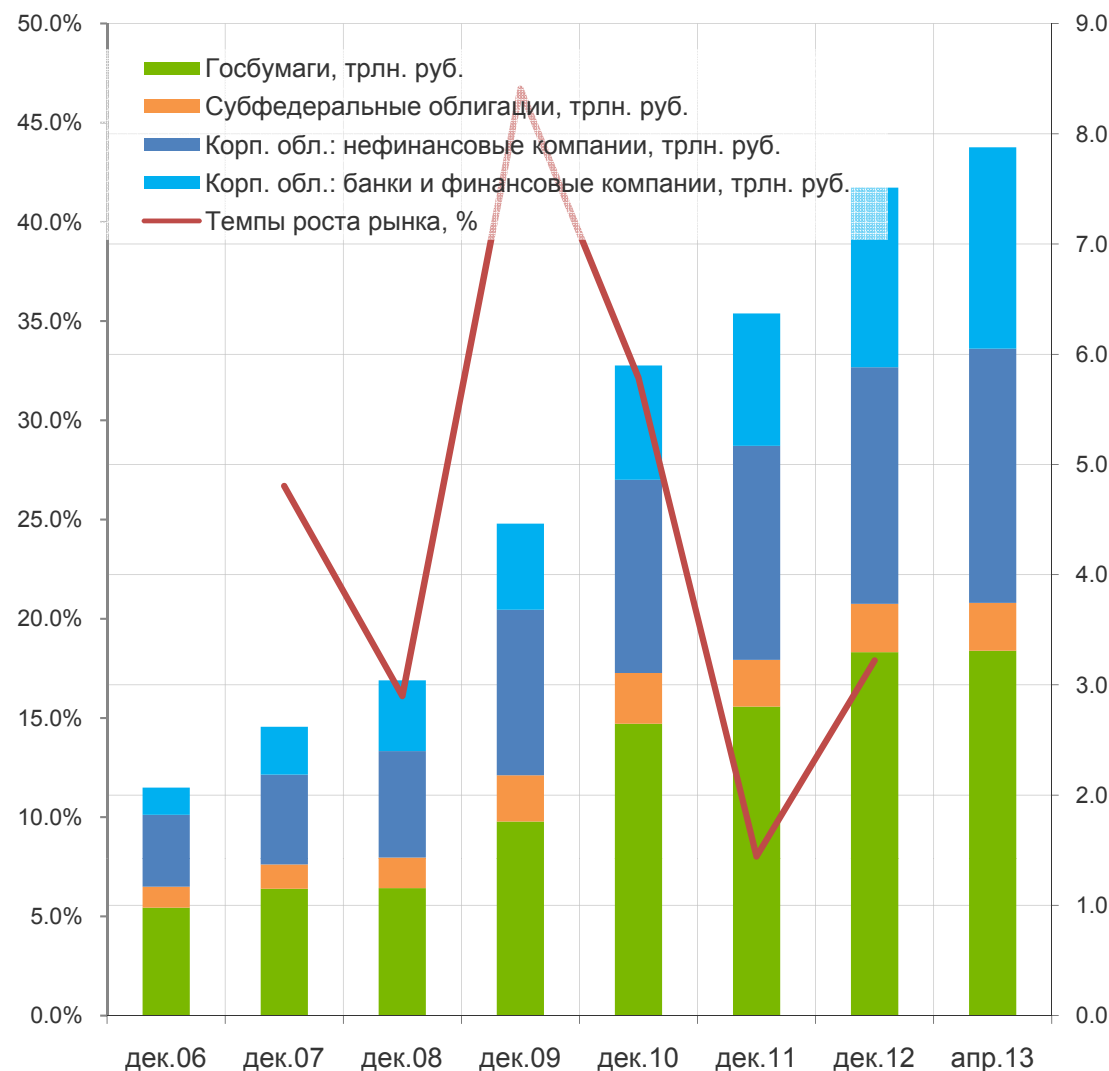


Рынок корпоративных облигаций РФ: структурные изменения и торговые идеи

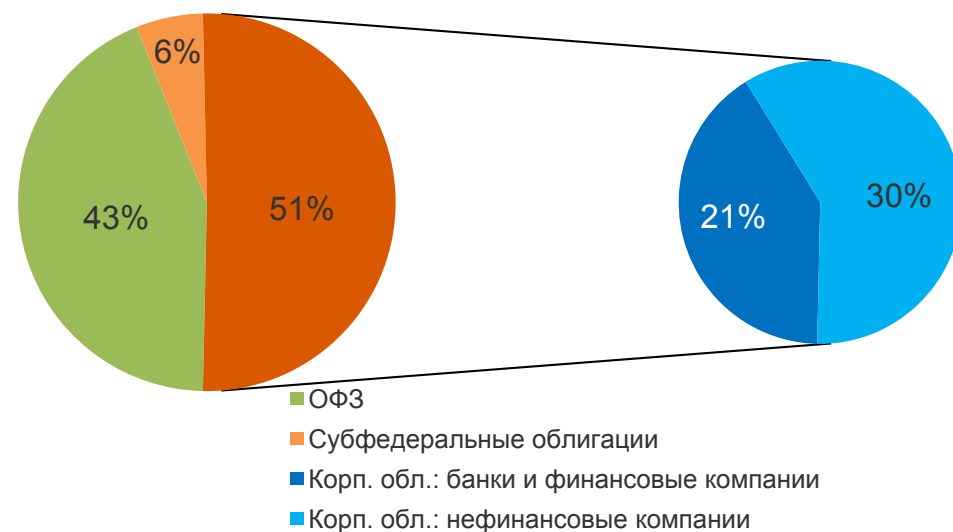
X Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии

