

РЫНОК ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ ЖДУТ СЕРЬЁЗНЫЕ ПОТряСЕНИЯ

Резюме

Замещение еврооблигаций с центральным хранением в Euroclear или «рублизация» внешних долговых обязательств, а также репатриация офшорного капитала и редомициляция российских компаний с зарубежной пропиской в специальные экономические зоны РФ (Яндекс, TCS Group, X5 Group и др.) вызваны функциональной необходимостью в условиях геополитической напряжённости и жёстких западных санкций. Эти меры призваны обезопасить и вернуть из-за рубежа капитал, который до начала СВО инвесторы стремились вывести из России.

Совокупный объём рынка замещающих облигаций может составить 45% от общего номинального объёма еврооблигаций в иностранной валюте, которые находятся в обращении и на данный момент имеют центральное хранение в Euroclear. Это заметно снижает долю нерезидентов в российских активах, в том числе в пуле активов, предназначенных для обмена. В настоящее время замещающие еврооблигации – это один из лучших примеров государственной политики «рублизации» российских активов в связи с жёстким санкционным давлением со стороны Запада. Скорее всего, рынок замещающих облигаций ждут довольно серьёзные, но временные потрясения. Это открывает хорошую возможность для покупки – доходности пока остаются привлекательными, хотя за последние три месяца они стремительно снизились: с 9,7% в среднем до 6,8% (YTM). Новый дополнительный объём замещающих облигаций, по нашей оценке, может составить \$13,5 млрд, то есть вырасти почти вдвое в течение 6-7 месяцев как было ранее.

Сложная история успеха

С начала четвертого квартала 2022 года и по настоящее время объём замещающих еврооблигаций внутри НРД вырос до \$16,1 млрд (1,5 трлн руб.) **Он на 79% состоит из выпусков Газпрома (они находятся на завершающей стадии второго раунда)**, а небольшой остаток приходится на семерых эмитентов (Лукойл, ФосАгро, Борец, Совкомфлот, ММК, Металлоинвест и ГК ПИК). Всего в обращении находятся 32 выпуска, половина из них – это повторное замещение. У Газпрома в настоящее время остаются незамещёнными всего 6 выпусков из 21 с номинальной стоимостью \$5,3 млрд. По нашим оценкам, из них примерно треть будет дополнительно размещена внутри НРД, поскольку средний объём дополнительного выпуска в рамках второго раунда составил 26% (в первом раунде – более 45%).

Самый доходный инструмент за короткий период

Замещающие еврооблигации показали лучшие темпы роста среди всех классов российских активов за короткий промежуток времени. Замещающие облигации внутри НРД с конца июля – середины августа (когда котировки цен длинных бумаг были на локальном минимуме) выросли в цене на 15% за три месяца (индекс МосБиржи за тот же период прибавил 10%). Такой рост эквивалентен 60% годовых. При этом короткие облигации подорожали на 6-7%. **Таким образом, за три месяца вся кривая доходности замещающих облигаций снизилась на 300 б. п. до 6,8% (YTM) с пиковых уровней выше 9,8% (YTM).** Исходя из нашей изначальной оценки без учета новых замещений, сохраняется долгосрочный потенциал снижения доходности ещё на 200 б. п. до 4,8% или роста котировок более чем на 8% для облигаций с длиной дюрацией (с длинным

сроком к погашению). Основной рост по большей части уже позади. Главная причина столь активного роста замещающих еврооблигаций внутри НРД – это резкое сокращение нового предложения таких бумаг, повышение волатильности и ослабление рубля, который летом за короткий период подешевел против доллара более чем на 25%.

Динамика и ключевые технические особенности – застой после бурного роста

Исторически замещающие облигации сильно отставали по ценовой динамике от рубля или двигались в противоположном направлении. Пара USD/RUB активно росла с конца января и достигла пика 14 августа, тогда как цены замещающих облигаций в валюте продолжали падать, а доходности к погашению росли. **Во многом это объясняется тем, что за шесть месяцев 2023 г. (с начала февраля и до конца июля) в НРД было замещено более 70% от совокупного текущего объёма замещаемых выпусков.** Затем более двух месяцев на рынке продолжался «застой», а в октябре Газпром провёл замещение четырёх выпусков в рамках второго раунда. **Таким образом, с конца июля (за исключением октября) активность на рынке замещающих облигаций в НРД была ограниченной и спорадической, а ликвидность – низкой.** При этом общая ликвидность замещённых выпусков не сильно изменилась – она была ограничена из-за отсутствия крупных институциональных игроков, что обусловлено валютной структурой бумаг и большими дисконтами к РЕПО. Согласно данным ЦБ («Обзор рисков финансовых рынков» за август 2023 г.), на кредитные организации приходится 35,3% от общего объёма замещающих облигаций, учитываемых в российских депозитариях, а 27% – на НКО и население. **По данным ЦБ, наибольший прирост объёма таких бумаг наблюдается среди населения и НКО. Эта тенденция, вероятно, продолжится на фоне общей дедолларизации депозитов и отсутствия такой альтернативы как валютное хеджирование.**



Что покупать?

