Георгий Аксенов,
аналитик,
ИК «Антанта Капитал»

Отраслевая структура первичного рынка корпоративных облигаций: тенденции 2006 года

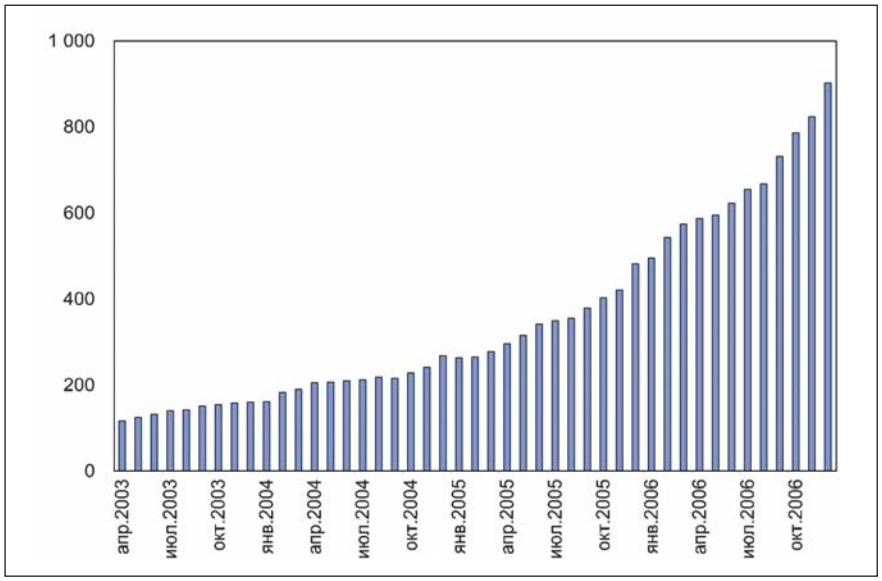
В этой статье мы проанализируем отраслевую структуру долгового рынка в 2005 и 2006 гг., постараемся проследить основные тенденции 2006 года, выяснить, какие отрасли пользовались наибольшим интересом инвесторов, а также предположить, что нас ожидает в будущем году: какие отрасли будут наиболее востребованными, а также компаниям каких отраслей будет наиболее интересен долговой рынок.

Многие участники рынка называли 2005 год годом первичного рынка, так как все рекорды были установлены заново с существенным отрывом по отношению к прошлому году. Участие в первичных размещениях было основной инвестиционной идеей покупателей. На протяжении большей части 2005 года доходности плавно снижались, и вместе с премией за первичное размещение на аукционе при выходе на вторичный рынок можно было получить наибольший эффект от инвестиций в облигации. Уходящий 2006 год можно с еще большей уверенностью назвать годом первичного рынка, так как вторичный рынок показывал минимальную волатильность и отсутствие устойчивой тенденции — в общем, там было достаточно скучно. Первичный рынок в 2006 году был в центре внимания, и основные инвестиционные идеи «крутились» вокруг него.

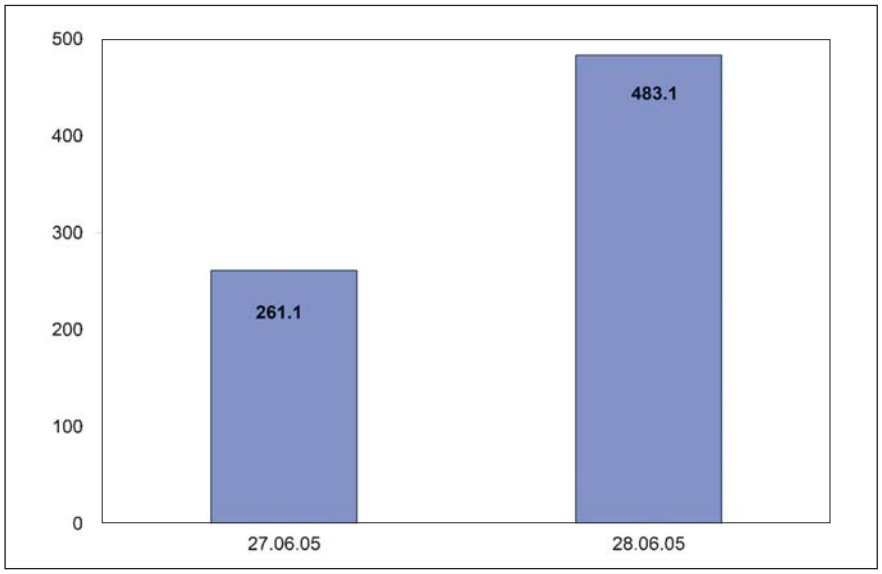
2006 год стал очередным годом рекордов, и в первую очередь они касаются первичного рынка. Объем корпоративных облигаций в обращении увеличился на 81% и достиг 902 млрд рублей. За 2006 год на рынке было выпущено новых облигаций на общую сумму 483.1 млрд рублей, что превышает аналогичный показатель 2005 года на 85%.