Грицкевич Дмитрий,
главный аналитик Инвестиционного департамента
ОАО "Промсвязьбанк"

Объем облигаций в обращении



Структура рублевого рынка облигаций



Рынок локальных рублевых облигаций сегодня:

- Крупнейший локальный рынок СНГ и Восточной Европы объемом \$250 млрд. (8 трлн. руб.), в т.ч. \$100 млрд. (3,3 трлн. руб.) госбумаг (облигаций в обращении по номиналу).
- Более 800 эмиссий облигаций от более чем 300 корпоративных эмитентов.
- Среднедневной оборот вторичных торгов государственными и корпоративными облигациями — по 20-30 млрд. руб. (\$0,65 млрд.) + рынок РЕПО — еще по 300 млрд. руб. (\$9,6 млрд.) на сегмент.

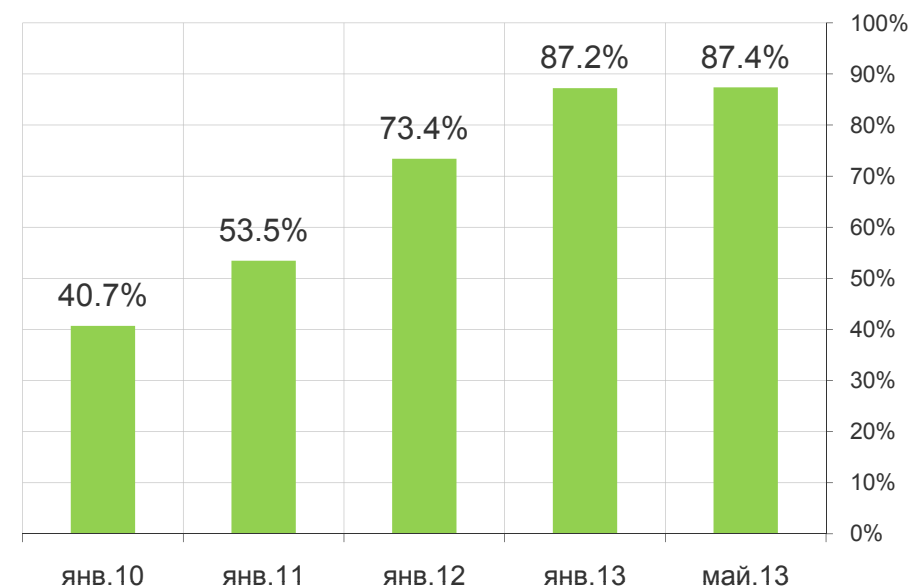
Рублевые облигации: ключевой инструмент рефинансирования в ЦБ РФ

Дефицит ликвидности банковской системы – $\approx 1,4$ трлн. руб.

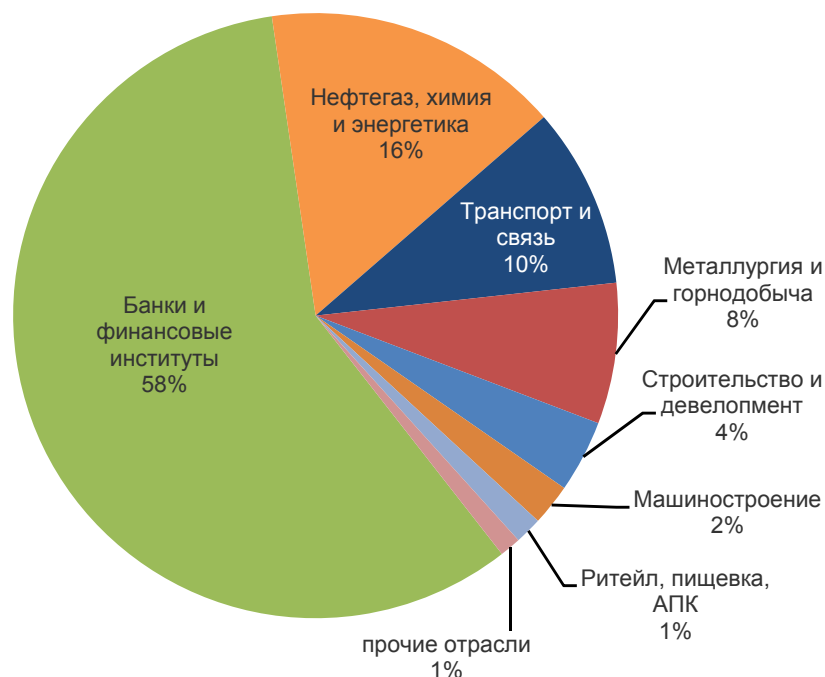
Задолженность банков по РЕПО ЦБ РФ – $\approx 2,0$ трлн. руб.

