

ПЕРЕД НАЧАЛОМ ЦУНАМИ НОВЫХ ЗАМЕЩЕНИЙ ОБЛИГАЦИЙ

ФЕВРАЛЬ 2024

В преддверии активного замещения евробондов

К настоящему времени 15 эмитентов успешно заместили внутри НРД еврооблигации номинальной стоимостью \$20 млрд, или в среднем 55% от совокупного объема своих евробондов. Средняя текущая доходность к погашению замещенных облигаций немного превышает 7%, что примерно на 150–200 б. п. выше справедливого уровня (то есть их цена ниже справедливой на 7,5–10%). С точки зрения доходности к погашению особый интерес представляют новые выпуски ГТЛК, бессрочные облигации Газпрома, Тинькофф Банка и Совкомбанка (доходность к погашению считается к дате колл-опциона).

Основной риск связан с дополнительным «навесом» предложения (от \$10,8 млрд до \$23,2 млрд) в результате замещения еврооблигаций в ближайшие полгода. **Как следствие, общий объем замещенных облигаций может вырасти до 46% от всего объема российских еврооблигаций, которые находятся в обращении на внешнем контуре, которые обращаются на внешнем внебиржевом рынке, включая суверенные еврооблигации. Мы считаем, что РЖД может удивить рынок и провести первые замещения уже в марте.**

Текущий объем российских еврооблигаций во внешнем контуре, \$ млрд	Текущий объем замещенных облигаций в НРД, \$ млрд	Текущая доля от всех выпусков в обращении, %	Минимальный доп. навес внутри НРД, оценка, \$ млрд	Максимальный доп. навес внутри НРД, оценка, \$ млрд
93,4	19,8	21,0	10,8	23,2

Рынок замещенных облигаций бурно растет

Текущий объем замещенных российских еврооблигаций в НРД достиг \$20 млрд. Это означает, что не менее 34% от общего объема всех корпоративных выпусков в обращении (исключая суверенные выпуски) инвесторы перевели в НРД. Количество эмитентов, заместивших свои еврооблигации, увеличилось до 15, однако основной объем замещений (65%), как и раньше, приходится на выпуски Газпрома. Компания завершает второй раунд замещения евробондов, оставшиеся три выпуска планируется заместить в феврале.

С конца ноября и по настоящее время объем новых замещений превысил \$3,6 млрд благодаря полному замещению всех выпусков ГТЛК на \$1,5 млрд (это чуть меньше половины от общего объема облигаций компании в обращении). С начала года замещение евробондов провели ХКФБ, ТМК, ЧТПЗ и Газпром (второй раунд). Газпром на прошлой неделе объявил оферту по выпуску GAZPRU 4,364 03/21/25, расчеты по обмену запланированы на 9–10 февраля. Таким образом, во втором раунде ближе к концу февраля останется заместить всего два выпуска: GAZPRU 2,95 04/15/25 и GAZPRU 2 1/2 03/21/26, и программа будет успешно завершена.

Минимальный и максимальный потенциальный «навес» до июля 2024

Мы ожидаем, что в ближайшие 6 месяцев (в соответствии с указом президента о продлении срока обязательного замещения еврооблигаций до июля 2024) в НРД будут замещены выпуски еще как минимум на \$10,8 млрд, в основном за счет большой программы, которую будут реализовать РЖД и Минфин РФ.

При замещении приоритет будет отдан выпускам с тикером XS и еврооблигациям с центральным хранением в Euroclear. Однако если Минфин также заместит суверенные евробонды с тикером RU, номинированные в валюте (суверенные еврооблигации с центральным хранением в НРД), то

общая сумма размещения может достичь \$22,6 млрд. Если также учесть размещение еврооблигаций РЖД в рублях, то максимальная сумма дополнительных заимствований в 2024 году составит \$23,2 млрд. Таким образом, потенциальный «навес» от новых размещений евробондов внутри НРД может составить от \$11 млрд до \$23 млрд при допущении, что эмитенты заместят в среднем 50% от общего объема своих выпусков.

В результате объем размещения может увеличиться с текущих \$20 млрд как минимум до \$31 млрд, а возможно, что и до \$43 млрд, – эта сумма уже будет включать примерно 40% от всего объема еврооблигаций (включая суверенные), которые обращаются на внешнем внебиржевом рынке (OTC).