Что касается распределения первичных размещений по месяцам, то тенденция прошлого года повторяется — наибольший объем приходится на последние четыре месяца года. Рекорд объема размещений за месяц, установленный в декабре 2005 года, также был побит в декабре 2006 г. За весь 2006 год на рынке корпоративных облигаций прошло 252 размещения, что на 100 размещений больше, чем в 2005 г. Средний объем одного выпуска увеличился практически до 2 млрд рублей с 1.7 млрд в 2005 году.

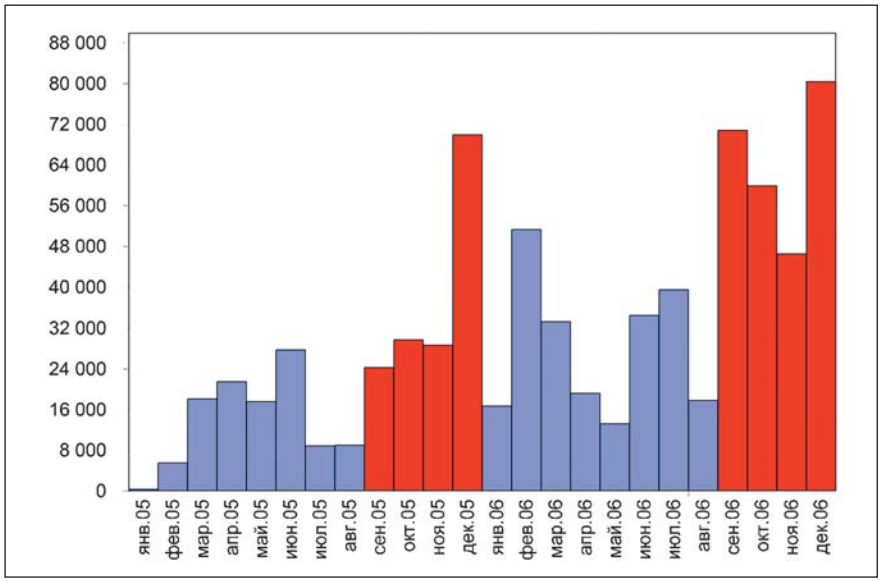
Суммарный объем корпоративных облигаций в обращении, млрд руб.



Прирост объема размещенных средств, млрд руб.



Объем размещений выпусков по месяцам, млн руб.



ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ОТРАСЛЕВОЙ СТРУКТУРЫ РЫНКА В 2006 ГОДУ. ЛИДЕРЫ РОСТА

Итак, посмотрим на графики, которые отражают структуру первичного рынка в 2005 и 2006 годах, а также на диаграмму, которая показывает, насколько изменилась доля каждой отрасли. 2006 год можно безошибочно определить как год банков и розничных сетей. В совокупности на банки и розничные компании пришлось по объему около половины (47.51%) размещений 2006 года. Доля банков в общем объеме первичного рынка выросла на 7.95 процентных пункта, а доля торговых компаний и розничных сетей — на 5.72 п.п.

Посмотрим подробнее, что происходило внутри банковского сегмента. Взрывное развитие данного сектора связано прежде всего с бумом розничного кредитования и относительной легкостью выхода на рынок по сравнению с компаниями нефинансового сектора, так как зачастую при размещении банк может обойтись своими силами, не прибегая к помощи организаторов. Именно в этом сегменте был установлен рекорд по объему займа — Внешторгбанк летом разместил выпуск объемом 15 млрд рублей. Если посмотреть в целом на заемщиков данного сектора, мы увидели по сравнению с 2005 годом очень много новых имен банков третьего эшелона, выходящих на рынок. Доля госбанков и государственных финансовых учреждений составила около 20% в общем объеме размещений сегмента.