Доля облигаций банков отданных в РЕПО – $\approx 35\%$
(42%-45% - по рублевым облигациям)

Доля корпоративных ломбардных бумаг на рынке
продолжает расти ...



Структура первичных размещений в 2012 г.

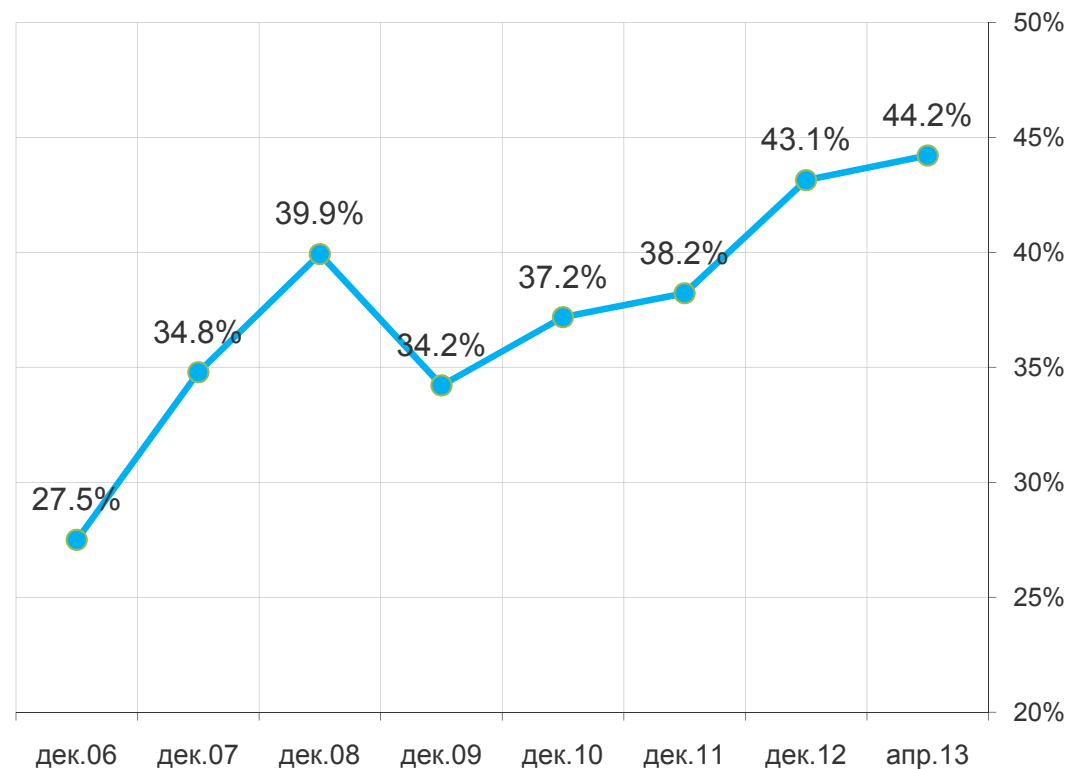


- **Укрепление позиций банковского сегмента как на первичном, так и на вторичном рынке.**

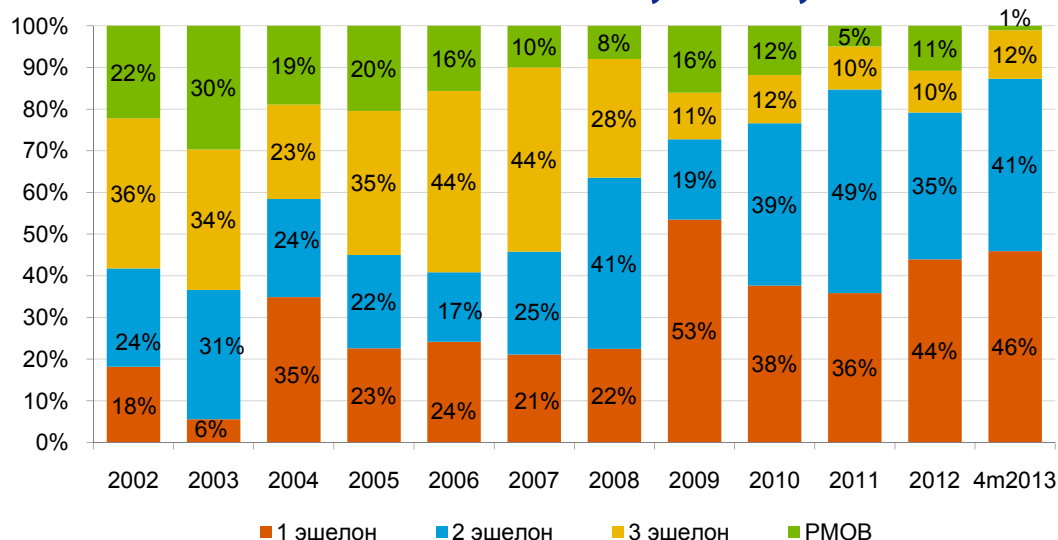
Причины:

