



Открытие
банк

Долговой рынок как источник пассивов уроки кризиса, возможности и перспективы..

Кулак Ростислав, Директор Департамента DCM

Февраль, 2011



Август 2008 - начало 2009 гг

Август 2008 года: на фоне негативной макроэкономической конъюнктуры на развитых рынках и падающих цен на нефть, увеличение политических рисков в РФ послужило сигналом для массового выхода иностранного капитала из страны.

- В июне-сентябре 2008 года с российского фондового рынка практически ушел иностранный капитал – как инвестиционный, так и спекулятивный. В совокупности с контролируемой девальвацией рубля это привело к обвалу котировок. Индекс ММВБ снизился с 2000 до 500 пунктов. Дальнейшее падение остановили только интервенции ВЭБа.
- Российские заемщики оказались отрезаны от международного рынка капитала. Отечественные банки до минимума ограничили кредитование, усугубив проблему рефинансирования долга. Осенью 2008 года начинается «волна дефолтов» на долговом рынке.
- Получив помощь из госбюджета, крупнейшие госбанки до февраля 2009 года вместо поддержки реального сектора экономики предпочитают спекулятивные операции с валютой.

Февраль 2009: окончание девальвации рубля

Только с окончанием девальвации национальной валюты были созданы предпосылки для появления спроса на рублевые активы. Именно с февраля 2009 года начинается ралли на российском фондовом рынке.



Активные действия ЦБ РФ сыграли ключевую роль в восстановлении российского облигационного рынка. Комплекс мер по увеличению ликвидности способствовал нормализации ситуации на рынке, а постепенное снижение ставки рефинансирования задало ориентир движению доходностей.

Основные направления государственной поддержки:

- Предоставление субординированных кредитов крупнейшим банкам
- Прямые вливания в капитал крупнейших банков
- Предоставление государственных гарантий отдельным предприятиям

По некоторым оценкам Правительство РФ в 2009 году потратило на борьбу с кризисом 5,8 триллиона рублей (порядка 15% ВВП), в том числе:

- 2,5 трлн.руб. (6,1% от ВВП) на финансовый сектор;
- 0,8 трлн.руб. (2,1%) на социальную политику;
- 0,9 трлн.руб. (2,2%) на снижение налогов;
- 0,9 трлн.руб. (2,3%) на поддержку реального сектора;
- 0,6 трлн.руб. (1,5%) на поддержку регионов;
- 0,1 трлн.руб. (0,3%) на развитие ипотеки.



