

КЛЮЧЕВЫЕ ТРЕНДЫ И СОБЫТИЯ НА РЫНКЕ RUSSIAN DISTRESSED ASSETS

Общая динамика цен на внешнем контуре

Еврооблигации: Ввиду последних событий в РФ, ухудшения геополитической ситуации (после ввода новых санкций) и затяжной процедуры расчетов, особых ценовых колебаний не наблюдается (после скачка цен на российские еврооблигации с мая по конец июня в среднем на 10-15%).

Дальнейшая ценовая динамика будет определяться отдельными корпоративными новостями и заявлениями эмитентов о новых размещениях.

Акции: Инвесторы больше переключаются на депозитарные расписки и акции российских компаний зарегистрированных за рубежом. Среди расписок в основном растут и пользуются спросом ДР НОВАТЭКа, которые за месяц прибавили в цене 15% – с \$65 до \$75, подорожав вслед за локальными акциями. Также важно отметить, что в отдельных случаях наблюдается спрос на депозитарные расписки таких компаний как ЛУКОЙЛ, который закрыл программу депозитарных расписок еще в прошлом году.

Среди зарубежных акций высоким спросом пользуются Yandex, TCS Group и VK.

Депозитарные акции/расписки	ISIN	Цены в Euroclear (lowest bid), \$	Рыночный дисконт к локальной бирже, %	Потенциал роста, %	Динамика с мая по н.в (локальный рынок), %	Динамика с мая по н.в (OTC), %	Комментарий
RosAgro	US7496552057	3,5	-68%	214%	28%	30%	Высокий спрос/Низкая ликвидность
Tinkoff	US87238U2033	15	-58%	139%	26%	30%	Высокий спрос/Средняя ликвидность
Phosagro	RU000A0JRK8	12,7	-54%	116%	3%	7%	Средний спрос/Средняя ликвидности
NOVATEK	RU000A0DKV55	75	-52%	107%	11%	17%	Средний спрос/Средняя ликвидности
Ozon	US69269L1044	10,75	-51%	103%	19%	8%	Средний спрос/Высокая ликвидность
Fix Price	US33835G2057	2,1	-49%	97%	10%	5%	Средний спрос/Высокая ликвидность
Yandex	NL0009805522	14,5	-45%	81%	20%	27%	Высокий спрос/Высокая ликвидность
VK	US5603172082	4	-41%	68%	27%	21%	Высокий спрос/Низкая ликвидность
Среднее значение			-52%	116%	18%	18%	

Давление на цены внутри НРД продолжается

С февраля 2023 года Газпром заместил десять выпусков, еще два планируется заместить в самое ближайшее время – до 20 июля. По нашим оценкам, остается потенциально еще семь выпусков в августе и два выпуска под погашение — GAZPRU 2.949 01/24/24 и GAZPRU 3 1/8 11/17/23. По итогам замещения девяти выпусков в рамках второго раунда, дополнительный привлеченный объем внутри НРД составил всего \$1 млрд, или 10% от номинального объема в обращении.

Как следствие, ликвидность новых замещенных бумаг остается низкой, хотя, по расчетам ГПБ, замещающие бумаги обеспечивают более высокий уровень ликвидности – их средний дневной оборот на локальном корпоративном рынке выше на 16%. Цены внутри НРД с прошлой пятницы резко упали, в среднем на 3-5% по замещенным выпускам Газпрома, на фоне ослабления рубля, ожиданий по росту ставки (рынок закладывает на девять месяцев повышение ключевой ставки на 80 б. п., до 8,3%). На цены также оказал давление отток капитала из-за неудачной попытки вооруженного мятежа, которая спровоцировала продажу ликвидных активов и конвертацию рублевых средств в иностранную валюту. С конца января замещенные выпуски Газпрома подешевели в среднем более чем на 20% в долгосрочном сегменте (от четырех лет) и приблизительно на 5-6% в краткосрочном сегменте. Как следствие, средняя доходность к погашению у длинных выпусков увеличилась до 9,7%, а у коротких – до 8,4%, что втрое превышает уровни, наблюдавшиеся до начала спецоперации, и вдвое показатели марта 2023 года. Это способствует усилению наклона кривой доходности и может инвертировать всю кривую внутри НРД, если цены продолжат падать. Соответственно, средний арбитраж по замещаемым облигациям Газпрома продолжает сокращаться: по выпускам, которые планируется заместить в ближайшее время, он уже составляет от 4% до 12%.

