

РЫНОК ОФЗ: ВЗГЛЯД НА АУКЦИОНЫ

Минфин в ходе сегодняшнего аукциона предложит рынку 10 млрд руб. ОФЗ-24018 с плавающей ставкой купона. Напомним, это трехлетняя бумага с полугодовыми купонными периодами. Первый купон был установлен на уровне 10,89%, выплаты по 2-6 купонам привязаны к средней ставке RUONIA за предшествующие купонные периоды с премией 0,74% (так, например, 2-й купон определяется на основе средней ставки RUONIA за 6 месяцев до его установки, и т.д.).

Дебют выпуска на прошлой неделе привлек внимание инвесторов – Минфину удалось разместить 2,5 млрд руб., что стало наибольшим объемом размещения на аукционе с 8 октября прошлого года.

При оценке справедливой стоимости данного инструмента у инвесторов возникает ряд сложностей. Во-первых, характер определения денежных потоков («сдвиг» выплаты купона на 6 месяцев вперед относительно даты его установки) не позволяет оценивать бумагу как облигацию, у которой цена в момент переустановки купона равна номиналу. Как следствие, неверно рассматривать ее как короткий инструмент, обеспечивающий «понятную» доходность с премией к стоимости фондирования (ставке RUONIA).

Кроме того, сдвинутые купоны делают невозможным хеджирование рисков по бумаге, так как по существующим свопам, основанным на ставке RUONIA (OIS), «плавающий» платеж определяется на основе ставки RUONIA за текущий купонный период (а не за предыдущий период, как в случае с размещаемой бумагой).

Во-вторых, кривая OIS, с помощью которой можно смоделировать купоны по бумаге, не существует на горизонте более 1 года. На более долгосрочном отрезке единственным выбором является кривая IRS, однако появляется необходимость в корректировках, так как она базируется на ставке 3-месячной Mosprime.

Для оценки справедливой стоимости мы используем описанный выше метод. Так как ставка второго купона будет зафиксирована на базе средней ставки RUONIA +0,74% за первые 6 месяцев до его определения (с 29 декабря 2014 по 29 июня 2015 г.), наша оценка этого купона равняется ставке 6M OIS. По той же логике третий купон мы получаем в виде форвардной ставки из кривой OIS 6x12. Для оценки последующих купонов мы используем 6-месячные форвардные ставки кривой IRS, которые мы корректируем в соответствии с исторической зависимостью между ставками RUONIA и 6M MosPrime за последние 12 месяцев. Полученные купоны мы дисконтируем по ставкам бескупонной кривой ОФЗ, рассчитываемой ММББ.

Наш анализ дает оценку **справедливой цены по бумаге около 98% номинала**: вчера ОФЗ-24018 закрывалась на уровнях цены 94,5/95,0% – согласно нашей оценке платежей по бумаге, это соответствует доходности к погашению ~16% годовых. Отметим, что наша оценка не включает премию за первичное размещение и «новаторский» характер выпуска.