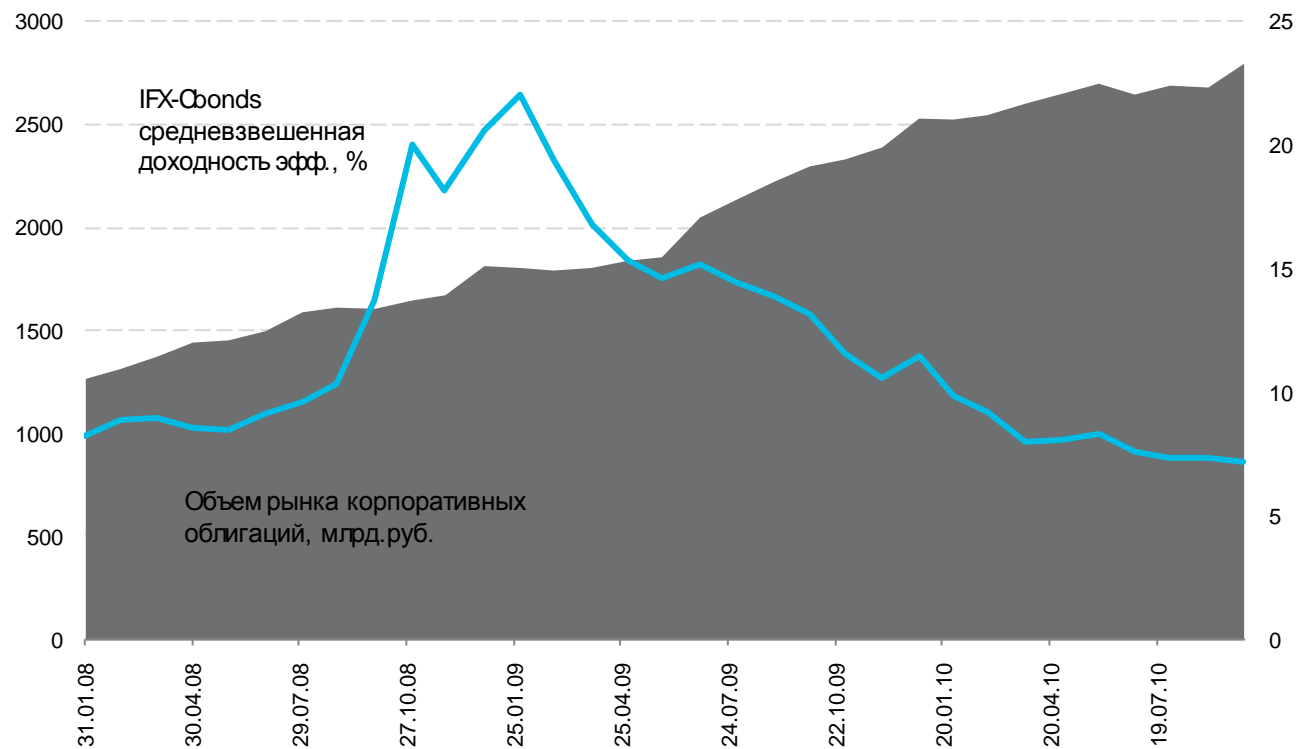
- Падение мировой экономики приостановилось, но восстановление идет очень низкими темпами.
- Центральные банки закачали значительный объем ликвидности в мировую финансовую систему, что позволило стабилизировать ситуацию на рынках
- ЦБ России провело цикл снижения ставки рефинансирования
- Избыточная ликвидность позволила снизить кредитные ставки и рефинансировать обязательства большинству «выживших» заемщиков
- Страх перед второй волной кризиса остается, свободные средства вкладываются в относительно надежные активы.
- Кредитный рынок открылся только для компаний первого-второго эшелона, в то время как для третьего эшелона рынок только начинает открываться.
- Низкая инфляция в первом полугодии, рост во втором.



Текущее состояние долгового рынка

С августа 2008 года объем рынка корпоративных облигаций (в номинальном выражении) вырос на 75,7%.

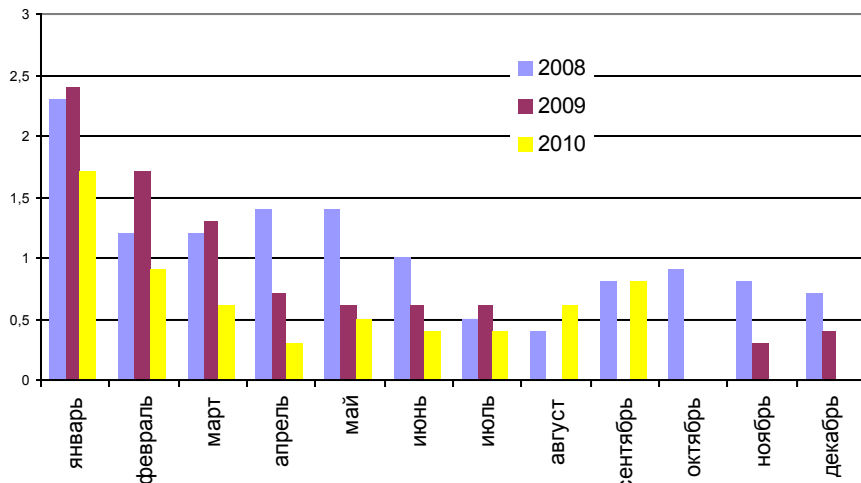
В настоящий момент доходности на долговом рынке ниже, чем в докризисный период.



