результаты аукциона.

По доходности интересным выглядит предложение ФК «Еврокоммерц» [-/B2/-]. 3 марта факторинговая компания начала размещение пятого выпуска облигаций объемом 5 млрд руб. в формате бук-билдинга. Организатор — «Тройка Диалог». Книга заявок закроется 14 марта в 16 часов по московскому времени. Удовлетворение заявок будет происходить 18 марта в режиме адресных заявок на ММВБ. Ориентир ставки купона от организатора находится в диапазоне 15–16%, что соответствует доходности выпуска к оферте на уровне 15.56–16.64% годовых.

Из новых планов корпораций, которые еще официально не оформлены, отметим планы Русь-Банка [-/B2/-] (2.5–3 млрд руб.), ГК «Рубеж» (2 млрд руб.) и «Прогресс-Нева лизинг» (1 млрд руб.). Организатором второго выпуска ГК «Рубеж» выступит банк «Санкт-Петербург».У двух других выпусков организаторы пока не объявлены.