

«Замещающие» еврооблигации в НРД – невспаханное поле

Локальный рынок "замещающих" облигаций в НРД первым вернется к справедливым уровням доходности, предшествующим началу спецоперации, поэтому бумаги на этом рынке будут наиболее востребованы у локальных юридических и физических лиц.

Мы выделили самые актуальные выпуски, уже доступные сейчас, и те, что будут вскоре доступны, потенциальная доходность лучших выпусков Газпрома, подлежащих замещению, превышает 30% даже при покупке по текущим ценам в Euroclear и при сохранении этих бумаг в НРД после "замещения".

КТО И ПОЧЕМУ ПОКУПАЕТ "ЗАМЕЩАЮЩИЕ" ОБЛИГАЦИИ?

На текущий момент, как видно на примере "замещающих" облигаций Газпрома, бумаги приобретают в основном юридические лица (более 75% спроса), помимо прочих факторов, для оздоровления баланса и привлечения более выгодного финансирования под залог высококачественных активов.

Нам кажется, спрос будет смещаться в сторону физлиц ввиду высокой привлекательности валютного хеджа и доходности в отсутствие альтернативных валютных инструментов на локальном рынке. Минфин исходя из оценки базовых нефтегазовых доходов в $\text{R}8$ трлн на 2023-2025 гг. видит стабильный курс рубля в диапазоне $\text{R}65-75/\text{\$}$.

По нашей оценке, спрос на "замещающие" облигации в НРД со стороны физлиц может превысить $\text{\$}20$ млрд, что составит 30% всех депозитов в валюте. С начала года объем валютных депозитов физлиц сократился на $\text{R}3,4$ трлн ($\text{\$}53$ млрд) и 60% этих средств ушли на валютные счета банков-нерезидентов.

ОЖИДАЕМЫЙ ОБЪЕМ "ЗАМЕЩЕНИЯ" НА 2023 Г. И СКАЧОК СПРОСА СО СТОРОНЫ ФИЗЛИЦ

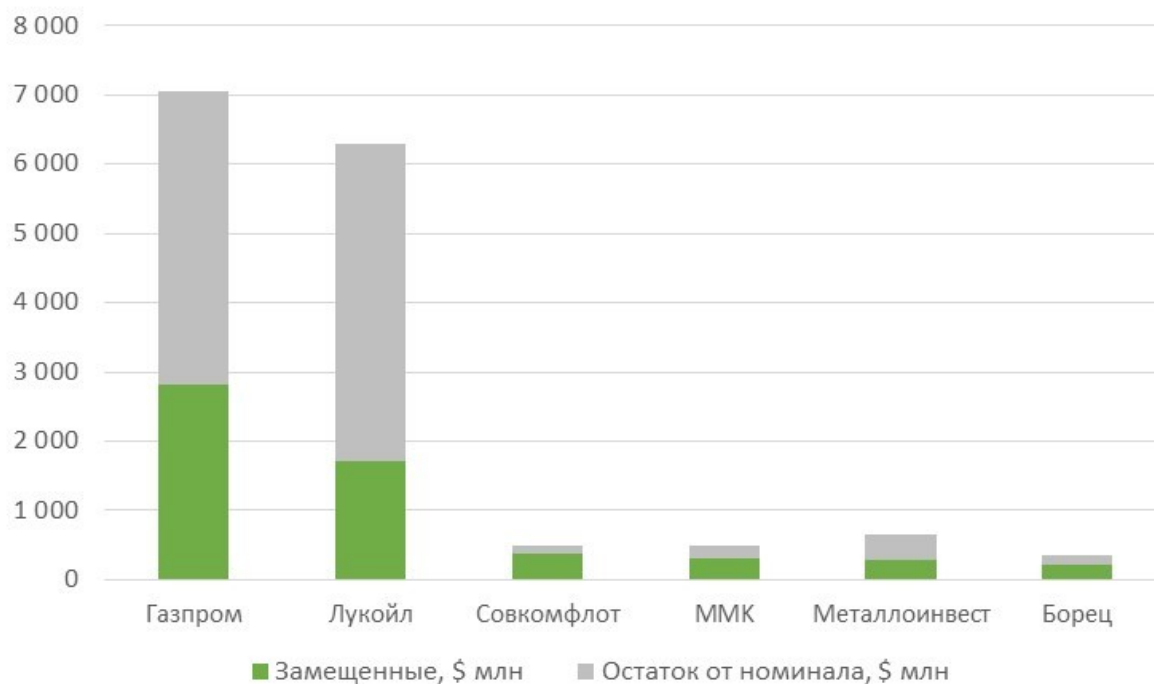
В конце ноября 2022 г. Госдума приняла в первом чтении законопроект, позволяющий российскими заемщикам размещать "замещающие" бонды в 2023 г. На сегодня часть компаний (Газпром, Лукойл, Металлоинвест, Совкомфлот и Борец) разместили свои выпуски на $\text{\$}5,7$ млрд из общего объема по номиналу в $\text{\$}9,7$ млрд, что в среднем составляет 40% от номинала, около 80% пришлось на "замещающие" облигации Газпрома и Лукойла. Исходя из этой пропорции во многом за счет газпромовских выпусков мы ожидаем дополнительные выпуски на $\text{\$}11$ млрд, или $\text{\$}28$ млрд по номиналу, итого $\text{\$}17$ млрд, или $\text{\$}42,5$ млрд по номиналу.