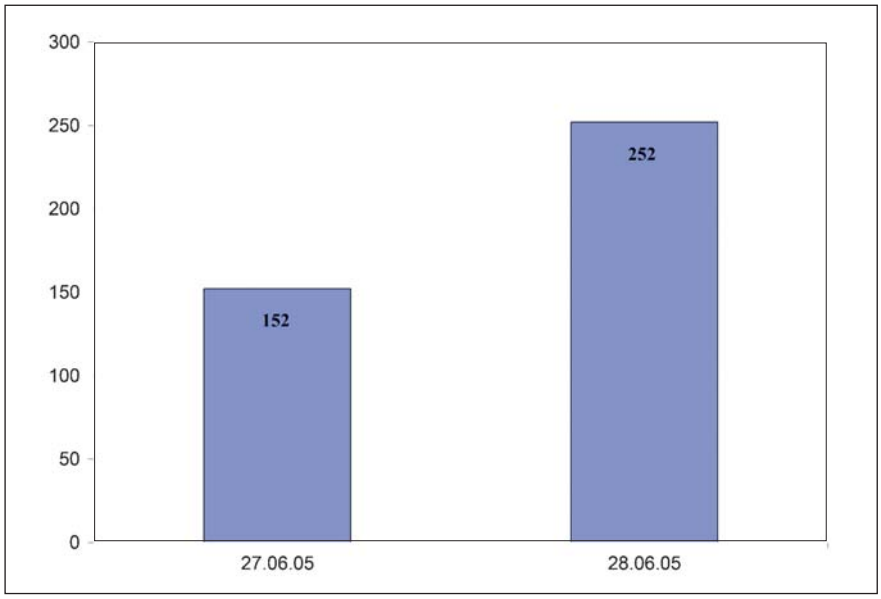
При этом, на наш взгляд, данный сектор остается наиболее рискованным для инвесторов. В случае ухудшения экономической ситуации первой пострадает именно банковская система, так как одним из первых следствий ухудшения ситуации в случае, допустим, снижения цен на основные ресурсы будет снижение уровня рублевой ликвидности, что моментально закроет выход на рынок межбанковских кредитов банкам третьего круга. В принципе, наглядно такой сценарий показал кризис доверия 2004 года, но, конечно, подобная ситуация в ближайший год видится нам маловероятной.

Отрасль розничной торговли стала локомотивом роста ВВП в 2005 году, и неудивительно, что на обли-