Эмитент	В какой валюте номинированы	Текущий объем задолженности по номиналу, \$ млрд	Оценка объема размещения внутри НРД (по номиналу), \$ млрд	Статус размещения	Срок	Доля от общего объема, %
Минфин РФ, тикер XS	Валютные	7,8	4,2	Правительство и Минфин РФ одобрили размещение	До июля 2024	16%
Минфин РФ, тикер RU	Валютные	23,6	11,8	В процессе согласования	До июля 2024	43%
МКБ	Валютные	3,6	2,0	Одобрено советом директоров	До июля 2024	7%
ГТЛК	Валютные	3,2	1,5	Завершено	Ноябрь – декабрь 2023	6%
РЖД, в валюте	Валютные	2,4	1,3	Одобрено советом директоров	До июля 2024	5%
РЖД, в рублях	Рублевые	1,2	0,6	Одобрено советом директоров	До июля 2024	2%
ВТБ	Валютные	2,2	1,2	Одобрено советом директоров (субординированные)	До июля 2024	4%
Газпром (второй раунд)	Валютные	2,7	0,9	Должно завершиться до конца 1К24 (второй раунд)	До конца 1К24	3%
Алофа-Банк	Валютные	1,3	0,7	Одобрены пока только рублевые выпуски на 25 млрд руб.	До июля 2024	3%
НЛМК	Валютные	1,0	0,5	Завершено	Декабрь 2023	2%
Норникель	Валютные	1,0	0,4	Завершено	Декабрь 2023	1%
Совкомбанк (бессрочные)	Валютные	1	0,6	Завершено	Ноябрь 2023	2%
Тинькофф Банк (бессрочные)	Валютные	0,9	0,4	Завершено	Ноябрь 2023	2%
Nordgold	Валютные	0,4	0,2	Одобрено советом директоров	До июля 2024	1%
ТМК	Валютные	0,5	0,3	Завершено	Декабрь 2023	1%
Дом одедово	Валютные	0,45	0,2	Одобрено советом директоров	До июля 2024	1%
ЧТПЗ	Валютные	0,3	0,2	Завершено	Январь 2024	1%
ХКФБ (бессрочные)	Валютные	0,2	0,1	Завершено	Январь 2024	0%
Всего		53,8	27,1			100%

Влияние максимального «навеса» на рынок размещенных облигаций

Возникновение значительного «навеса» (его объем может превысить текущие \$20 млрд), пусть и распределенного во времени, может негативно повлиять на цены размещенных облигаций. Однако во время последних размещений мы наблюдали **высокую устойчивость рынка и снижение волатильности при росте ликвидности и большом числе участников рынка**. Поддержку рынку также оказывают высокие ставки и жесткая денежно-кредитная политика. Важно отметить, что спрос на размещенные выпуски остается высоким, несмотря на резкое снижение волатильности рубля после введения обязательной продажи валютной выручки экспортеров в конце ноября.

Ожидаемый «навес» может усилить давление на цены размещенных облигаций на фоне вероятного плавного снижения ключевой ставки с конца второго квартала, но затем ситуация, скорее всего, стабилизируется.

РЖД может приятно удивить рынок

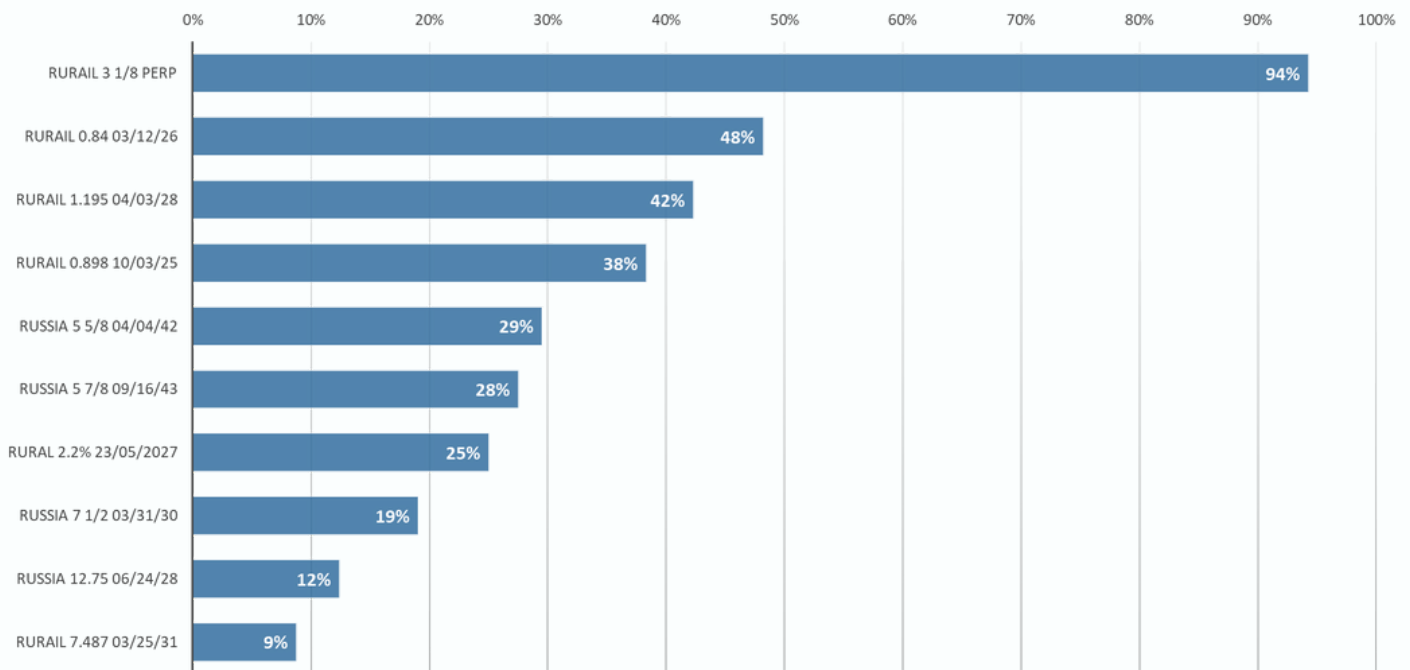
Российские железные дороги (РЖД) в прошлый четверг, 25 января, зарегистрировали бессрочную программу облигаций, сроки погашения которых совпадают с параметрами выпуска еврооблигаций компании (RURAIL 3 1/8 PERP ISIN CH1100259816), подлежащих размещению.