В тоже время заметное снижение арбитража должно сократить спекулятивную составляющую и снизить волатильность цен внутри НРД.

Тикер	Тикер НРД	Купон, %	Валюта	Ближайшая дата купона	Текущий арбитраж (спред НРД/ЕК), %	Потенциал роста до погашения с НКД, %	Динамика цен в НРД (с начала года, %)	Ожидаемый арбитраж через 12м с НКД, %	Ожидаемый срок повторного замещения (оптим.)
GAZPRU 4 1/4 04/06/24	RU000A1059A6	4,3	GBP	06.10.2023	12%	21%	-5%	24%	Заместился
GAZPRU 4.95 03/23/27	RU000A1056U0	5,0	USD	23.09.2023	13%	45%	-15%	36%	Заместился
GAZPRU 8 5/8 04/28/34	RU000A105A95	8,6	USD	28.10.2023	5%	28%	-20%	44%	Заместился
GAZPRU 3.00 29/06/27	RU000A105JH9	3,0	USD	29.12.2023	2%	43%	-15%	27%	Заместился
GAZPRU 3 1/2 07/14/31	RU000A105JT4	3,5	USD	14.07.2023	-2%	78%	-22%	39%	Заместился
GAZPRU 1.54 06/30/27	RU000A105XA5	1,5	CHF	30.06.2024	-4%	51%	-27%	15%	Заместился
GAZPRU 4.5985 PERP	RU000A105QW:	4,6	USD	26.07.2023	2%	55%	-21%	29%	Заместился
GAZPRU 2.95 01/27/29	RU000A105KU0	3,0	USD	27.07.2023	4%	66%	-20%	33%	Заместился
GAZPRU 4.95 02/06/28	RU000A105R62	5,0	USD	06.08.2023	9%	56%	-9%	42%	Заместился
GAZPRU 5.15 02/11/26	RU000A105RG4	5,2	USD	11.08.2023	7%	34%	-8%	30%	Заместился
GAZPRU 7.288 08/16/37	RU000A105RH2	7,3	USD	16.08.2023	-6%	30%	-22%	41%	До 14 июля
GAZPRU 3 1/4 02/25/30	RU000A105SG2	3,3	USD	25.08.2023	0%	71%	0%	30%	До 20 июля
GAZPRU 1 1/2 02/17/27	RU000A105RZ4	1,5	EUR	17.02.2024	10%	57%	-7%	40%	До конца августа
GAZPRU 4.364 03/21/25	RU000A105VL6	4,4	EUR	21.03.2024	9%	29%	-6%	27%	До конца августа
GAZPRU 2.95 04/15/25	RU000A105WJ8	3,0	EUR	15.04.2024	8%	27%	-3%	22%	До конца августа
GAZPRU 2 1/2 03/21/26	RU000A105WH:	2,5	EUR	21.03.2024	8%	38%	-8%	28%	До конца августа
GAZPRU 1.85 11/17/28	RU000A105BY1	1,9	EUR	17.11.2023	2%	59%	-15%	33%	До конца августа
GAZPRU 3.897 PERP	RU000A105QX1	3,9	EUR	26.01.2024	6%	65%	-20%	38%	До конца августа
GAZPRU 2 1/4 11/22/24	RU000A105C51	2,3	EUR	22.11.2023	4%	20%	-5%	17%	До конца августа
GAZPRU 2.949 01/24/24	RU000A105GZ7	2,9	EUR	24.01.2024	12%	18%	-3%	19%	До погашения
GAZPRU 3 1/8 11/17/23	RU000A105BL8	3,1	EUR	17.11.2023	5%	19%	-2%	11%	До погашения
Среднее значение					5%	43%	-12%	30%	

Каким будет эффект от новых замещений?

Потенциальный объем под замещение может составить, как минимум, порядка \$20 млрд, в том числе от \$10 млрд и более – в этом году, если не будет дополнительных сложностей с расчетами, как это было отчасти в случае с отдельными выпусками Газпрома.