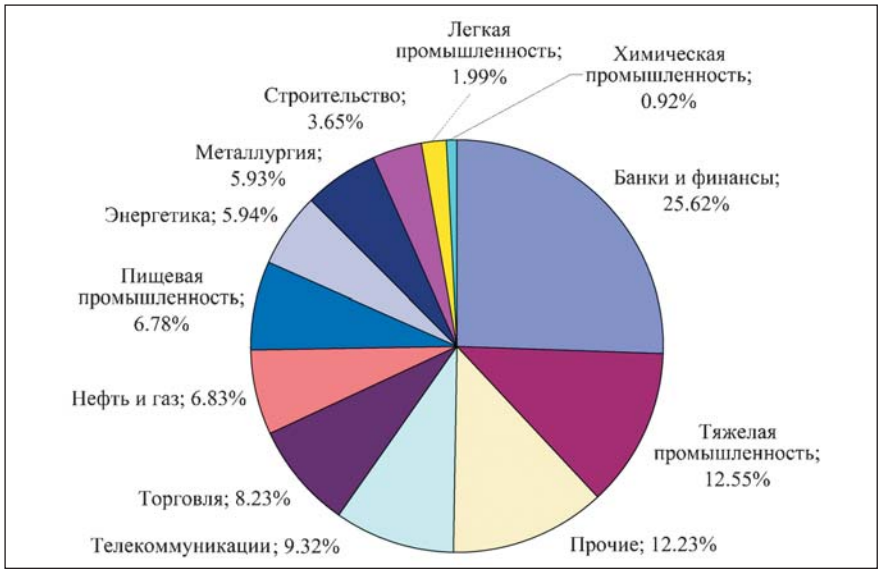
гационном рынке в 2006 году начался бум размещений среди компаний розницы. Если в 2005 году мы увидели выход на облигационный рынок лидеров отрасли продуктовых супермаркетов — «Пятерочки», «Перекрестка», то в 2006 г. можно было выбрать ценную бумагу в данном сегменте на любой вкус. Во-первых, это были продуктовые торговые сети второго эшелона, иногда чисто региональные, такие как «Дикси», «Монетка», «Столичные гастрономы», «Алпи». Во-вторых — сети, торгующие электроникой, такие как «Техносила», «Диксис-трейдинг», а также «Евросеть» (правда, для нее это был уже второй облигационный заем). В-третьих — лидеры по своим сегментам товаров широкого потребления, компании типа «Топ-книги», «Дикой Орхидеи», «Арбат-Престижа», «Аптеки 36.6». По нашему мнению, в 2007 году бум в сегменте торговых сетей постепенно сойдет на нет. Во-первых, долговая нагрузка у многих компаний уже существенна, ведь основная цель облигационных займов торговых сетей, как правило, расширение и экспансия. Таким образом, пока отдача от инвестиций не будет существенной, долговая нагрузка останется высокой, что будет препятствовать выходу на рынок с дополнительными займами. Во-вторых, возможность для взрывного роста торговых сетей уже вряд ли будет подкреплена адекватным платежеспособным спросом в 2007 году. Рост в отрасли будет, но темпы его будут ниже.

Третьим «прорывом» 2006 года стала энергетика — и это также неудивительно. Отрасль требует огромного объема инвестиций, а активности эмитентов на рынке мы до сих пор не наблюдали. На наш взгляд, основная причина — реформы в отрасли, которые осуществляются не так быстро, как хотелось бы. Тем не менее, всплеск активности в данном сегменте в 2006 году очевиден. Доля энергетики на первичном рынке возросла на 3.06 п.п., и по объему первичного рынка эта отрасль находится на третьем месте после финансовых организаций и торговли (9.01%). Среди выпусков, размещенных в данном сегменте, около 56% пришлось на уже знакомых рынку эмитентов, таких как Мосэнерго, Башкирэнерго, а также

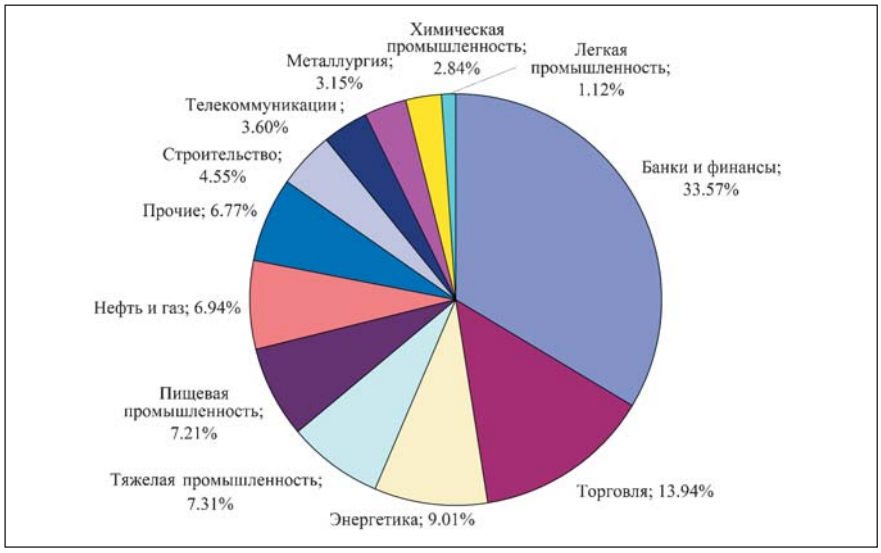
Количество размещений



Отраслевая структура первичного рынка по объему размещенных средств в 2005 г.



Отраслевая структура первичного рынка по объему размещенных средств в 2006 г.



