

VTB PERP

Выпуск остается дорогим, с учетом вероятности исполнения колл-опциона

VTB перп (УТС 3,3%) остается дорогим инструментом, с учетом высокой вероятности исполнения колл-опциона в 2022 г. на фоне более привлекательных альтернатив на российском рынке. Ряд инвесторов на сегодняшний день, вероятно, недооценивают данные риски.

Для тех инвесторов, кто готов принять исполнение колл-опциона в 2022 г., есть ряд привлекательных альтернатив в близкой дюрации и с сопоставимым уровнем риска. Во-первых, это чуть более длинный выпуск RSHB 23 sub, который обеспечивает премию ~10 б.п. к VTB перп (при историческом дисконте ~110-120 б.п.). Во-вторых, это Alfaru 8 перп, который также имеет высокие шансы на исполнение колл-опциона в 2022 г. из-за высокого купона и торгуется с премией к VTB перп ~150 б.п. (почти вдвое выше исторической).

Колл-опцион по VTB перп, скорее всего, будет исполнен...

Вероятность исполнения колл-опциона VTB перп по-прежнему высока на фоне следующих факторов: 1) дороговизна инструмента для ВТБ (купон 9,5%/~9,2% до/после колл-опциона против средней стоимости валютных ресурсов для банка ~2,5%), 2) дедолларизация баланса банка (валютные активы ВТБ составляют 17,7% баланса против 20,5% по сектору на 01.12.20), что снижает потребность ВТБ в валютном капитале для обеспечения меньшей чувствительности нормативов к колебаниям курсов, 3) валютный капитал формирует структурно длинную валютную позицию у ВТБ, что создает излишнюю волатильность его прибыли по МСФО.

...и, вероятно, замещен рублевым долгом

Основным аргументом в пользу сохранения VTB перп остается сравнительно слабый запас по капиталу банка (особенно по нормативам Н1.2 и Н1.0). Этот риск по-прежнему актуален, так как без VTB перп ВТБ рискует сильно «пробить» нормативы с учетом буферов, даже принимая во внимание ожидаемое восстановление рентабельности в 2021 г. Выходом из этой ситуации может стать выпуск более экономически оправданного рублевого вечного долга (его стоимость для ВТБ может составить сейчас 7,9-8,0% против средней стоимости рублевых ресурсов на уровне ~4,5%).

ВТБ пока не рассматривает данный шаг. Однако его можно ожидать до конца года (ВТБ уже выпустил рублевые субординированные облигации в конце 2020 г.). При этом значительный требуемый объем размещения (~170 млрд руб. для замещения VTB перп в капитале) не должен стать проблемой с учетом сильного внутреннего спроса на высокодоходные инструменты, в том числе от клиентов самого ВТБ.

Специфические риски по VTB перп отходят на второй план...

Ранее мы указывали на дополнительные риски по VTB перп в условиях пандемии, в частности, на ковенанту отказа от купонов в случае падения достаточности общего капитала по МСФО ниже 6%. После успешного размещения субординированных облигаций в конце 2020 г., а также учитывая ожидаемое восстановление рентабельности в 2021 г., данные риски, на наш взгляд, потеряли свою остроту.

...но инструмент все равно выглядит дорого относительно аналогов

Доходность VTB перп к колл-опциону выглядит неоправданно низкой (3,3%) по сравнению как с менее рисковыми (VTB 22 sub 2,7%, RSHB 23 sub 3,4%), так и с чуть более рисковыми аналогами (Alfaru 8 перп 4,8%). В частности, спред Alfaru 8 перп - VTB перп (~150 б.п.) почти в два раза выше исторического.

Это может свидетельствовать о недооценке рисков исполнения колл-опциона по VTB перп. В этом случае триггером для смены рыночных ожиданий должно стать решение ВТБ о выпуске рублевого вечного долга. С другой стороны, для тех инвесторов, которые готовы к исполнению колл-опциона, более привлекательно могут выглядеть такие инструменты как RSHB 23 sub и Alfaru 8 перп.