Мы отобрали из 32 выпусков замещенных облигаций наиболее актуальные по потенциалу росту цены и текущей доходности к погашению, исходя из разницы котировок в настоящий момент и в начале года, когда цены были на справедливых уровнях (судя по кривой доходности). Среднесрочный потенциал роста у самых привлекательных выпусков с дальним сроком погашения составляет около 9% против 4-5% в среднем вдоль кривой. **Данная оценка исходя из текущих уровней и безусловно будет выше после падения цен из-за новых замещений.**

Мы считаем наиболее привлекательными по доходности к погашению (YTM) и потенциалу роста котировок следующие выпуски: Газпром, 3027-1-Д RU000A1056U0; Газпром, 3034-1-Д RU000A105A95; Газпром, 3037-1-Д RU000A105RH2; Лукойл, 30-27 RU000A1059P4 и прочие по списку ниже.

Выпуск	ISIN	Купон, %	Валюта	Доходность к погашению, % (YTM)	Средняя цена, %	Погашение /колл- опцион	Долгосрочный целевой рост цен, %	Объём в обращении, \$ млн	Дата купона
Газпром Капитал, Б3026-1-Е	RU000A105QX1	3,9	EUR	н/д	73,7846	26 янв 26	14,3%	551	26 янв 24
Газпром Капитал, 3027-1-ФР	RU000A105XA5	1,5	CHF	7,2%	82,5529	30 июн 27	13,9%	173	30 июн 24
Газпром Капитал, Б3026-1-Д	RU000A105QW:	4,6	USD	н/д	78,5886	26 янв 26	10,4%	1 069	26 янв 24
Газпром Капитал, 3034-1-Д	RU000A105A95	8,6	USD	7,5%	109,4087	28 апр 34	10,2%	749	28 апр 24
Газпром Капитал, 3027-1-Д	RU000A1056U0	5,0	USD	6,7%	95,04	23 мар 27	9,2%	402	23 мар 24
Газпром Капитал, 3037-1-Д	RU000A105RH2	7,0	USD	7,5%	99,6105	16 авг 37	7,4%	903	16 фев 24
Лукойл, 30-30	RU000A1059Q2	3,9	USD	5,9%	89,7938	06 май 30	7,2%	287	06 май 24
Газпром Капитал, 3029-1-Д	RU000A105KU0	3,0	USD	7,2%	82,2362	27 янв 29	6,8%	1 172	27 янв 24
Газпром Капитал, 3031-1-Д	RU000A105JT4	3,5	USD	7,4%	78,0653	14 июл 31	6,7%	479	14 янв 24
Лукойл, 30-31	RU000A1059R0	3,6	USD	5,9%	86,0692	26 окт 31	6,6%	254	26 апр 24

Новые замещения и их влияние: рекордный приток может сначала обрушить рынок

При успешном замещении совокупная доля замещающих еврооблигаций (\$16,1 млрд уже замещённых плюс предполагаемые дополнительные \$13,5 млрд) может составить 44% от всего объёма еврооблигаций в обращении (\$67 млрд), включая суверенные бумаги, а также выпуски банков и компаний с центральным хранением в Euroclear в валюте (тикер XS). Только за уходящий 2023 г. объём погашений по номиналу с учетом еврооблигаций Россия-23 составил \$16 млрд.

По нашей оценке, доступный объём еврооблигаций в обращении, выпущенных российскими юрлицами в валюте с центральным хранением в Euroclear (включая суверенные облигации Минфина РФ), составляет \$67 млрд, при этом около \$16 млрд было погашено с начала года.

По нашим оценкам, в рамках майского указа президента РФ (поправка в указ президента РФ от 5 июля 2022 г. № 430) в ближайшие полгода дополнительный максимальный объём новых замещений может составить \$13,5 млрд (1,2 трлн руб.). Из них 31% придётся на выпуски Минфина РФ, а более 75% – на Минфин и ещё четырёх эмитентов: МКБ, ГТЛК, РЖД и ВТБ. Пока только компания ФосАгро первой в июле успешно выполнила указ президента.

Эмитент	Текущий объём задолженности по номиналу, \$ млрд	Оценка объёма замещения внутри НРД (по номиналу), \$ млрд	Статус замещения
Минфин РФ (тикер XS)	7,8	4,2	Правительство и Минфин РФ одобрили замещение до конца года
МКБ	3,6	1,8	Одобрено советом директоров
ГТЛК	3,2	1,6	Одобрено советом директоров
РЖД	2,3	1,2	В процессе принятия решение
ВТБ	2,2	1,1	Одобрено советом директоров (субординированные)
Газпром (второй раунд)	2,6	0,9	В процессе завершения
Альфа-Банк	1,3	0,7	Одобрено замещение только рублевых выпусков на 25 млрд руб.
Совкомбанк	1	0,5	Одобрено советом директоров
Тинькофф Банк	0,9	0,5	Одобрено советом директоров
Nordgold	0,4	0,2	Одобрено советом директоров
ТМК	0,5	0,3	Одобрено советом директоров
Домодедово	0,45	0,2	Одобрено советом директоров
ЧТПЗ	0,3	0,2	Одобрено советом директоров
ХКФБ	0,2	0,1	Одобрено советом директоров
Всего	26,8	13,5	