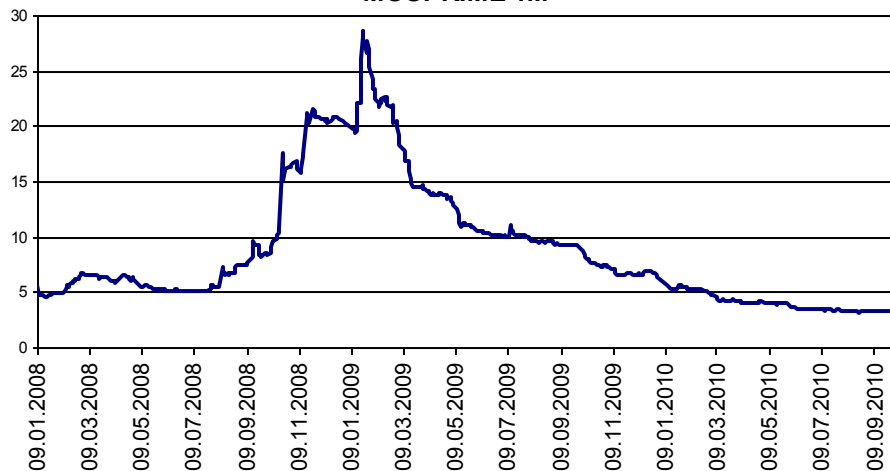


Основные тенденции 2010 года

Месячная инфляция в России



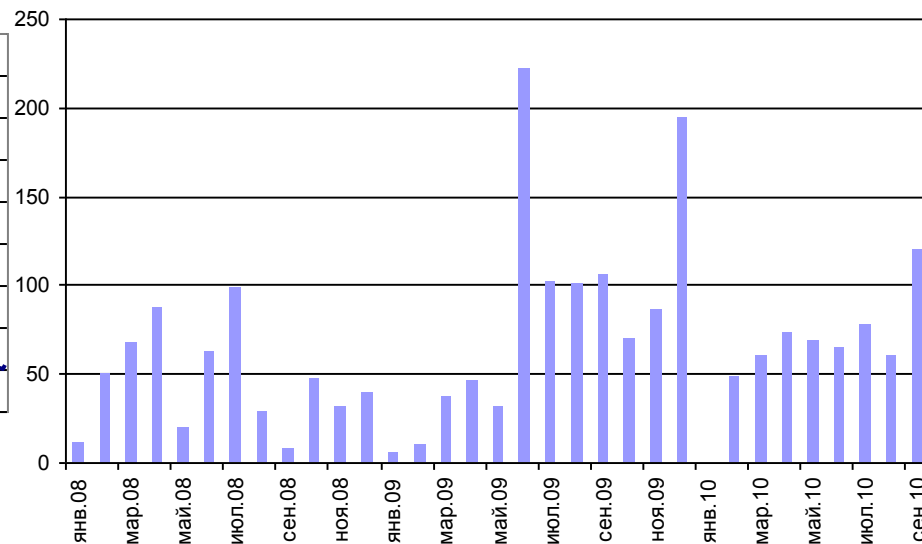
MOSPRIME 1M



IFX-Cbonds средневзв. доходность (эфф.)



Размещения облигаций, млрд руб





Первичный рынок в 2010 году

Одним из последствий кризиса стало смещение спроса инвесторов в пользу заемщиков с высоким кредитным качеством. В первую очередь это государственные и квазигосударственные компании, которые всегда могут рассчитывать на рефинансирование своих обязательств, а также крупные частные компании.

- За 9 месяцев текущего года на внутреннем долговом рынке было размещено 130 выпусков корпоративных облигаций совокупным объемом 554 млрд.руб.
- По нашим оценкам, 41,1% размещений пришлось на первый эшелон (государственные и квазигосударственные компании); порядка 45,7% размещений сосредоточено в крупных частных компаниях с хорошим кредитным качеством (второй эшелон); и только 13,2% размещений приходится на эмитентов третьего эшелона.
- Крупные компании – в первую очередь госбанки – со второй половины текущего года вновь начали активно занимать на внешних рынках – состоялось размещение двух выпусков LPN Сбербанка совокупным объемом 2,75 млрд.долл., ВЭБ привлек 1,6 млрд.долл., ВТБ выпустил LPN на 0,4 млрд.швейцарских фунтов.