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

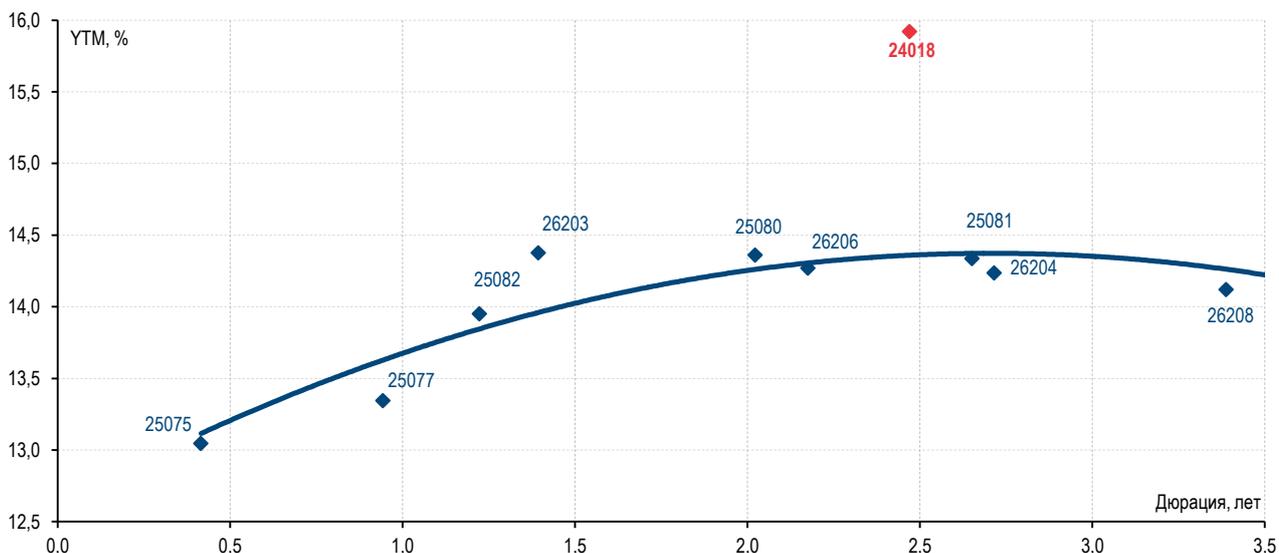
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

Артем Бекетов

+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

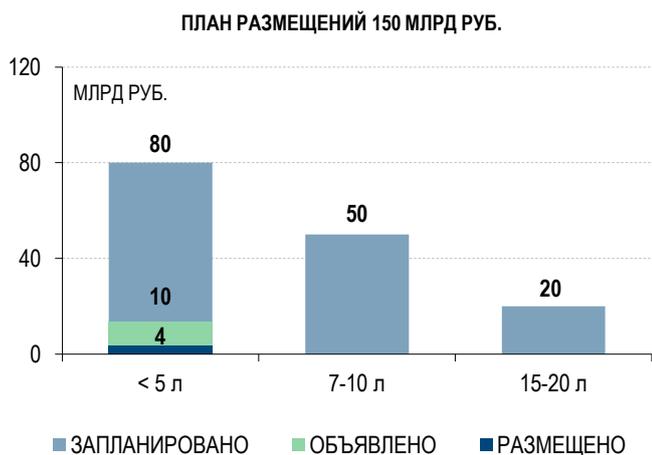
Artem.Beketov@gazprombank.ru

Позиционирование ОФЗ-24018 (3 года) на кривой



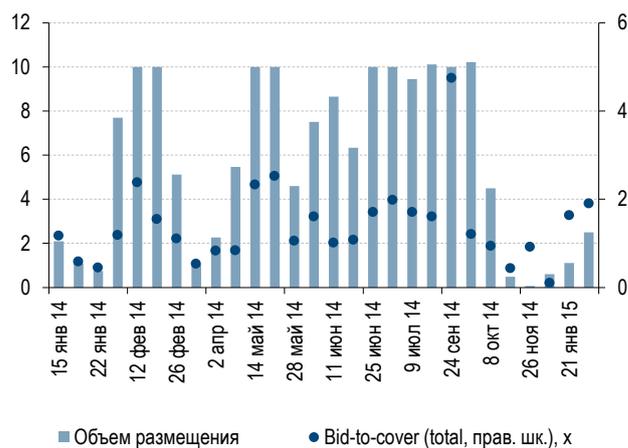
Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

Исполнение плана заимствований в 1К15



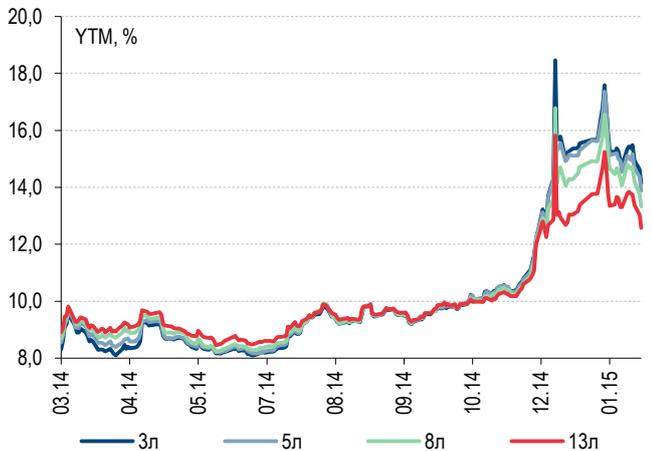
Источник: Минфин, оценки Газпромбанка

Результаты аукционов ОФЗ в 2014-2015 гг.