Среди потенциальных эмитентов на замещение можно выделить Норильский

Никель, НЛМК, Фосагро, Полюс и Уралкалий. Замещение в НРД имеет смысл только для компаний не под санкциями в рамках раздвоенных платежей в рублях держателям в НРД и в Euroclear - в валюте.

Тем самым объем "замещенных" бумаг компаний (банки исключаются) в следующем году по номиналу составляет примерно \$42,5 млрд из \$60 млрд находящихся в обращении, или 73% всего объема корпоративных выпусков, но по факту, ввиду высокой доли бумаг в Euroclear, объем "замещенных" бумаг составит \$17 млрд. Исходя из ранних расчетов доля физлиц в выпусках "замещенных" бумаг по номиналу может удвоится до 45% по сравнению с 20-25% сейчас.

ОБЪЕМ "ЗАМЕЩЕННЫХ" ЕВРООБЛИГАЦИЙ В НРД, \$ МЛН



Источник: ITinvest, данные биржи и компаний

СПРАВЕДЛИВАЯ ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

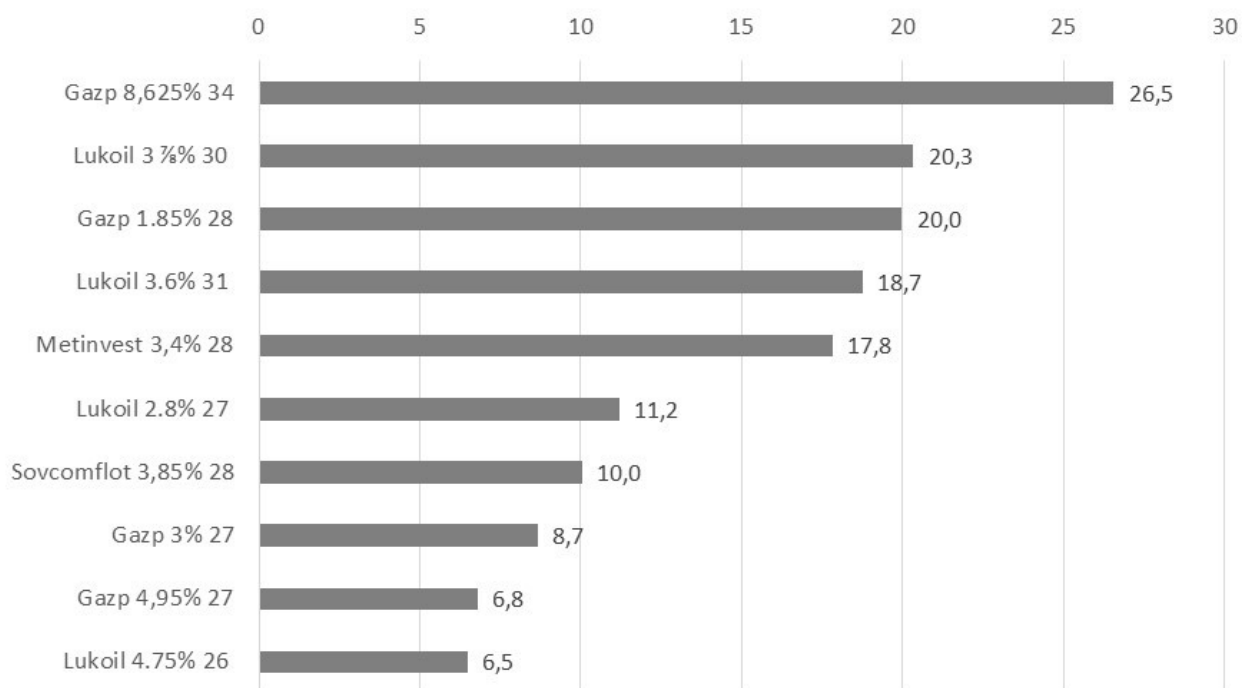
Текущая доходность российских корпоративных облигаций составляет 4,5-6,9% по сравнению с 0,25-3,5% до начала спецоперации, когда в мире действовали нулевые валютные ставки, отмечалась низкая инфляция, а валютная ликвидность была в избытке. **Мы считаем справедливым диапазон доходности в 2-4,5%, что предполагает ее снижение на 2,5% и удорожание "замещенных" облигаций более чем на 15% без учета НКД в ближайшие полгода. При покупке бумаг в Euroclear и "замещении" в НРД даже сейчас можно рассчитывать на**