Андрей Клапко

Andrey.Klapko@gazprombank.ru

Владислав Данилов

Vladislav.Danilov@gazprombank.ru

ВЫПУСК	VTB 9.5 PERP (-/-/-)
Цена, %	111,2
УТМ, %	3,3%

ВЫПУСК	RSHB 8.5 23 SUB (-/-/-)
Цена, %	113,2
УТМ, %	3,4%

ВЫПУСК	ALFARU 8.0 PERP (-/В2/В)
Цена, %	103,2
УТМ, %	4,80%

Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Диаграмма 1. Карта рынка

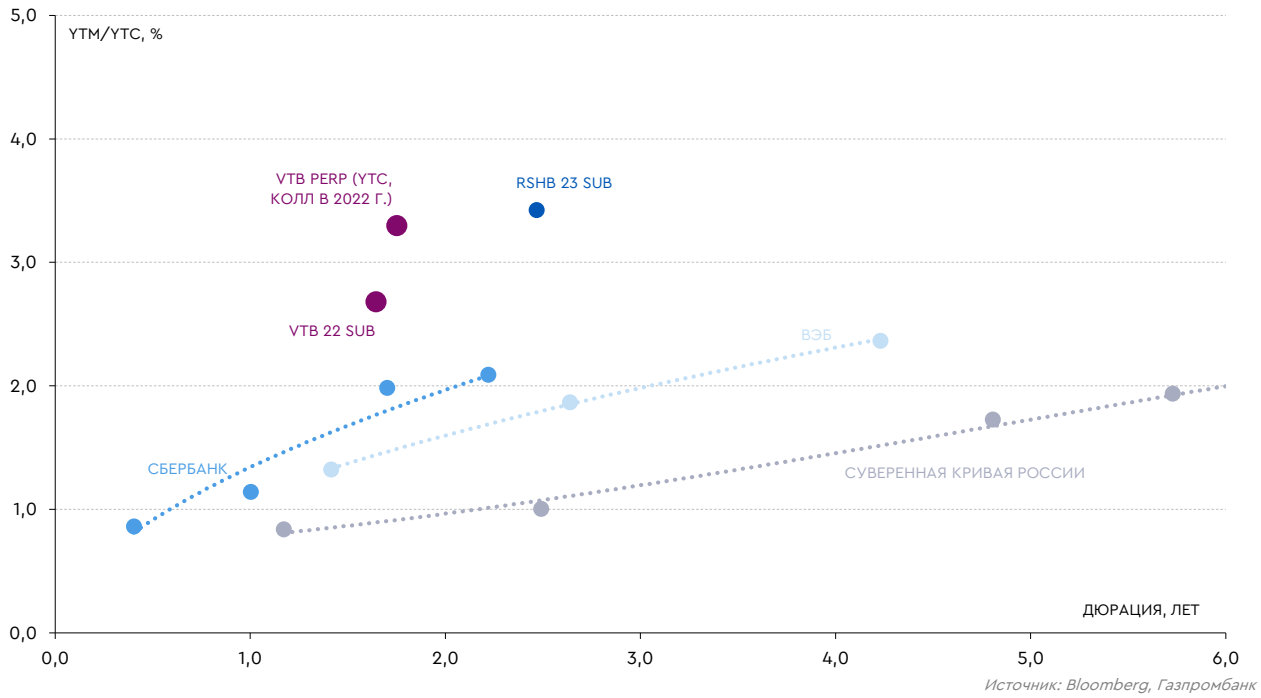


Диаграмма 2. Рублевый вечный долг для ВТБ потенциально гораздо интереснее, чем текущий VTB perp