Долговой рынок в условиях избытка ликвидности

Избыток ликвидности на долговом рынке дает возможность эмитентам привлечь дешевое фондирование. Необходимым условием размещения является соответствие кредитного качества эмитента и структуры выпуска текущим требованиям инвесторов.

- Спрос инвесторов сейчас сосредоточен преимущественно в высококачественных бумагах первого и, частично, второго эшелона
- В условиях повышенной неопределенности инвесторы крайне осторожно подходят к бумагам с длинной дюрацией (более 5 лет)
- Избыток ликвидности привел к снижению доходностей по бумагам 1-2 эшелона ниже докризисных уровней
- При текущих доходностях фондирование в рублях выгодно любым заемщикам. При необходимости размещения выпусков номинальным объемом более 15 млрд.руб., возможно размещение еврооблигаций (однако в этом случае необходимо хеджировать валютные риски).

При условии относительно стабильной макроэкономической конъюнктуры спрос инвесторов будет смещаться в сторону выпусков с большей доходностью – с большей дюрацией и/или с большим кредитным риском эмитента.



- Эффективных инструментов помощи малым и средним предприятиям в период кризиса на фондовом рынке так и не было создано – в условиях сжатого кредитного рынка государственные деньги до них не дойдут.
- Как следствие, такие компании должны проводить более взвешенную долговую политику, направленную на уменьшение абсолютного объема долга и на увеличение его дюрации.
- Для того чтобы разместить облигации в условиях текущей рыночной конъюнктуры, компании 2-3 эшелона должны приложить максимум усилий к повышению прозрачности своего бизнеса, а именно:
 - необходим кредитный рейтинг от одного из ведущих мировых рейтинговых агентств;
 - необходима аудированная консолидированная отчетность по МСФО / US GAAP;
 - необходимо чтобы в периметр консолидации попали все значимые компании Группы (отчетность не должна давать превратного представления о денежных потоках Группы).



Мировая экономика самостоятельно пока неспособна преодолеть последствия кризиса. Политика денежных вливаний со стороны Центральных банков может быть продолжена, как минимум до середины 2011 года.

- Учетные ставки в 1-2 кварталах 2011 года останутся на низком уровне
- Поток государственных средств будет способствовать:
 - Продолжению снижения процентных ставок для заемщиков
 - Росту аппетита инвесторов к риску
- Ожидаем, что внешний рынок будет постепенно открываться для российских заемщиков, в том числе для компаний второго эшелона. Первые признаки появляются уже сейчас (Ленспецсму, Авангард).

Прогноз макроэкономической конъюнктуры в РФ на 2011 год:

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-------|-------|-------|
| Валовый внутренний продукт, % к ПП (GDP, YoY %) | -7,9 | 4,1 | 4,0 |
| | | 4,0 | 4,2 |
| Инфляция на конец года, % к ПП (CPI, YoY %) | 8,8 | 9,2 | 8,4 |
| | | 7,5 | 7,0 |
| Инфляция на середину года | 11,7% | 7,0% | 9,5% |
| Обменный курс рубля к доллару США на конец периода, руб./\$ (RR/\$ Exchange Rates, eop) | 30,19 | 28,88 | 29,69 |
| | | 30,00 | 31,00 |
| Средневзвешенный обменный курс за год, руб./\$ (Average annual exchange rate RR/\$) | 31,74 | 30,05 | 29,93 |
| | | 30,00 | 30,50 |
| Курс \$/EUR на конец периода (\$/EUR Exchange Rates, eop) | 1,43 | 1,32 | 1,28 |
| Дефицит(-) федерального бюджета, % к ВВП (Federal Budget Deficit, % to GDP) | -5,9 | -1,8 | -0,5 |
| | | -5,3 | -3,6 |
| Среднегодовая цена на нефть марки Юралс (Urals Crude Oil Annual Av.Price, US\$/bbl) | 61,3 | 74,0 | 74,0 |
| | | 75,0 | 75,0 |
| Ставки по корпоративным кредитам, конец года | 13,6% | 10,5% | 11,0% |
| Ставки по корпоративным кредитам, средние за год | 15,2% | 11,1% | 11,5% |

- A. 1-й эшелон – компании с рейтингом категории ВВВ и выше (Газпром, РЖД, Россельхозбанк и пр.)