Федеральную Сетевую Компанию. Остальные 44% объема пришлись на дебютантов, таких как ГидроОГК, Московская областная электросетевая компания, а также компании ОГК. Сегменту энергетики в 2006 году были присущи три особенности. Во-первых, здесь наиболее высокий средний объем выпуска (на уровне 4.35 млрд рублей), так как компании с высокой выручкой и большим объемом активов способны привлекать крупные займы. Во-вторых, спрос инвесторов в данном сегменте весьма высок, так как на рынке ощущается дефицит займов энергетических компаний. В-третьих, учитывая высокий объем размещений и, как правило, высокую дюрацию новых выпусков, компании предлагают премию к вторичному рынку. Одни из самых доходных инвестиционных идей уходящего года были именно в энергетике, где, например, участие в аукционе ГидроОГК позволило заработать более 40% годовых за период, пока регистрировался отчет о размещении — бумага вышла на вторичный рынок со значительным ценовым ростом. По нашему мнению, данный сектор рынка останется в тройке лидеров на первичном рынке и в 2007 году; скорее всего, его доля увеличится.

ЛИДЕРЫ ПАДЕНИЯ

Тяжелая промышленность понесла серьезные потери в отраслевой структуре первичного рынка в 2006 году. Доля сектора сократилась с 12.55% до 7.31%. Данный факт является отражением тенденции замедления роста промышленного производства в РФ на протяжении 2005–2006 гг. Около 70% от объема размещения пришлось на уже традиционных заемщиков облигационного рынка в данной отрасли, которые зачастую рефинансировали свои старые выпуски — это такие эмитенты, как Тверской вагоностроительный завод, «Промтрактор», ОМЗ, а также Трубная Металлургическая Компания. Доля новых компаний тяжелой промышленности и машиностроения незначительна. По нашему мнению, «прорыв» в данной отрасли мог бы состояться в 2007 году за счет ВПК, энергомашиностроения, а также тяжелого транспортного машиностроения. В остальных «подотраслях» ситуация вряд ли позволяет надеяться на значительный рост предложения займов со стороны эмитентов.

Среди компаний телекоммуникационного сегмента наблюдалось не только снижение доли, но и абсолютное сокращение объемов размещений по сравнению с 2005 годом. Здесь рынок увидел лишь один дебют — небольшой по объему выпуск компании «Арктел-Инвест», а остальные 98% от объема размещений пришлось на МРК, основной целью их займов было рефинансирование старых облигационных выпусков. Доля телекомов снизилась с 9.32% в 2005 году до 3.60% в 2006. Мы полагаем, что она останется низкой и в 2007 году.

СТАБИЛЬНЫЕ ОТРАСЛИ

Доля пищевой промышленности изменилась несильно и составляет достаточно существенную часть первичного рынка — около 7% от общего объема. Данной отрасли присущ наиболее низкий средний объем выпуска — на уровне около 1.1 млрд рублей, так как на рынок выходит много некрупных компаний. Кроме того, в данной отрасли присутствует наибольший разброс кредитного качества эмитентов: от ведущих пивоваренных компаний, которые торгуются близко к диапазону первого эшелона с доходностью около 8% годовых, до компаний, которые обладают наиболее низким кредитным качеством и торгуются с доходностью выше 14% годовых.

Доля строителей на рынке облигаций незначительно выросла — с 3.65% до 4.55%. Данную отрасль можно назвать одной из самых «невезучих», так как все годы взрывного роста рынка облигаций именно строителей постоянно преследуют неприятности, которые мешают росту доли данного сектора. В 2004 г. это был банковский кризис доверия, который вслед за банками ударил в первую очередь по строителям. Затем скандал с долевым строительством ударил по репутации эмитентов, что в итоге привело к принятию весной 2005 г. закона, затрудняющего доступ к финансовым ресурсам для строительных компаний. Однако именно в данном сегменте мы видим один из самых существенных потенциалов роста доли рынка. Строительные компании постепенно адаптируются к новым условиям законодательства, правительство в связи со взлетевшими ценами на недвижимость и потребностью в обновлении жилого фонда готово стимулировать строителей. Все это, вместе с возросшей рентабельностью внутри отрасли, должно увеличить потребность компаний в финансировании — в том числе и за счет долгового рынка.