- Ключевые инвесторы на рынке — сами банки, имеющие лимиты на контрагентов на денежном рынке:
- Банковский сегмент наиболее прозрачный: ежемесячная отчетность перед ЦБ, регулярная отчетность по МСФО, наличие международных рейтингов.

Доля облигаций банков и финансовых компаний в корпоративном сегменте рынка



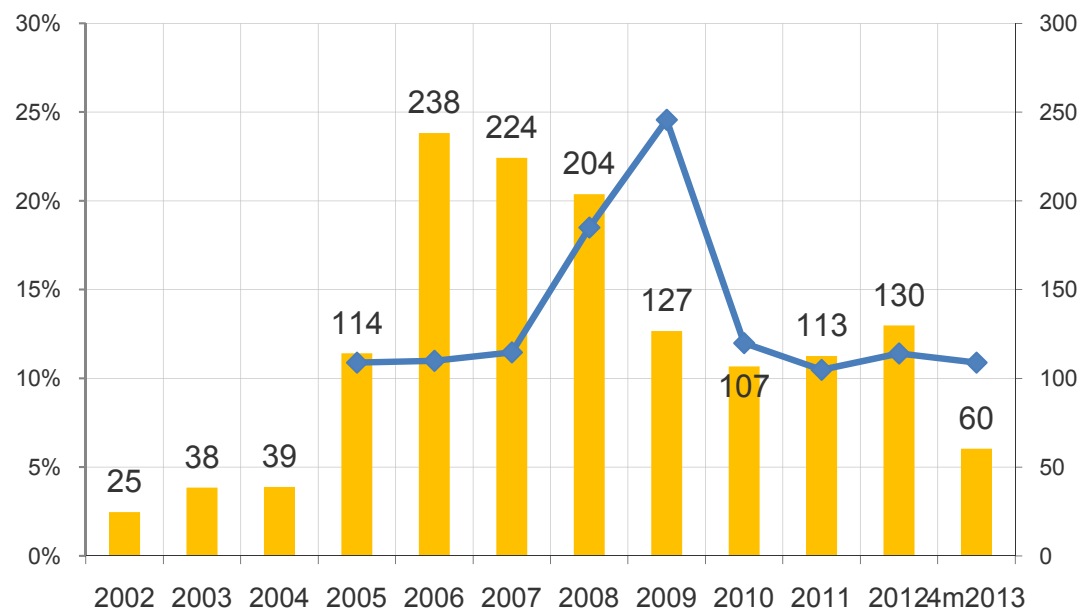
Структура первичных размещений (по номинальному объему)



Причины стагнации доли бумаг III эшелона на рынке:

- высокие издержки для выхода на рынок компаний средней и малой капитализации.
- выборочный спрос инвесторов: переоценка рисков после кризиса, недостаточная законодательная защита инвесторов, высокое резервирование облигаций эмитентов без рейтинга.
- дефицит компаний средней капитализации с внятным и прозрачным кредитным качеством.
- отсутствие институциональных инвесторов-стратегов, имеющих долгосрочное фондирование (существующий рынок «заточен» под рефинансирование в ЦБ РФ).

