

КЛЮЧЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ИДЕИ НА ВНЕШНЕМ РЫНКЕ РОССИЙСКИХ АКТИВОВ

Сентябрь 2023

С 11 августа ключевые игроки на локальном рынке взяли паузу и не проводят новых торговых операций, связанных с российскими активами во внешнем периметре, купленными через Euroclear. ЦБ РФ 31 августа пояснил свою жесткую позицию относительно покупки офшорных российских активов, которая была представлена в личной беседе с профучастниками от 11 августа. Однако в целом дополнительной ясности в этом вопросе не появилось, и большая часть крупных игроков, например, Райффайзен Банк, пока находится на стадии завершения внутренней проверки и определения дальнейшей процедуры. Вероятно, для большинства из них процедура внутренней проверки (compliance) завершится до конца этой рабочей недели (8 сентября).

На текущий момент профучастники рынка проводят сделки друг с другом, используя остатки собственной позиции или позиций клиентов, купленных до предписания ЦБ от 11 августа. Многие брокеры будут трактовать предписание ЦБ по-своему. Если руководствоваться только президентским указом №138, то, очевидно, что депозитарные акции (российские эмитенты с западной пропиской) попадают под исключение. Однако, согласно указам №79 и №81, ограничение внутри российского периметра вводится для всех активов, в том числе для депозитарных акций. Что происходит с ценам

Что происходит с ценами российских еврооблигаций в Euroclear

1) Цены коротких российских еврооблигаций снизились вдоль всей кривой в среднем на 5-6% с локальных пиков, на которых они держались до распоряжения ЦБ от 11 августа.

2) Валовой доход (total return) на момент погашения коротких еврооблигаций вырос в среднем с 15% до 22% и выше.

3) Цены новых потенциальных выпусков, которые будут замещаться, снизились в среднем на 3-4%. Замещение, вероятно, по прочим эмитентам объявят не раньше октября 2023 года после двухмесячной паузы (в июле компания ФосАгро первой выпустила замещающие облигации в соответствии с указом президента от 22 мая 2023 года).

4) Более существенно подешевели еврооблигации Газпрома, по которым уже состоялся второй раунд замещения. Цены длинных выпусков упали в среднем примерно на 10-14%.

5) Доходность к погашению (YTM) по длинным выпускам Газпрома в Euroclear выросла до 12-13%. В то же время доходность по замещенным облигациям Газпрома в НРД упала до 8,3% против 5,3% в начале года. Таким образом, спред между уже замещенными бумагами вырос в среднем до 12% и до 19% по отдельным выпускам (например, GAZPRU 3.00 29/06/27). Средний спред для оставшихся семи выпусков составляет 10%, а по отдельным выпускам – до 16% (например, GAZPRU 1 1/2 02/17/27).

6) На рынке появляются “отчаявшиеся продавцы” – это в основном спекулянты, которые покупали по более выгодным ценам, они готовы торговать от цены спроса (bid) и предложить хорошую цену.

Инвестиционные возможности на рынке еврооблигаций

Мы считаем привлекательной покупку коротких выпусков несанкционных эмитентов (Газпром, Норникель, НЛМК и прочие) во внешнем контуре у дружественных брокеров (Дубай, Беларусь, Казахстан, СНГ и др.) ввиду возможности получения выплат в валюте. По сути, клиент может открыть позиции в дружественных депозитариях и получить выплаты в валюте, но с задержкой. Задержка по выплатам в валюте от Газпрома во внешнем периметре составляет примерно от четырех недель до двух месяцев.

Также остается привлекательной покупка еврооблигаций Минфина с централизованным хранением в НРД – средний спред НРД к Euroclear составляет свыше 60%, выплаты зачисляются на счет типа “И” вне НРД с централизованным хранением в ЦКД и, следовательно, для них нет ограничений в рамках ЦБ

Еврооблигации Минфина с центральным хранением в НРД

Тикер	ISIN	Объем выпуска, \$млн	Купон, %	Валюта	Погашение до oferty/Call option	Цены в Euroclear (индикатив), %	Цена в НРД, %	Потенциал роста до погашения с НКД, %	Годовых с НКД, %	Спред (НРД/ЕК), %
RUS 4.75000 27/05/26 RU000A0JWHB2		500	4,75	USD	27.05.2026	61,0	99,9	77%	28%	64
RUS 4.25000 23/06/27 RU000A0JXTS9		500	4,25	USD	23.06.2027	56,0	96,9	95%	25%	73
RUS 5.25000 24/06/47 RU000A0JXU22		500	5,25	USD	23.06.2047	44,0	83,0	252%	11%	89
RUS 4.37500 21/03/29 RU000A0ZYYP9		1 456	4,4	USD	21.03.2029	51,0	94,2	120%	22%	85
RUS 5.10000 28/03/35 RU000A1006T7		1 500	5,1	USD	28.03.2035	47,0	83,3	172%	15%	77
RUS 2.87500 04/12/25 RU000A0ZVVD8		3 000	2,9	EUR	04.12.2025	67,0	91,0	56%	25%	36
RUS 1.12500 22/11/27 RU000A102CK5		2 500	1,13	EUR	20.11.2027	54,0	77,9	90%	21%	44
RUS 1.85000 20/11/32 RU000A102CL3		500	1,9	EUR	20.11.2032	50,0	75,0	118%	13%	50
Среднее значение								122,4%	19,9%	64,7