значительно более высокую доходность (превышающую исходную в два-три раза).

КАКИЕ БУМАГИ ПОКУПАТЬ ИЗ ЧИСЛА "ЗАМЕЩЕННЫХ"?

Предполагаемый потенциал ценового роста "замещающих" бумаг, торгуемых в НРД, в частности Gazp 8,625% 34, превышает 25% без НКД. Этот выпуск Газпрома сейчас торгуется в НРД по 115% и, вероятно, подорожает до 135-140% от номинала, что приведет к снижению доходности к погашению с 6,7% сейчас до 4,2%. В этом контексте крайне интересными выпусками для покупки в НРД **выглядят Gazp 8,625% 34, Lukoil 3 7/8% 30, Gazp 1.85% 28, Lukoil 3.6% 31, Metinvest 3,4% 28, Lukoil 2.8% 27 и Sovcomflot 3,85% 28.**

ПОТЕНЦИАЛ РОСТА "ЗАМЕЩЕННЫХ" БУМАГ В НРД БЕЗ НКД (ЧИСТАЯ ПЕРЕОЦЕНКА), %



Источник: ITinvest

КАКИЕ ВЫПУСКИ ИЗ ПОДЛЕЖАЩИХ "ЗАМЕЩЕНИЮ" ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫ ДЛЯ ПОКУПКИ?

Доход инвесторов, приобретавших бумаги в Euroclear, даже с небольшим дисконтом к номиналу (сейчас - 20-25%), может удвоиться после замещения бумаг при их продаже впоследствии в НРД.

Среди выпусков, подлежащих замещению, стоит обратить внимание на GAZPRU 7.288 08/16/37, цена которого в НРД после замещения вырастет с номинала на

37% при справедливой доходности в 4,7%. Суммарная доходность при покупке бумаг в Euroclear может составить 57%.