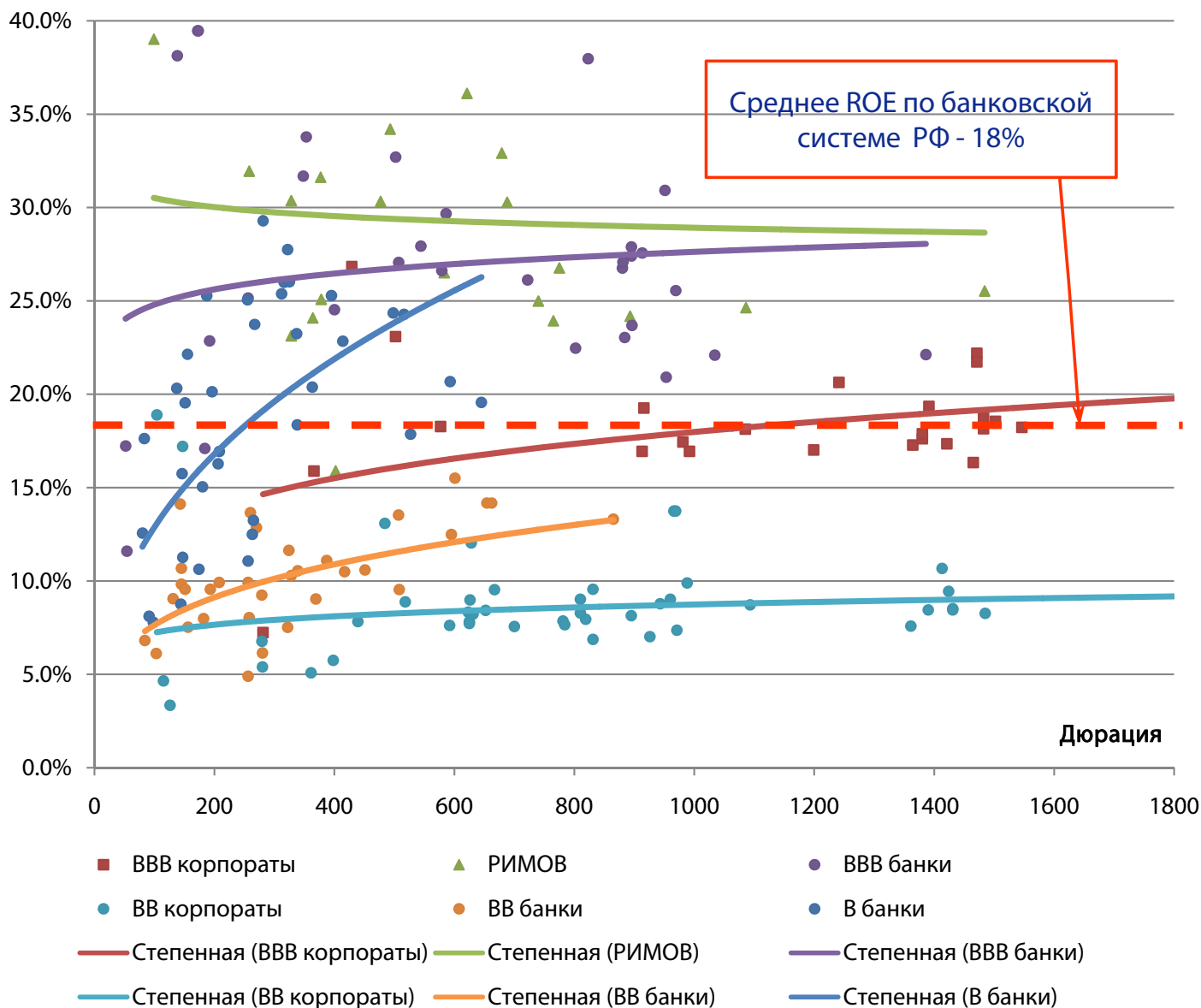
Конъюнктура для бумаг III эшелона постепенно улучшается, хотя и медленно...



■ Объем размещений локальных облигаций III эшелона, млрд. руб.

◆ Индекс доходности бумаг III эшелона, %

Снижение доходностей вызвало дефицит НУ-бумаг на рынке, что приоткрывает дверь для III эшелона, однако инвесторы по-прежнему консервативны....



- Лучшие показатели возврата на инвестированный капитал с учетом риска у BBB-бондов банков и субфедеральных облигаций; худшие показатели - у BB-облигаций.
- В-облигации выглядят приоритетней по сравнению с BB-бумагами за счет более высокой доходности (особенно с дюрацией более 1 года).
- Относительно среднего показателя ROE интересны остаются облигации РИМОВ, BBB-банков и длинные облигации В-банков.
- Для повышения RAROC BB- и В-облигаций можно использовать спекулятивную стратегию управления для повышения эффективности инвестирования.

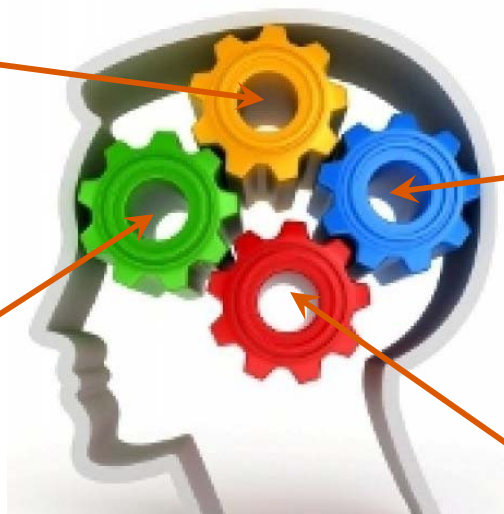
Усложнение модели принятия решения об инвестировании:
уход от простой оценки «риск-доходность»

доходность облигации
(оценка спредов к базовой кривой ОФЗ и аналогов, включающих кредитный и процентный риск)