Еврооблигации несанкционных эмитентов, которые платят регулярно в валюте и рублях

Тикер	Эмитент	ISIN	Купон, %	Валюта	Погашение до oferty/Call option	Цены в Euroclear (индикатив), %	Цена в НРД (факт. и индикатив), %	Потенциал роста до погашения с НКД, %	Годовых с НКД, %	Спред (НРД/ЕК), %
GAZPRU 2 1/4 11/22/24	GAZPROM	XS1721463500	2	EUR	26.10.2025	77,0	92,3	35%	16%	20
GAZPRU 4 1/4 04/06/24	GAZPROM (GAZ CAPITAL SA)	XS1592279522	4	GBP	06.04.2024	81,0	97,4	26%	44%	20
GAZPRU 2.949 01/24/24	GAZPROM	XS1911645049	3	EUR	24.01.2024	82,0	97,9	23%	60%	19
GMKNRM 3 3/8 10/28/24	MMC NORI LSK (MMC FIN)	XS2069992258	3	USD	28.10.2024	85,0	96,1	22%	19%	19
SIBUR 3.45 09/23/24	SIBUR SECURITIES DAC	XS2010044621	3	USD	23.09.2024	85,0	97,2	21%	20%	19
NLMKRU 4 09/21/24	OJSC NOVO(STEEL FUNDING)	XS1577953174	4	USD	21.09.2024	87,0	97,0	19%	18%	19
URKARM 4 10/22/24	URALKALI (URALKALI FINAN)	XS2010040397	4	USD	22.10.2024	90,0	103,5	16%	14%	19
GAZPRU 3 1/8 11/17/23	GAZPROM (GAZ CAPITAL SA)	XS1521039054	3	EUR	17.11.2023	88,0	98,7	16%	80%	19
EUCHEM 5 1/2 03/13/24	EUROCHEM FINANCE DAC	XS1961080501	6	USD	02.05.2024	92,0	100,5	12%	19%	19
SIBUR 4 1/8 10/05/23	SIBUR SECURITIES DAC	XS1693971043	4	USD	05.10.2023	95,0	100,0	6%	70%	19
Среднее значение								21,0%	40,6%	15,0

Что происходит с ценами российских депозитарных акций и расписок в Euroclear

1) В этом сегменте, в отличие от еврооблигаций, заметного снижения не наблюдается. Цены депозитарных акций и расписок упали примерно на 4-5% с пиковых июльских уровней. В результате средний дисконт увеличился до 56%, а потенциал роста приблизился к 100%.

2) Главная особенность рынка акций и расписок в настоящее время заключается в том, что основные западные продавцы торгуют в больших объемах, но предлагают хорошую скидку, и торговля идет от цены спроса (bid) потенциального покупателя. На рынке не наблюдается особой паники. Продаются бумаги только отдельных эмитентов в больших объемах (как правило, не менее \$5 млн). Ранее наблюдалась обратная ситуация: много продаж в небольших объемах и ограниченное предложение от продавцов с большой премией в цене.

Инвестиционные возможности на рынке депозитарных акций и расписок

Мы считаем, что активность локальных игроков в сегменте депозитарных акций повысится на следующий неделе, и ждем частичного восстановления цен. С 11 августа (когда состоялась встреча ЦБ с профессиональными участниками рынка) локальный рынок акций вырос на 5-6% и продолжает возвращаться к уровням, которые наблюдались до начала СВО. Это значит, что до конца года он может вырасти еще на 10-15%, с мая 2023 цены офшорных акций коррелируют с локальными на ММВБ.

Депозитарные акции и расписки

Название	Статус	Тип	Ликвидность	ISIN	Динамика с начала года, %	Цены в Локальный рынок, \$	Цены в Евроклир, \$	Дисконт к локально му рынку, %	Потенци ал роста, %	Дивидендная доходность за 2022г (Евроклир), %
RosAgro	ЭЭО	Депозитарные акции	Ниже среднего	US7496552057	83%	13,6	4,0	-71%	226%	Не платит
HeadHunter	-	Депозитарные акции	Средняя	US42207L1061	202%	41,4	14,0	-66%	183%	Не платит
O'Key group	-	Депозитарные акции	Низкая	US6708662019	56%	0,4	0,2	-65%	170%	Не платит
NOVATEK	ЭЭО	Депозитарные расписки	Средняя	RU000A0DKVS5	57%	179,6	81,0	-55%	122%	14%
TCS Group	ЭЭО	Депозитарные акции	Средняя	US87238U2033	41%	40,4	18,0	-55%	114%	Не платит
Fix Price	-	Депозитарные акции	Выше среднего	US33835G2057	27%	4,8	2,2	-54%	109%	Не платит
Yandex	ЭЭО	Депозитарные акции	Высокая	NL0009805522	47%	29,9	13,8	-54%	107%	Не платит
Polymetal	ЭЭО	Депозитарные акции	Средняя	JE00B6T55470	47%	6,0	3,0	-50%	100%	Не платит
Ozon	-	Депозитарные акции	Средняя	US69269L1044	96%	31,3	16,0	-49%	87%	Не платит
X5 Retail Group	ЭЭО	Депозитарные акции	Средняя	US98387E2054	53%	25,8	13,2	-49%	87%	Не платит
VK	ЭЭО	Депозитарные акции	Низкая	US5603172082	66%	8,2	4,3	-48%	83%	Не платит
Phosagro	ЭЭО	Депозитарные расписки	Низкая	RU000A0JRKTB	11%	25,6	14,0	-45%	83%	41% (но не поступают до получателей)
Среднее значение					65%			-55%	123%	