На текущей момент спред по потенциальным бумагам под замещение составляет от 11% до 40%, в среднем — порядка 23%. Основной арбитраж – в длинных выпусках РЖД и РФ.

С момента подписания майского указа президента РФ, в рамках дополнительного указа номер 430 об обязательном замещении к 1 января 2024 года, фактически, о начале процедуры замещения объявило только ФосАгро. Эта компания анонсировала, что 30 июня стартует замещение выпусков с погашением в 2025 и 2028 годах, и книга заявок будет открыта с 3 по 13 июля. Завершить размещение планируется соответственно 19 и 21 июля.

Минфин РФ 4 июля внес в бюджетный кодекс поправки, необходимые для процедуры замещения. Мы ожидаем, что приоритет будет отдаваться выпускам с тикером XS ISIN, ввиду ограниченных возможностей для выплат по валютным обязательствам во внешнем контуре. Совокупный объем таких выпусков составляет \$11,5 млрд по номиналу; для сравнения, суммарный номинальный объем всех суверенных бондов в иностранной валюте, включая выпуски с тикером RU, составляет \$36 млрд. Среди крупных заемщиков мы ждем финальных решений от РЖД, ГТЛК, ГМКН, Сибура и НЛМК.

Текущий объем замещенных еврооблигаций внутри НРД превышает \$14 млрд. Рынку будет сложно переварить дополнительный объем \$10 млрд ввиду ограниченного количества игроков на рынке (в основном это физлица) и давления на валютные пассивы институциональных участников рынка.

Тикер	Эмитент	ISIN	Объем в обращении, \$млн	Купон, %	Валюта	Погашение до оферты/Call option	Цены в Euroclear (индикатив), %	Цена в НРД, %	Потенциал роста до погашения с НКД, %	Годовых с НКД, %	Спред (НРД/ЕК), %	Примерная дата замещение
RURAIL 3 1/8 PERP	RUSSIAN RAIL(RZD CAP)	CH1100259816	450	3,125	CHF	23.03.2027	53	75,0	100,2%	27%	42%	Октябрь
RUSSIA 7 1/2 03/31/30	RUSSIAN FEDERATION	XS0114288789	1.456	7,5	USD	31.03.2030	76	100,0	82,0%	12%	32%	Сентябрь/Октябрь
RURAIL 0.84 03/12/26	RUSSIAN RAIL(RZD CAP)	CH0522690715	250	0,84	CHF	12.03.2026	66	83,0	53,8%	20%	26%	Октябрь
RUSSIA 5 7/8 09/16/43	RUSSIAN FEDERATION	XS0971721963	1.500	5,9	USD	16.09.2043	72	90,0	158,1%	8%	25%	Сентябрь/Октябрь
RUSSIA 5 5/8 04/04/42	RUSSIAN FEDERATION	XS0767473852	3.000	5,625	USD	04.04.2042	73	90,0	142,4%	8%	23%	Сентябрь/Октябрь
RURAIL 1.195 04/03/28	RUSSIAN RAIL(RZD CAP)	CH0419041634	150	1,195	CHF	03.04.2028	63	77,0	65,7%	14%	23%	Октябрь
NLMKRU 1.45 06/02/26	OJSC NOVO(STEEL FUNDING)	XS2346922755	500	1,5	EUR	02.06.2026	72	88,0	43,2%	15%	22%	Сентябрь/Октябрь
SIBUR 3.45 09/23/24	SIBUR SECURITIES DAC	XS2010044621	500	3,45	USD	23.09.2024	80	97,2	29,2%	24%	21%	Сентябрь/Октябрь
RURAIL 7.487 03/25/31	RUSSIAN RAIL(RZD CAP)	XS0609017917	627	7,487	GBP	25.03.2031	81	98,0	81,2%	11%	21%	Октябрь
RURAIL 0.898 10/03/25	RUSSIAN RAIL(RZD CAP)	CH0419041618	350	0,898	CHF	03.10.2025	74	89,0	37,1%	17%	20%	Октябрь
IMHRSU 5.9 09/23/25	KOKS (IMH CAPITAL)	XS2232013263	350	5,9	USD	23.09.2025	75	90,0	46,3%	21%	20%	Сентябрь/Октябрь
GMKNRM 2.8 10/27/26	MMC NORILSK (MMC FIN)	XS2393505008	500	3,4	USD	27.10.2026	76	91,0	42,8%	13%	20%	?
SIBUR 2.95 07/08/25	SIBUR SECURITIES DAC	XS2199713384	500	2,95	USD	08.07.2025	76	91,0	37,5%	19%	20%	Сентябрь/Октябрь
TRUBRU 4.3 02/12/27	OAO TMK (TMK CAPITAL)	XS2116222451	500	4,3	USD	12.02.2027	73	87,0	52,4%	15%	19%	Сентябрь/Октябрь
RUSSIA 12.75 06/24/28	RUSSIAN FEDERATION	XS0088543193	2.500	12,75	USD	24.06.2028	102	118,0	61,3%	12%	16%	Сентябрь/Октябрь
RURAL 2.2% 23/05/2027	RUSSIAN RAIL(RZD CAP)	XS1843437036	500	2,2	EUR	23.05.2027	70	80,0	51,4%	13%	14%	Октябрь
GMKNRM 2.55 09/11/25	MMC NORILSK (MMC FIN)	XS2134628069	500	2,55	USD	11.09.2025	81	92,0	29,0%	13%	14%	?
GMKNRM 3 3/8 10/28/24	MMC NORILSK (MMC FIN)	XS2069992258	750	3,375	USD	28.10.2024	85	96,1	22,0%	17%	13%	?
HCDNDA 5.35 02/08/28	DOMODEDOVO	XS2278534099	453	5,35	USD	08.02.2028	64	71,0	80,8%	18%	11%	Сентябрь
SUEK 3 3/8 09/15/26	SUEK SECURITIES DAC	XS2384174228	500	3,4	USD	15.09.2026	84	93,0	29,9%	9%	11%	Октябрь
NLMKRU 4.7 05/30/26	OJSC NOVO(STEEL FUNDING)	XS1843435337	500	4,7	USD	30.05.2026	83	90,0	34,1%	12%	8%	Октябрь
PHORRU 2.6 09/16/28	PHOSAGRO(PHOS BOND FUND)	XS2384719402	500	2,6	USD	16.09.2028	76	81,0	45,1%	9%	7%	До 21 июля
PHORRU 3.05 01/23/25	PHOSAGRO(PHOS BOND FUND)	XS2099039542	500	3,05	USD	23.01.2025	89	93,0	17,1%	11%	4%	До 21 июля
Среднее значение									0,58365929	15%	19%	