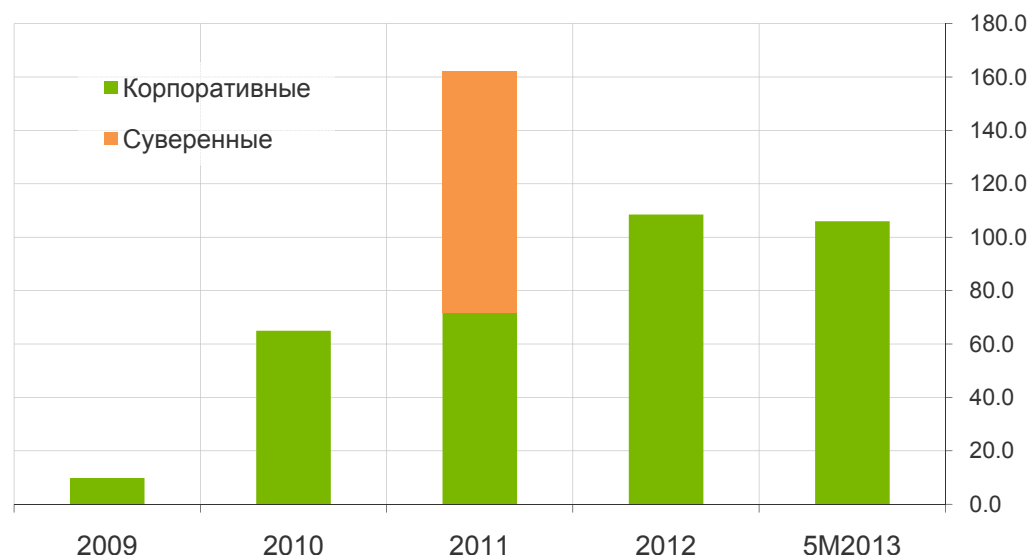
величина рыночного риска (387-П)
(максимизация отдачи инвестиций на капитал банков)

ликвидность бумаги
(выбор стратегии инвестирования, управления портфелем)

вхождение облигации в ломбардный список ЦБ
(инструмент рефинансирования для банков)



Объем рыночных размещений рублевых еврооблигаций, млрд. руб.



Выпуск	Рейтинг	Объем, млрд. руб.	Дюрация, лет	УТМ эф., %	Премия к локальному у рынку, б.п.
AIZK 7 3/4 02/13/18	Baa1/BBB/-	15.0	4.0	7.24	-85
ALFARU 8 5/8 04/26/16	Ba1/BB+/BBB-	10.0	2.6	8.54	30
EURDEV 8 10/05/17	A3/BBB/BBB	5.0	3.7	7.14	-40
FEESRM 8.446 03/13/19	Baa3/BBB/-	17.5	4.6	8.11	10
GPBRU 8.617 12/15/15	Baa3/BBB-/BBB-	15.0	2.3	7.88	0
GPBRU 7 7/8 07/25/16	Baa3/BBB-/BBB-	20.0	2.8	8.00	0
NVTKRM 7 3/4 02/21/17	Baa3/BBB-/BBB-	14.0	3.3	7.60	-10
RSHB 8.7 03/17/16	Baa1/-/BBB	32.0	2.5	7.21	-70
RSHB 8 5/8 02/17/17	Baa1/-/BBB	20.0	3.2	7.60	-40
RSHB 7 7/8 02/07/18	Baa1/-/BBB	10.0	3.9	7.87	-20
HYDRRM 7 7/8 10/28/15	Ba1/BB+/BB+	20.0	2.2	7.97	0
RURAIL 8.3 04/02/19	Baa1/BBB/BBB	37.5	4.7	7.50	-35
RUSSIA 7.85 03/10/18	Baa1/BBB/BBB	90.0	4.1	6.12	-5
SBERRU 7 01/31/16	Baa1/-/BBB	25.0	2.4	6.77	-
VIP 9 02/13/18	Ba3/BB/-	12.0	3.9	8.24	-25

- Рублевый евробонд – удобный способ оптового фондирования на международном рынке капитала за счет сроков и объемов привлечения долга.
- Данный инструмент более защищен и «понятен» нерезидентам, в результате чего ждем дальнейшего развития рынка, несмотря на грядущую либерализацию локального рынка корпоративных облигаций.
- Большинство евробондов торгуется с дисконтом к локальному рынку, что отражает риск российского права.
- Для локальных инвесторов интересны лишь краткосрочные идеи на рынке, т.е. евробонды не входят в список РЕПО ЦБ (кроме RUSSIA 7.85 03/10/18)

Объем локальных рынков стран СНГ



Банк России в апреле принял решение внести поправки в Указание №2861-У, касающееся возможности **включения в Ломбардный список рублевых облигаций иностранных эмитентов, обращающихся на ММВБ**

Размещаемые выпуски

Life Consumer Finance B.V., 01

(секьюритизация портфеля
потребительских кредитов)

(—/BBB/—)

3,2 млрд. руб.

4 года

CPN11,0-11,5% годовых

Альфа Укрфинанс, 01

(российское SPV с поручительством
Альфа-Банк Украина)

(—/—/В-)

3,0 млрд. руб.