- B. 2-й эшелон – компании с рейтингом категории В и выше (МТС, Вымпелком, Вимм-билль-данн и пр.)

- C. 3-й эшелон – компании без кредитного рейтинга, но с приемлемым кредитным качеством

- D. Эшелон 4+ – компании без рейтинга с низким кредитным качеством

КАК ОТЛИЧИТЬ ХОРОШУЮ КОМПАНИЮ БЕЗ РЕЙТИНГА

- Отчетность по МСФО. Отсутствие МСФО допустимо, если компания контролируется государством и/или если она не имеет значимых для операционной деятельности дочерних структур.
- Выручка более 10 млрд руб. для большинства отраслей.
- Привлекательная отрасль и лидирующие позиции Компании.
- Четкая стратегия развития и понятные перспективы роста.
- Высокий уровень корпоративного управления и прозрачности.
- Приемлемая долговая нагрузка (чистый долг/ЕВITDA<4х для большинства отраслей). Допустимо временное увеличение долговой нагрузки по итогам 2009-2010гг. В результате кризиса.
- Хорошая структура долга (низкий риск рефинансирования). Допустимо наличие реструктурированной в период кризиса задолженности.



В 2011 г. МЫ ОЖИДАЕМ РОСТА ПРЕДЛОЖЕНИЯ БУМАГ ЭМИТЕНТОВ ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА

- 1) Решив проблемы с рефинансированием, компании готовы возобновить свои инвестиционные программы;
- 2) Облигации являются более удобным источником финансирования (не подразумевают залога имущества, не накладывают ограничительных условий и пр.). Несмотря на то, что сейчас эмитенты готовы прописывать финансовые ковенанты в эмиссионных документах, пока механизм их контроля и реализации прав инвесторов в случае нарушения на практике не применялся.
- 3) Эмитенты первого и второго эшелонов при определенных условиях могут предпочесть рынок еврооблигаций => дефицит качественного предложения;
- 4) Рост предложения облигаций третьего эшелона может быть ограничен из-за высокой конкуренции со стороны коммерческих банков;
- 5) Инвесторы должны научиться отличать третий эшелон от компаний с сомнительным кредитным качеством.

- Долговые рынки открыты для компаний 1-2 эшелона
- Рынки открываются для «качественных» компаний третьего эшелона
- Остается риск роста ставок ввиду ожидаемого увеличения темпов инфляции в следующем году
- Остается риск давления на долговой рынок со стороны государства - как ожидается, в 2011 году первичное предложение ОФЗ составит 1,7 трлн.руб.
- Остается риск девальвации национальной валюты

Учитывая, что доходности в настоящее время находятся на исторических минимумах, при наличии потребности в финансировании необходимо привлекать фондирование с долгового рынка.

Учитывая избыток ликвидности на фондовом рынке, есть возможность финансирования за счет акционерного капитала через сделки IPO, SPO (в качестве диверсификации источников фондирования).