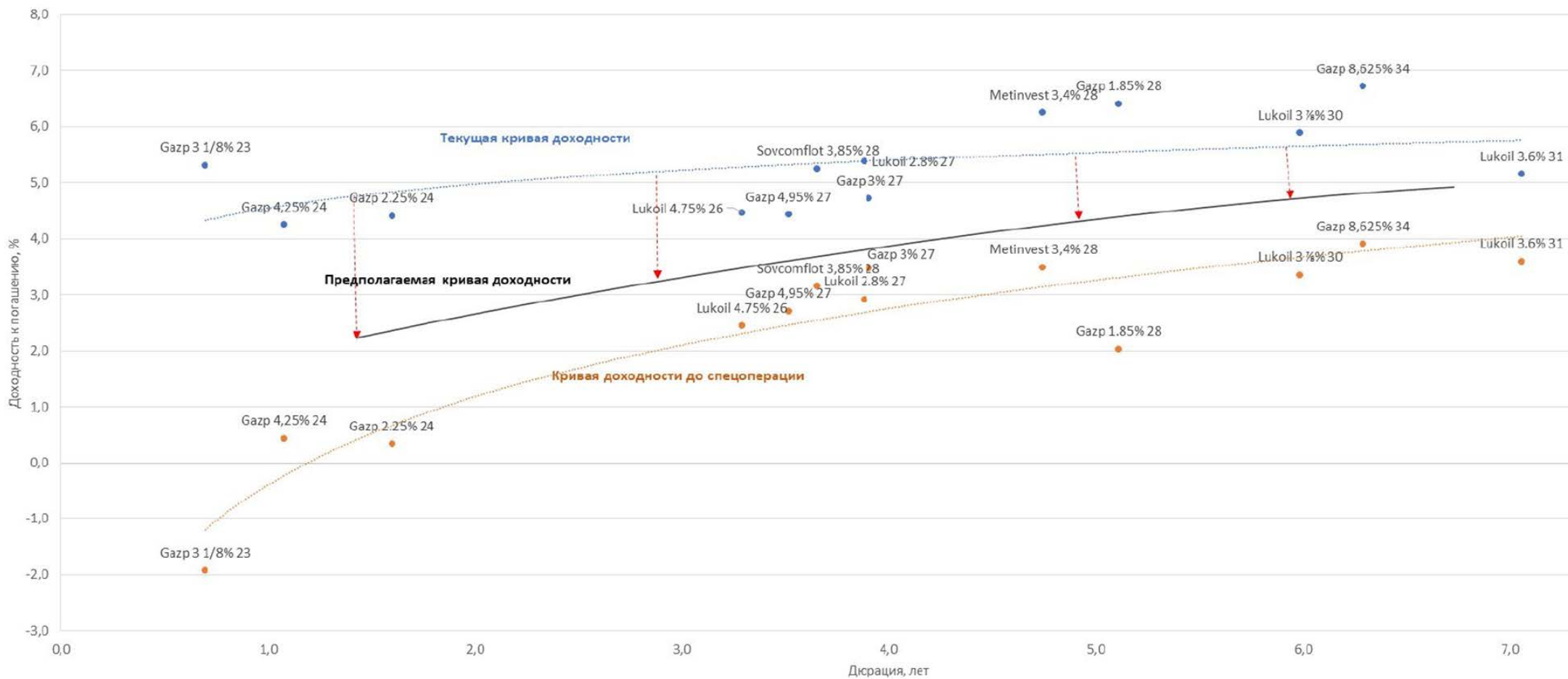
Доходность выпусков **Gazprom 29, Gazprom 31, Gazprom 25** и других превысит 31% при покупке в Euroclear по текущим ценам и росте цен до достижения справедливой доходности в НРД.



Источник: ITinvest

*Оценка доходности при покупке в Euroclear по текущей цене к предполагаемой начальной цене "замещения" в НРД

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ ЗАМЕЩЕННЫХ БУМАГ



Источник: ITinvest

КОНТАКТЫ

Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | Mikhail.Durov@itinvest.ru

Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | Iskander.Lutsko@itinvest.ru

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | Olga.Nikolaeva@itinvest.ru

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | Stanislav.Yudin@itinvest.ru

Елизавета Хёрн | Аналитик | Elizaveta.Herne@itinvest.ru

Олег Макаров | Главный редактор | Oleg.Makarov@itinvest.ru

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITINVEST:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.І, ком. 1–51

ТЕЛЕФОН:

(495) 933–32–35 | 8 800 200–32–35

ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://itinvest.ru/>