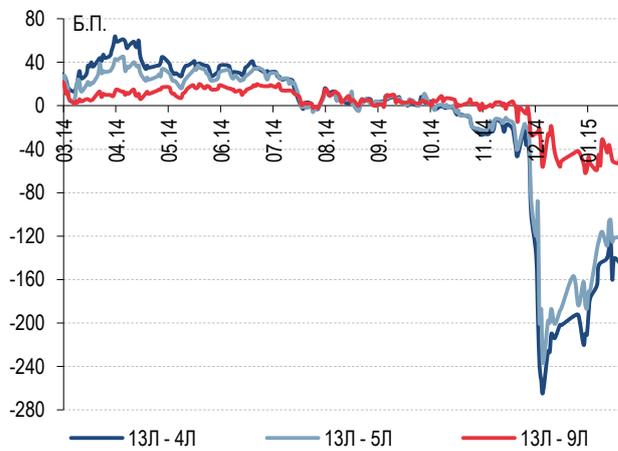
Источник: Минфин, оценки Газпромбанка

Динамика доходности по ключевым срокам ОФЗ



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

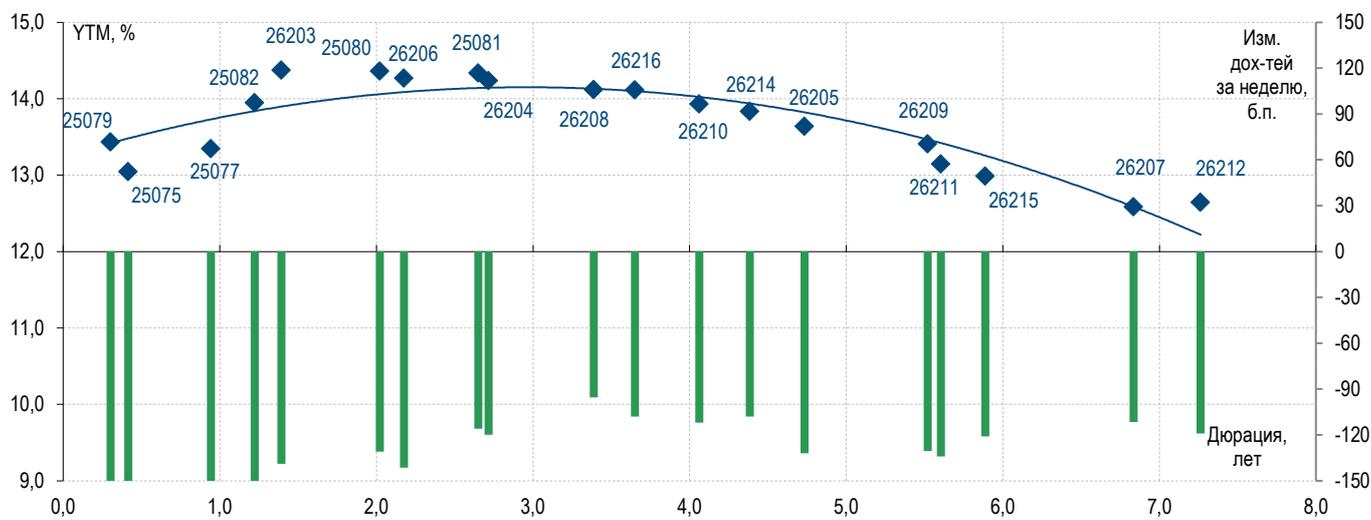
Спреды доходности по ключевым срокам ОФЗ



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка



Кривая ОФЗ по состоянию на 03/02/2015 с недельным изменением доходностей (прав. шк.)