Незначительные изменения произошли в металлургии, а также в нефтегазовой отрасли — высокие цены на топливные ресурсы и металлы позволяли компаниям этих секторов в 2006 году обходиться практически без заемных средств, которые может

Прирост доли отрасли на первичном рынке в 2006 году по сравнению с 2005 годом

Ожидаемые отраслевые тенденции российского долгового рынка в 2007 году

Отрасль		Ожидаемые нами тенденции первичного рынка в 2007 году
Банки и финансы	↓	Сохранение высокой доли на первичном рынке, но отсутствие ее прироста, за счет выхода многих банков на рынок акций с IPO, а также продажи ряда российских банков иностранным.
Транспорт	↑	Рост доли рынка за счет потребностей компаний в обновлении основных фондов.
Легкая промышленность	↑ ↓	Предпосылок для изменения ситуации в сегменте для облигационного рынка мы не видим — доля легкой промышленности останется, скорее всего, минимальной.
Металлургия	↑ ↓	Металлургические компании обеспечены достаточным количеством средств — они будут рефинансировать погашающиеся выпуски, но вряд ли будут привлекать значительно больше средств.
Нефть и газ	↑ ↓	Нефтегазовые компании обеспечены достаточным количеством средств — они будут рефинансировать погашающиеся выпуски, но вряд ли будут привлекать значительно больше средств.
Пищевая промышленность	↑ ↓	Компании пищевой отрасли будут занимать определенную долю рынка, примерно на уровне 6–8%, но предпосылок для роста или снижения доли мы не видим.
Телекоммуникации	↑ ↓	Телекоммуникационные компании будут занимать определенную долю рынка, которая будет на уровне 3–4%, но предпосылок для роста или снижения доли мы не видим.
Строительство	↑	Мы видим, что доля рынка может существенно вырасти, так как рынок может оправиться от ущерба, нанесенного недобросовестными строительными компаниями отрасли и изменениями законодательства, которые сильно затруднили для строительных компаний доступ к финансированию. Учитывая, насколько сильно выросла рентабельность отрасли за последний год, мы считаем, что спрос на денежные ресурсы со стороны строительных компаний возрастет в 2007 году.
Торговля	↓	Доля сегмента, скорее всего, сократится, так как бум на розничном рынке может войти в фазу умеренного роста рынка.
Тяжелая промышленность	↑	Мы видим некоторый потенциал за счет ВПК, транспортного и энергетического машиностроения — это может несколько увеличить долю сегмента, но в остальных подотраслях, скорее всего, не следует рассчитывать на высокий объем дополнительного предложения от эмитентов.
Химическая промышленность	↑ ↓	Предпосылок для изменения ситуации в сегменте для облигационного рынка мы не видим — доля химической промышленности останется, скорее всего, минимальной.
Энергетика	↑	По нашему мнению, доля энергетики будет расти — потребности в новых мощностях, а следовательно, инвестициях, огромны. Продолжение реформы энергетической отрасли даст новым эмитентам доступ к ресурсам облигационного рынка.
Прочие	↑	Мы видим потенциал роста присутствия сферы услуг на облигационном рынке. В частности, видим возможность появления IT-компаний, когда они достигнут такого уровня, что станут достаточно понятными для инвесторов.

предложить облигационный рынок. Доля нефтегазовых компаний осталась на уровне около 7% (6.83% — в 2005 и 6.94% — в 2006). Доля металлургии снизилась с 5.93% до 3.15%. Мы полагаем, что в 2007 году ситуация здесь сильно не изменится. Доля химической и легкой промышленности стабильно остается настолько низкой, что говорить о тенденциях сложно — они занимали не более 3% каждая на протяжении последних двух лет.

В группе «Прочие» собраны эмитенты, которые занимают менее 3% первичного рынка и не могут быть отнесены к отдельным сегментам — в основном сфера нефинансовых услуг, транспорт и точное приборостроение. В данной группе наиболее удивительна столь низкая доля транспортных компаний на рынке, учитывая потребности, например, авиакомпаний в обновлении парка. По-видимому, здесь существует потенциал увеличения объема предложения облигаций для инвесторов в 2007 году.