ОФЗ и RU-облигации

Порядка 42 суверенных выпусков Минфина РФ доступны к расчетам внутри Euroclear, но число локальных брокеров, готовых проводить сделки для локальных клиентов, довольно лимитировано из-за ограничений ЦБ РФ.

В частности, Банк России запрещает проводить прямые сделки по покупке ОФЗ и RU-облигаций во внешнем контуре для локальных держателей. Некоторые брокеры обходят это ограничение с форвардных соглашений (forward agreements) на данный актив, который хранится на собственной позиции брокера (prop trading)

Дисконты существенно не изменились: они составляют от 60% и более для длинных бумаг и менее 45% для коротких.

Другие важные события прошлой недели

Совкомфлот: очередное продление срока доразмещения выпуска Совкомфлот-2028 (более 70% уже замещено).

МКБ продлил срок подачи согласия на внесение изменений в эмиссионную документацию по ряду выпусков — CRBKMO 3 7/8 09/21/26; CRBKMO 3.1 01/21/26; CRBKMO 4.7 01/29/25; CRBKMO 7 1/2 10/05/27; CRBKMO 7.121 06/25/24.

Сбербанк запустил идентификацию держателей во внешнем периметре, а ВТБ (VTB 6 1/4 06/30/35; VTB 9 1/2 PERP) заявил, что планирует провести выплаты за 2022 год в пользу держателей из России, а также из дружественных стран, чьи права учитываются во внешней инфраструктуре.

По данным газеты «Ведомости», Тинькофф Банк в июне 2023 года уведомил инвесторов об очередной отмене выплаты июньских купонов по двум бессрочным выпускам. Домодедово (HCDNDA 5.35 02/08/28) и МКБ планируют выпустить замещающие облигации, и, в отличие от Тинькофф Банка, исполняют свои обязательства.

**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