оферта 1 год

12,75-13,5% (УТР 13,16-13,96%)

Примеры эмиссий:

- **международных финансовых организаций:**
 - ЕБРР (Аaa/—/AAA): 9 эмиссий на 40,5 млрд. руб.
 - ЕАБР (A3/BBB/BBB): 4 эмиссии на 20 млрд. руб.
 - IFC (Aaa/AAA/—): 3 эмиссии на 13 млрд. руб.
- **иностраннх государств:**
 - Республика Беларусь (B3/В-/—): 1 эмиссия на 5 млрд. руб. (погашена)
- **иностраннх организаций (в т.ч. SPV):**
 - Uranium One (—/BB-/—): 1 эмиссия на 16,5 млрд. руб. (бенефициар — ГК "Росатом").

**Объем рынка: 72,5 млрд. руб. (1,6% от
корпоративных бумаг в обращении).**

**Ждем новых размещений эмитентов
из стран СНГ.**

Выпуск	Рейтинг	Объем, млрд. руб.	Ставка купона, %	Цена	Доходность, %	Дюрация, лет	Спрэд к собственной кривой, б.п.
Восточный Экспресс Банк, 02	B1/-/-	6.00	13.60	101.31	13.67	3.80	340
Транскапиталбанк, 03	B1/-/-	1.00	13.00	100.06	13.4	3.66	—
МКБ, 11	B1/B+/BB-	3.00	12.25	100.1	12.59	3.72	315
МКБ, 12	B1/B+/BB-	2.00	12.25	100.08	12.59	3.94	315
Промсвязьбанк, 13	Ba2/-/BB-	5.00	12.25	103.55	11.57	3.63	245
КБ Нефтяной альянс, 01	—	0.25	11.00	—	—	—	—

Краткая предыстория:

- В конце 2012 г. – начале 2013 г. на локальном рынке 5 банков успели разместить субординированные облигации на 17,25 млрд. руб. по «старым» правилам.
- С апреля 2013 г. в соответствии с новыми требованиями ЦБ и «Базеля III» Центробанк перестал включать в капитал банков субординированный долг, выпущенный без права конвертации в акции и права поглощения убытков банка.

Рублевые суборды дают премию 245-340 б.п. к senior-кривым, что интересно для УК и фондов.

Для банков: нет «ломбарда», высокие рыночные риски в соответствии с методикой ЦБ РФ (Положение 387-П).

Покупка субординированных облигаций банками без дополнительной нагрузки на капитал возможна:

- если стоимость покупки не превышает 1% от уставного капитала банка-эмитента и 5 % от собственного капитала банка-покупателя;
- при совершении сделок РЕПО.

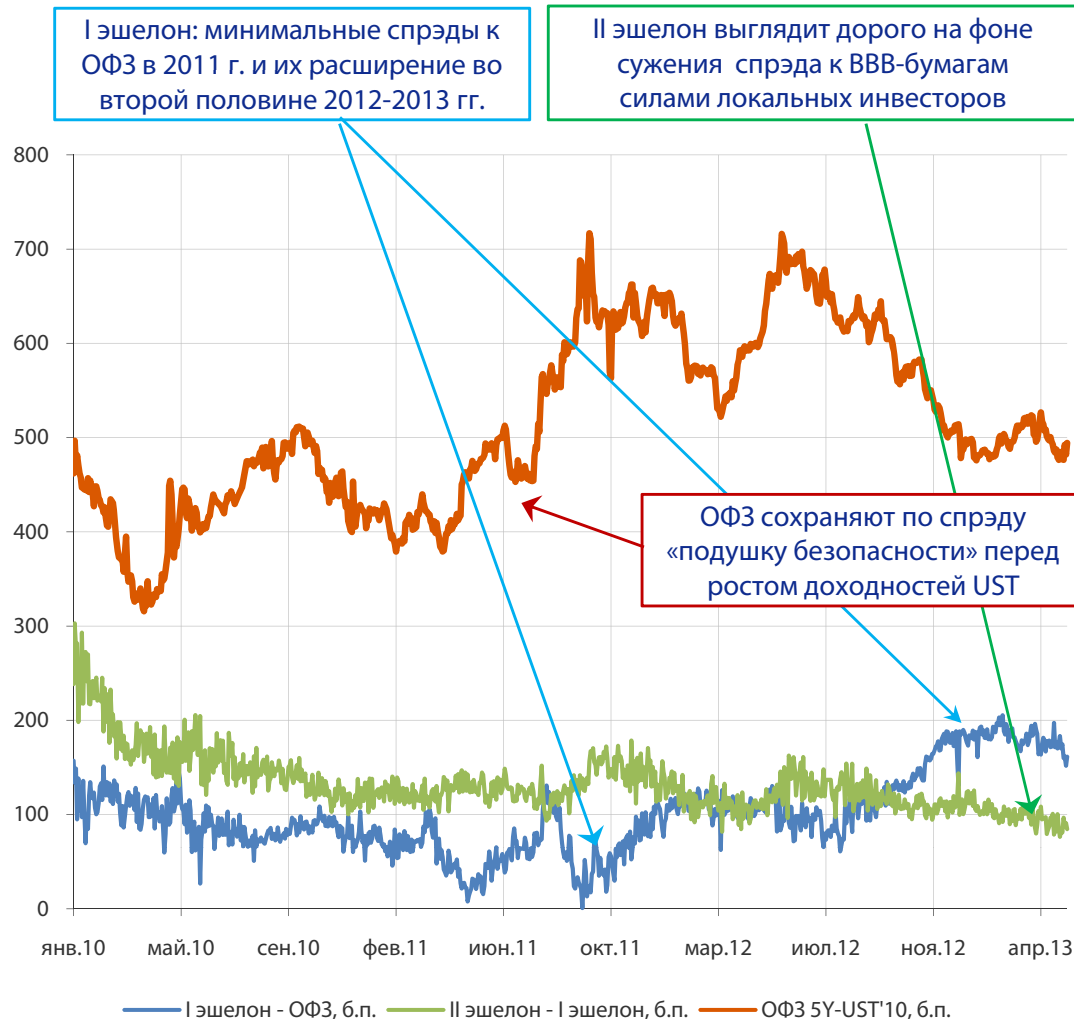
РИСКИ: высокая инфляция в РФ (7,3% г/г), сворачивание программы QEIII ФРС США во II п/г