Ключевые допущения для расчетов

При оценке мы учитывали следующие допущения:

1. Внутри НРД будет замещаться в среднем 51% объёма каждого выпуска (судя по объёмам предыдущих замещений) или объём, ранее объявленный эмитентом (как в случае ГТЛК – только 50%).
2. Для госзаёмщиков мы исключили замещение коротких выпусков с погашением до конца следующего года и выпусков только в валюте.
3. Мы считаем, что РЖД проведёт замещение валютных выпусков.
4. Мы можем учитывать только сделки и долю держателей до 11 августа 2023, когда ЦБ провёл встречу с российскими брокерами, после чего они ограничили торги во внешнем контуре для российских активов, которые торгуются через Евроклир.

Крупнейшие заёмщики

Первый раунд замещения

Согласились	Разрешено не замещать	В процессе принятия решения	Гибридное замещение
Минфин РФ	Северсталь	РЖД	СИБУР
Домодедово		ВЭБ	СУЭК
ТМК		Кокс	
ЧТПЗ		НЛМК	
Тинькофф Банк		Норникель	
МКБ		АЛРОСА	
Nordgold		Полюс	
МКБ			
ХКФБ			
ВТБ (суборд.)			
Альфа-Банк (рублёвые)			
ГТЛК			

Санкционные банки и субординированные выпуски

Самым крупным заёмщиком по совокупному объёму замещающих облигаций станут крупнейшие российские банки, в числе которых МКБ, ВТБ, Совкомбанк и Тинькофф Банк. Совет директоров Альфа-Банка пока одобрил только замещение еврооблигаций в рублях на 25 млрд руб. При этом у банка находятся в обращении валютные выпуски (включая субординированные) на сумму около \$1,3 млрд по номиналу с центральным хранением в Евроклире. Если все вышеуказанные банки заместят свои выпуски, их суммарный объём может составить \$4,7 млрд, что чуть больше, чем у Минфина РФ.

РЖД ищет обходные пути

РЖД – крупнейший из корпоративных госзаёмщиков, который пытается отказаться от выполнения указа о замещении. Соответствующее решение принимается на уровне правительства. Напомним, что, согласно пояснению, которое Минфин дал в конце июля 2023 года, отказ от замещения возможен только в том случае, если на отказ дали согласие 75% держателей внутри НРД, а срок погашения еврооблигаций наступает до конца 2024 года. Насколько нам известно, большинство компаний сами приняли решение в пользу замещения (см. таблицу выше). В процессе принятия решения пока находятся РЖД, НЛМК, Норникель, Кокс и ВЭБ. Гибридный путь выбрал СУЭК (как ГК ПИК в прошлом году) – компания выпустит заменяющие облигации на выпуск СУЭК-Финанс 2026. Схожий вариант, видимо, выберет СИБУР.

СИБУР подтвердил, что планирует осуществить выплаты по трём выпускам еврооблигаций в обращении совокупным объёмом \$1,5 млрд. Выплаты будут произведены в пользу держателей во внешнем периметре на рублёвые счета типа «Д» после неудачной попытки выкупить бумаги у нерезидентов с дисконтом 50-55%, когда рыночный дисконт составлял 30% и меньше.

Если РЖД проведёт процедуру замещения своих валютных выпусков, она станет второй крупной компанией после ГТЛК, которая планирует заместить половину своих всех валютных обязательства.

Минфин РФ хочет показать пример

Суверенный долг Минфина РФ в валюте в настоящее время составляет \$32,5 млрд, из них \$7,8 млрд с центральным хранением в Euroclear с ISIN XS, а остальные \$25 млрд – с центральным хранением в НРД, где ISIN начинается с RU (это последнее по приоритетности замещение).

Согласно данным ЦБ РФ, за третий квартал 2023 г. доля нерезидентов в еврооблигациях выросла на 1,2% до 45,7% и составила \$15 млрд (снижение на \$1,1 млрд г/г). Вероятно, рост доли нерезидентов связан с переходом из «недружественных» в «дружественные». По нашим оценкам, Минфин РФ вполне может заместить 55% от всего объема, или \$4,2 млрд, из \$7,8 млрд в обращении с центральным хранением в Euroclear.

ООО ИК “Айгенис”

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

+7(495) 21-21-101

Управляющий инвестиционным портфелем

Язев Владимир

vyazev@aigenis.ru

+7 (925) 047-41-46

Отдел продаж инвестиционных продуктов

Алексей Смирнов

asmirnov@aigenis.ru

+7 (999) 003-08-06

Денис Сорокин

dsorokin@aigenis.ru

+7 (929) 938-39-90

Иван Дрень

idren@aigenis.ru

+7 (926) 660-00-50

Валентин Зуйков

vzuykov@aigenis.ru

+7(495) 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