Текущий дисконт этого выпуска на внешнем внебиржевом рынке к потенциальным ценам в НРД составляет более 48%, а потенциальный арбитраж к индикативным ценам в НРД превышает 95%. Как показывает пример Газпрома, после регистрации выпуска проходит около двух месяцев до итогового размещения. Следующий купон по выпуску RURAIL perp должен быть выплачен 23 июня 2027 года. Вероятно, **РЖД будет размещать евробонды исходя не из даты купонов, а уровня сложности. В таком случае первыми будут размещены бессрочные выпуски и еврооблигации,**

номинированные в швейцарских франках. РЖД официально не сообщали о замещении своих еврооблигаций. Выплаты держателям евробондов с августа 2022 проводятся напрямую в российском депозитарии. **Однако из-за блокировки счетов НРД в депозитариях Euroclear и Clearstream вторичное обращение бумаг невозможно для российских инвесторов.**

В конце прошлого года РЖД одобрили программу эмиссии облигаций на 2024 год в размере 463 млрд руб., или \$5,1 млрд. **Мы считаем, что РЖД проведет через НРД замещение всех выпусков, номинированных в валюте, номинальной стоимостью \$2,4 млрд (исключаем выпуск с погашением в марта 2024). Из них, по нашей оценке, чуть больше половины будет замещено внутри НРД. Также допускаем замещение еврооблигаций РЖД в рублях на \$1,2 млрд.**

Потенциальный арбитраж между ценами в НРД и Евроклире



Что покупать?

Для инвесторов на внебиржевом рынке самая выгодная покупка – это еврооблигации РЖД под замещение. По всей кривой этих бумаг средний арбитраж к индикативным ценам внутри НРД составит 43% против 20–22% для суверенных еврооблигаций Минфина с центральным хранением в Euroclear. При покупке еврооблигаций на внешнем контуре есть ограничение на поставку бумаг во внутренний контур из-за требований подтверждения дружественности всей цепочки (просьба уточнить у своего брокера). Локальным держателям мы бы рекомендовали выпуски исходя из доходности к погашению и колл опциона (в случае бессрочных бумаг).

Выпуск	ISIN	Доходность к погашению/оферте, % (YTM)	Средняя цена в НРД, %	Погашение/Call опцион	Остаток, \$ млн	Дата купона
Газпром Капитал, БЗО26-1-Е	RU000A105QX1	17%	79,3	23.01.2023	716	26.01.2025
Совкомбанк, СЗО-02	RU000A107C59	16%	Нет данных	18.12.2023	17	06.02.2024
Тинькофф Банк, TCS-perp2	RU000A107746	14%	82,4	27.11.2023	289	20.03.2024
Совкомбанк, СЗО-01	RU000A107B84	13%	85,7	19.12.2023	116	17.02.2024
Газпром Капитал, БЗО26-1-Д	RU000A105QW3	13%	86,3	22.06.2023	1 069	26.07.2024
ГТЛК, ЗО24-Д	RU000A1077H3	7%	99,3	27.11.2023	252	31.05.2024
Тинькофф Банк, TCS-perp1	RU000A107738	9%	102,2	27.11.2023	146	15.03.2024
ПИК-Корпорация, 001P-05	RU000A105146	8%	94,0	05.08.2022	395	19.05.2024
ГТЛК, ЗО25-Д	RU000A1078V2	7%	99,1	27.11.2023	292	17.04.2024
ЧТПЗ, ЗО-2024	RU000A107JY0	7%	98,4	26.01.2024	261	19.03.2024
Газпром Капитал, ЗО37-1-Д	RU000A105RH2	7%	104,5	13.07.2023	903	16.02.2024
Газпром Капитал, ЗО34-1-Д	RU000A105A95	7%	114,2	06.04.2023	749	28.04.2024

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

Аналитический отдел

Сидоров Александр

asidorov@aigenis.ru

+7 (977) 100-79-00

Трейдинг

Киркевич Александр

akirkevich@aigenis.ru

+7 (993) 230-22-14

Отдел продаж инвестиционных продуктов

Алексей Смирнов

asmirnov@aigenis.ru

+7 (999) 003-08-06

Иван Дрень

idren@aigenis.ru

+7 (926) 660-00-50

Валентин Зуйков

vzuykov@aigenis.ru

+7 (965) 399-52-00

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. Воспроизведение, копирование и иное использование информации, содержащейся в настоящем Отчете, или ее части допускается только с предварительного письменного согласия Компании.

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