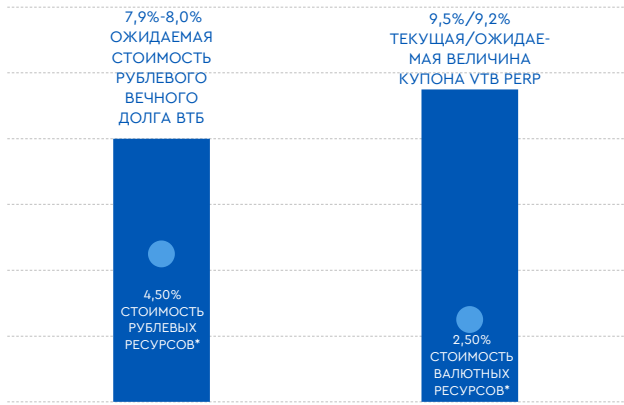


Диаграмма 3. Спред к VTB perp к VTB 22 sub на минимуме

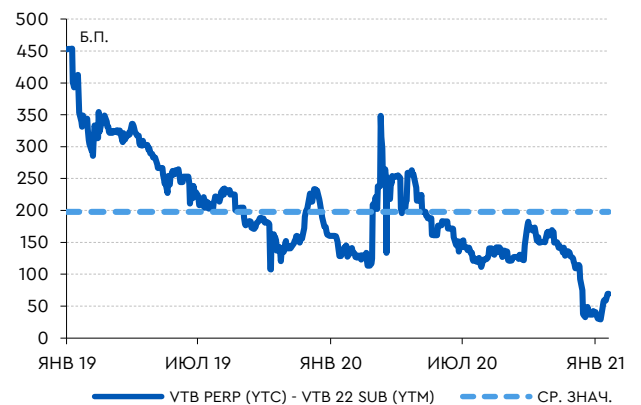


Диаграмма 4. Спред VTB perp – RSHB 23 впервые стал отрицательным

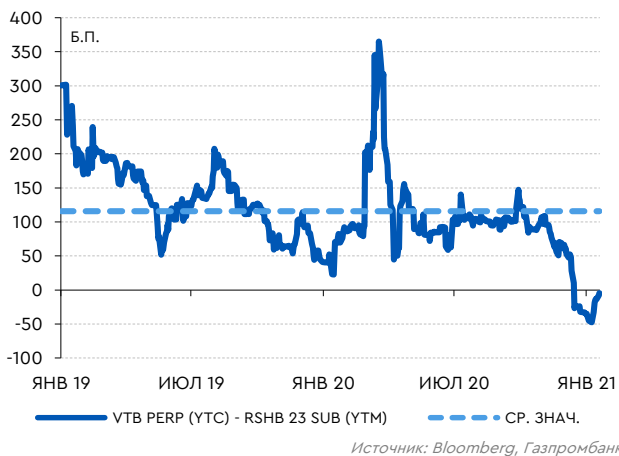
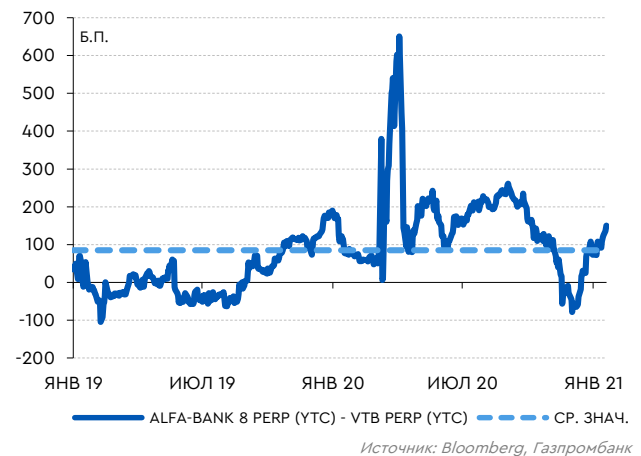


Диаграмма 5. Спред Alfaru 8 perp – VTB perp почти в два раза выше исторического



Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7(800) 707 23 65**

Copyright © 2003 – 2021. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Директивы ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (MiFID II) и Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» (MAR) 2014/596 и был подготовлен в соответствии с указанными документами, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – индивидуальная инвестиционная рекомендация), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компании или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа. Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покровителем.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркетмейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стен»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной Инвестиционной рекомендации/конкретного Инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Шон Ансел (+852 2867 1883) или г-н Джозеф Чу (+852 2867 1812)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.