



ПРЕДПОСЫЛКИ ДЛЯ СУЖЕНИЯ СПРЕДА ЕВРООБЛИГАЦИЙ ВЭБА К СУВЕРЕННЫМ БУМАГАМ

▶ Ожидаем сужения спреда долговых бумаг ВЭБа к суверенной кривой.

Евробонды ВЭБа в данный момент торгуются со спредом 150-200 б.п. к суверенной кривой. Мы прогнозируем сужение спреда на ожиданиях финансовой поддержки ВЭБа, которая будет рассматриваться завтра на совещании у премьер-министра Д. Медведева. По информации СМИ, базовым вариантом является предложение Минфина о выделении проблемных активов (более 1 трлн руб. по номиналу) и внешнего долга ВЭБа (1,2 трлн руб., включая 535 млрд руб. еврооблигаций) в пользу государства с последующим предложением кредиторам конвертировать долг ВЭБа в госдолг. При этом на суверенную кривую давление окажет потенциальный рост предложения суверенных еврооблигаций на ~10 млрд долл. (текущий объем выпущенных евробондов ВЭБа), что составляет ~28% внешнего госдолга РФ, номинированного в долларах (35 млрд долл.).

▶ **Спред VEB 20 – RUSSIA 20: потенциал сужения 50 б.п.** Наиболее интересно, на наш взгляд, выглядит спред выпусков VEB 20 – RUSSIA 20 с потенциалом сужения с текущих 190 б.п. до среднего уровня 2013 г. в 140 б.п. Также можно рассмотреть спред VEB 20 к более ликвидному выпуску RUSSIA 43 с поправкой на разницу в дюрации инструментов.

▶ **Доходность суверенного долга все менее привлекательна для банков.** Текущая доходность суверенных бондов РФ, особенно в дюрации до 3 лет (2,5-3,1%), уже уступает средней стоимости привлечения валютных ресурсов по банковской системе (по нашим оценкам, 3,4% по состоянию на 3К15). Кроме того, внедрение новых стандартов Базеля III для расчета капитала банков дополнительно снизит привлекательность владения суверенными бумагами в иностранной валюте из-за повышенных коэффициентов риска.

▶ **Кованты по еврооблигациям ВЭБа, вероятно, не будут нарушены.** В результате обсуждаемой сделки между РФ и ВЭБом, последний может улучшить качество своих активов, что не должно нарушить ковенанты по евробондам, предусматривающие запрет ухудшения качества активов группы в случае их обмена или отчуждения. Нарушение теоретически может иметь место лишь в случае выделения облигаций вместе с плохими активами в отдельную структуру при отсутствии дополнительных гарантий правительства. При таком маловероятном сценарии стоит обратить внимание на выпуски VEB 18 и VEB18 EUR, торгующиеся ниже номинала.

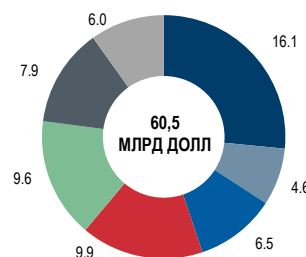
Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 (доб. 21401)
Andrey.Klapko@gazprombank.ru

ИНСТРУМЕНТ	VEB 20	RUSSIA 20
Рейтинг	BB+/-/BBB-	BB+/Ba1/BBB-
Доходность	5,6%	3,7%
Дюрация, лет	3,9	4,0
Рекомендация	ПОКУПАТЬ	ПРОДАВАТЬ

СПРЕД VEB 20-RUSSIA 20	
ТЕКУЩИЙ	190 б.п.
ИСТОРИЧЕСКИЙ	140 б.п.
ЦЕЛЕВОЙ	140 б.п.

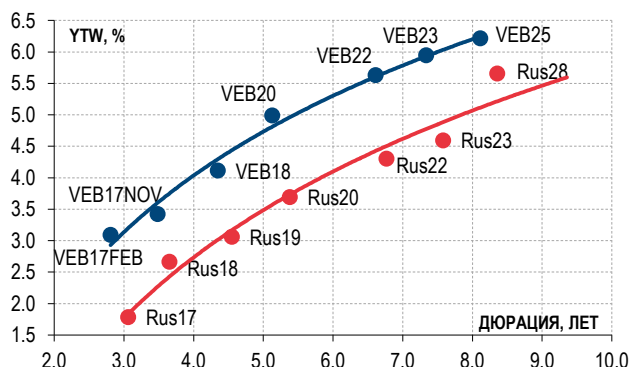
Структура пассивов ВЭБа, 6М15



- СРЕДСТВА БАНКОВ
- ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ПЕРЕД ПР-М РФ
- ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ПЕРЕД ЦБ
- СРЕДСТВА КЛИЕНТОВ
- ЕВРООБЛИГАЦИИ
- ПРОЧИЕ ДОЛГОВЫЕ БУМАГИ
- ДЕПОЗИТЫ ФНБ

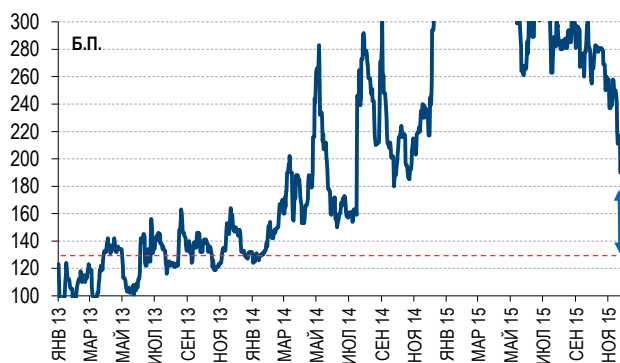
Источник: данные компании

Спред кривой доходности евробондов ВЭБа к суверенной кривой



Источник: Газпромбанк

Спред VEB 20 – RUSSIA 20



Источник: Газпромбанк

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 — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако 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 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. 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 ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. 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.