Корпоративные триггеры

1) **Обратный выкуп депозитарных акций со стороны компаний** с высокой долей фондирования и денежной позицией на балансе, которые не входят в список стратегических значимых (НОВАТЭК, Яндекс, X5 Group, ФосАгро, МТС, АФК “Система”, VK и EN+). Некоторые компании, такие как TCS Group, ограничены уставом – они могут направить на обратный выкуп только 10% от капитала и фондирование от санкционной материнской компании.

2) Российским компаниям с зарубежной юрисдикцией, которые соответствуют указанным выше критериям, не требуется одобрение правительственной комиссии, и они также могут объявить об обратном выкупе – и это еще один важный аргумент в пользу их покупки.

3) **Принудительная редомициляция (для эмитентов с западной пропиской)**. Президент РФ 4 августа подписал закон, который упрощает переход компаний в российскую юрисдикцию, а 17 августа поручил правительству ускорить в срок до 30 ноября процедуру редомициляции активов российского бизнеса. Этот закон – мощный инструмент для преодоления проблем листинга и выплаты дивидендов для иностранных холдинговых структур, владеющих российскими активами (ценные бумаги класса “Б”). Воспользоваться законом захотят не все и не в полной мере, но его принятие упрощает решение целого ряда задач. Подписание закона о редомициляции позитивно для экономически значимых организаций (ЭЗО), в число которых входят X5 Group, Русагро, Яндекс, VK, TCS Group, Evraz, а среди их акционеров есть те, кто находится под санкциями. Средний дисконт по этим эмитентам составляет 56% и потенциал роста в случае обмена на локальные акции после принудительной редомициляции свыше 100%.

Ключевые риски

По всем сделкам, кроме депозитарных акций

- 1) ЦБ может обнаружить в цепочке недружественного продавца.
- 2) Все денежные средства для локальных участников могут поступить только на счет “С”, вместо обычного брокерского.
- 3) ЦБ может ограничить расчеты между НРД и ЦКД/ЦАД.
- 4) Локальных игроков могут не допустить к обмену акций в случае редомициляции, если от локального брокера не будет получено подтверждение того, что в цепочке нет недружественных нерезидентов.

**Российская Федерация, 123112, г. Москва
наб. Пресненская д.12, оф. 9.5 (башня Федерация)**

тел.: +7495 21-21-101

Общество с ограниченной ответственностью «Инвестиционная компания «Айгенис» (далее — Компания) не несет ответственности и не дает каких-либо гарантий в связи с передачей маркетинговых материалов, которые могут представлять для Вас интерес. Материалы, предоставляемые Компанией, предназначены исключительно для использования в образовательных и ознакомительных целях, не являются офертой, не являются предложением заключить сделку, не являются инвестиционной рекомендацией. Предоставляемая Компанией информация подлежит тщательному анализу и оценке перед принятием Вами какого-либо решения на основе переданной Компанией информации. Подтверждая свое желание познакомиться с предоставленной Вам информацией, Вы тем самым выражаете свое полное согласие в том, что Компания не несет ответственности за правильность или ошибочность любых Ваших решений, принятых на основе какой-либо информации, предоставленной Вам Компанией. Ни при каких обстоятельствах Компания не будет нести ответственности ни перед Вами, ни перед другой Стороной за какой-либо ущерб, возникший в результате использования Вами предоставленной информации, за любую упущенную выгоду. Вся ответственность за использование предоставленной информации возлагается на Вас, и Вы целиком и полностью принимаете эту ответственность. При возникновении у Вас каких-либо вопросов, связанных с предоставленной Вам информацией, рекомендуем обратиться к специалистам Компании за разъяснениями. Передаваемая информация носит конфиденциальный характер, в силу чего не подлежит разглашению и передаче ни в какой форме. Вы принимаете на себя обязательства обращаться с предоставленной информацией как с конфиденциальной, чтобы не допустить несанкционированного разглашения и передачи данной информации

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг:

брокерская деятельность – № 045-14147-100000 от 02.08.2022

дилерская деятельность – № 045-14147-010000 от 02.08.2022

депозитарная деятельность – № 045-14147-000100 от 02.08.2022

управление ценными бумагами – № 045-14147-001000 от 02.08.2022