ОЖИДАНИЯ: ждем замедления инфляции в РФ летом 2013 г.; новая статистика по CPI в США может ослабить позиции «ястребов»

СТРАТЕГИЯ на 1-3 месяца: при сохранении рисков дальнейших продаж базовой кривой придерживаемся «flow» стратегии, вне рынка по длинным бумагам, поиск «точки входа» при улучшении конъюнктуры

СТРАТЕГИЯ до конца года: при отсутствии внешних шоков целью по длинным ОФЗ остается уровень 6,5% годовых при росте интереса нерезидентов к ВВВ-корпоратам

Спрэды индексов доходности облигаций



Источник: ММВБ, Cbonds, расчеты Промсвязьбанка

ПРИЛОЖЕНИЕ: модельный портфель по рублевым облигациям



Государственные рублевые облигации

Бумага	Рекомендация	Рейтинг	DUR, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спрэд к ОФЗ
ОФЗ 25079	накапливать	Baa1/BBB/BBB	684	102.05	6.00	4
ОФЗ 25075	накапливать	Baa1/BBB/BBB	727	101.98	5.97	0
ОФЗ 46017	накапливать	Baa1/BBB/BBB	910	100.71	6.13	11

Региональные и муниципальные органы власти (РиМОВ)

Бумага	Рекомендация	Рейтинг	DUR, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спрэд к ОФЗ
Костромская обл., 34006	покупка	—/—/В+	492	101.75	8.47	251
Хакасия, 34007	покупка	—/—/BB	511	101.70	8.71	225
Марий Эл, 34006	покупка	—/—/BB	525	101.03	8.50	253
Вологодская обл., 34003	покупка	Ba3/—/—	782	103.50	8.50	243
ЮУ ККСИ, 01	покупка	—/—/BB+	880	100.33	9.95	385
Тверская обл., 34008	покупка	—/В+/—	885	102.00	9.36	325

Корпоративные облигации (BB)

Бумага	Рекомендация	Рейтинг	DUR, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спрэд к ОФЗ
Центр-инвест, БО-03, БО-06	покупка	Ba3/—/—	463	100.75	9.86	394
Абсолют Банк, БО-03	покупка	Ba3/—/BB+	523	100.00	9.46	351
Русский Стандарт, БО-04	покупка	Ba3/В+/В+	595	101.25	9.41	343
Вертолеты России, 01, 02	держать	Ba2/—/BB	995	100.00	8.42	227

Корпоративные облигации (B)

Бумага	Рекомендация	Рейтинг	DUR, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спрэд к ОФЗ
Татфондбанк, БО-07	покупка	B3/—/—	249	101.23	11.15	528
УБРиР, БО-02	покупка	—/В/—	320	100.88	10.34	444
Восточный Экспресс, БО-10	покупка	B1/—/—	521	103.11	10.06	409
Запсибкомбанк, БО-03	покупка	—/В+/—	587	101.90	10.54	455
Мираторг Финанс, БО-03	покупка	—/—/В	927	100.15	11.49	537

Высокодоходные бумаги

Бумага	Рекомендация	Рейтинг	DUR, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спрэд к ОФЗ
ТГК-2, БО-01	покупка	—/—/—	117	92.58	38.26	3 243
Мечел, 15, 16	накапливать	B3/—/—	263	95.60	15.23	935

Спасибо за внимание!



ОАО «Промсвязьбанк»

109052, Москва, ул. Смирновская, 10, стр. 22

Инвестиционный департамент

т.: 8 800 700-9-777 (звонок из регионов РФ бесплатный);

+7(495) 733-96-29

ф.: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-37

E-mail: ib@psbank.ru

Спасибо за
внимание!