Спасибо за внимание

Кулак Ростислав
Директор

тел. (495) 777-56-56

e-mail: kulak@OPEN.RU

Реализованные проекты Организация облигационных займов

| | | | | | |
|--|--|---|--|---|---|
|  ГРУППА «РАЗГУЛЯЙ» ОАО Группа «РАЗГУЛЯЙ» 1 000 000 000 руб. Размещение облигаций  | 2010 Организатор, Андеррайтер выпуска облигаций ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ» серии БО-08 |  ГРУППА «РАЗГУЛЯЙ» ОАО Группа «РАЗГУЛЯЙ» 2 000 000 000 руб. Размещение облигаций  | 2010 Организатор, Андеррайтер выпуска облигаций ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ» серии БО-12 |  МЕЧЕЛ ОАО «Мечел» 5 000 000 000 руб. Размещение облигаций  | 2010 Организатор выпуска Облигаций ОАО «Мечел» серии БО-3 |
|  ГРУППА «РАЗГУЛЯЙ» ОАО Группа «РАЗГУЛЯЙ» 500 000 000 руб. Размещение облигаций  | 2010 Организатор, Андеррайтер выпуска облигаций ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ» серии БО-09 |  Департамент финансов Ярославской области 3 000 000 000 руб. Размещение облигаций  | 2010 Организатор выпуска Облигаций Департамента финансов Ярославской области 34009 |  Министерство финансов Республики Саха (Якутия) 2 000 000 000 руб. Размещение облигаций  | 2010 Со-организатор выпуска Облигаций Министерства финансов Республики Саха (Якутия), 34004 |
|  Департамент финансов города Томска 1 000 000 000 руб. Размещение облигаций  | 2010 Организатор выпуска Департамента финансов города Томска, 34003 |  МЕЧЕЛ ОАО «Мечел» 5 000 000 000 руб. Размещение облигаций  | 2010 Организатор выпуска Облигаций ОАО «Мечел» Серии 14 |  БАНК ГЛОБЭКС ЗАО «ГЛОБЭКСБАНК» 5 000 000 000 руб. Размещение облигаций  | 2010 Ведущий Со- Организатор, Андеррайтер выпуска облигаций ЗАО «ГЛОБЭКСБАНК», БО-02 |
|  МЕЧЕЛ ОАО «Мечел» 5 000 000 000 руб. Размещение облигаций  | 2010 Организатор выпуска Облигаций ОАО «Мечел» Серии 13 |  ООО «Внешпромбанк» 1 500 000 000 руб. Размещение облигаций  | 2009 Организатор, Андеррайтер выпуска облигаций ООО «Внешпромбанк» серии 01 | | |

Текущие проекты

Организация облигационных займов

| | | | | | |
|--|---|--|---|--|---|
|  <p>ООО «ЭФКО Пищевые Ингредиенты»</p> <p>Выпуск облигаций</p> <p>Финансовая корпорация Открытие</p> | <p>2010</p> <p>Организатор, Андеррайтер выпуска</p> |  <p>ОАО «Пермский моторный завод»</p> <p>Выпуск облигаций</p> <p>Финансовая корпорация Открытие</p> | <p>2010</p> <p>Со-Организатор выпуска</p> |  <p>ООО «Сэтл Групп»</p> <p>Выпуск биржевых облигаций</p> <p>Финансовая корпорация Открытие</p> | <p>2010</p> <p>Организатор, Андеррайтер выпуска</p> |
|  <p>ОАО «Росдорлизинг»</p> <p>Выпуск облигаций</p> <p>Финансовая корпорация Открытие</p> | <p>2010</p> <p>Организатор, Андеррайтер выпуска</p> |  <p>ООО «Внешпромбанк»</p> <p>Выпуск биржевых облигаций</p> <p>Финансовая корпорация Открытие</p> | <p>2010</p> <p>Организатор выпуска</p> |  <p>ООО «Водоканал-Финанс»</p> <p>Выпуск облигаций</p> <p>Финансовая корпорация Открытие</p> | <p>2010</p> <p>Ведущий Со-Организатор выпуска</p> |
|  <p>Группа Компаний «РЕНОВА СтройГруп»</p> <p>Выпуск облигаций</p> <p>Финансовая корпорация Открытие</p> | <p>2010</p> <p>Организатор выпуска</p> |  <p>Правительство Рязанской области</p> <p>Выпуск биржевых облигаций</p> <p>Финансовая корпорация Открытие</p> | <p>2010</p> <p>Организатор, Андеррайтер выпуска</p> |  <p>Правительство Удмуртской Республики</p> <p>Выпуск биржевых облигаций</p> <p>Финансовая корпорация Открытие</p> | <p>2010</p> <p>Организатор, Андеррайтер выпуска</p> |

Банк «ОТКРЫТИЕ» © 2010

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены.
Банк «ОТКРЫТИЕ» (далее – «Банк»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости ценных бумаг, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены ценной бумаги на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Банк на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Банк не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Банк не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с ценными бумагами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Банк не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции на рынке ценных бумаг сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Корпорации, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом; и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.