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

РЕЗУЛЬТАТЫ АУКЦИОНОВ В 2014-2015 ГГ.

ДАТА АУКЦИОНА	ВЫПУСК	ДАТА ПОГАШЕНИЯ	ОБЪЕМ ПРЕДЛОЖЕНИЯ	ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЯ (НОМИНАЛ)	ВІD-TO-COVER	СРЕДНЕВЗВЕШЕННАЯ ДОХОДНОСТЬ
15.01.2014	26214	27.05.2020	20 000	1 000	0,58	7,55
15.01.2014	25082	11.05.2016	10 000	2 092	1,17	6,67
22.01.2014	26215	16.08.2023	10 000	7 694	1,18	8,01
22.01.2014	26216	15.05.2019	10 000	750	0,45	7,43
12.02.2014	26215	16.08.2023	10 000	10 000	2,38	8,05
12.02.2014	26216	15.05.2019	10 000	10 000	1,55	7,69
26.02.2014	26212	19.01.2028	10 000	5 120	1,10	8,51
26.02.2014	26214	27.05.2020	10 000	1 015	0,54	8,14
02.04.2014	26215	16.08.2013	10 000	2 262	0,23	8,93
02.04.2014	26216	15.05.2019	10 000	5 465	0,55	8,59
14.05.2014	26215	16.08.2023	10 000	10 000	2,33	8,94
21.05.2014	26212	19.01.2028	10 000	10 000	2,53	8,84
28.05.2014	26216	15.05.2019	10 000	4 634	1,06	8,62
04.06.2014	26215	16.08.2023	10 000	7 481	1,61	8,56
11.06.2014	26212	19.01.2028	10 000	8 651	1,01	8,61
18.06.2014	26216	15.05.2019	10 000	6 339	1,08	8,47
25.06.2014	26215	16.08.2023	10 000	10 000	1,71	8,43
02.07.2014	26216	15.05.2019	10 000	10 000	1,98	8,25
09.07.2014	26214	27.05.2020	10 000	9 442	1,71	8,35
16.07.2014	26216	15.05.2019	15 000	10 112	1,61	8,54
24.09.2014	26215	16.08.2023	10 000	10 000	4,75	9,37
01.10.2014	26212	19.01.2028	15 000	10 209	1,21	9,44
08.10.2014	26215	16.08.2023	10 000	4 500	0,94	9,63
19.11.2014	25082	11.05.2016	5 000	491	0,43	10,06
26.11.2014	26215	16.08.2023	5 000	603	0,92	10,39
26.11.2014	25082	11.05.2016	5 000	70	0,10	10,20
21.01.2015	25082	11.05.2016	5 000	1 113	1,64	15,27
27.01.2015	24018	27.12.2017	5 000	2 508	1,9	-

Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка



Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00

ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

+7 (495) 988 23 75

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 983 18 80

ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

+7 (495) 988 24 10

ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

+7 (499) 271 91 04

Copyright © 2003 – 2015. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — «Банк ГПБ (АО)») на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако «Банк ГПБ (АО)» не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение «Банка ГПБ (АО)» может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. «Банк ГПБ (АО)» не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни «Банк ГПБ (АО)» не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. «Банк ГПБ (АО)» и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете. Действия «Банка ГПБ (АО)» в дальнейшем не должны рассматриваться как стимулирующие или побуждающие инвестировать средства или иным образом участвовать в каких-либо сделках, участие в которых запрещено законодательством или прочими нормативно-правовыми актами, а равно как посреднические действия или действия, способствующие участию в таких сделках. Инвесторы должны самостоятельно оценивать законность сделок, совершаемых после ознакомления с материалами «Банка ГПБ (АО)», в соответствии с законодательством об экономических санкциях или прочими нормативно-правовыми актами, регулирующими их инвестиционную деятельность.