

ТОРГОВАЯ ИДЕЯ: РУБЛЕВЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ VS ЛОКАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Потенциал сужения спреда 20-40 б.п.

В настоящее время российским инвесторам ничего не мешает торговать рублевыми еврооблигациями (15 выпусков на общую сумму 343 млрд руб.). После волны распродаж в рисковом активах в конце мая - начале июня рублевые евробонды торгуются с премией к локальным облигациям, что, на наш взгляд, необоснованно. Сложившаяся ситуация дает возможность заработать на сужении спреда 20-40 б.п. Доходность операций может быть выше в свете либерализации сегмента локальных корпоративных облигаций в 2014 г., что, вероятно, вызовет сдвиг кривых доходностей вниз.

Одной из причин наличия премии являются различающиеся базы инвесторов. В локальных выпусках преобладают локальные игроки (прежде всего – российские банки, использующие качественные облигации как обеспечение по РЕПО с ЦБ, и институциональные инвесторы – управляющие пенсионными деньгами, у части из которых есть ограничения на инвестиции в бумаги нерезидентов). В структуре же владения рублевыми евробондами заметную долю занимают нерезиденты, что является причиной более высокой ценовой волатильности. Свою роль, вероятно, играет также относительная новизна рублевых еврооблигаций для локальных инвесторов и, следовательно, их недостаточная осведомленность по поводу техники проведения операций с ними.

На наш взгляд, рублевые еврооблигации должны торговаться на одной кривой с локальными рублевыми выпусками, а если принять во внимание ряд преимуществ (например, более сильную юридическую защиту), то и под локальными кривыми, как это было для большинства эмитентов до распродажи. Так, с 14 октября спред RusHydro 15R – РусГидро-1 сузился с 31 до 19 б.п.

Преимущества и недостатки рублевых евробондов перед локальными облигациями

+	-
Более высокая доходность	Более высокая ценовая волатильность
Надежная правовая защита (английское право)	Потенциально меньшая «глубина» рынка в настоящее время
Стандартные для еврооблигаций ковенанты	Ряд евробондов не принимается в обеспечение по операциям РЕПО с Банком России
Более высокая ликвидность	
Более длинная дюрация	

Источник: Газпромбанк

Мы хотим еще раз обратить внимание, что для расчета доходности локальных облигаций и евробондов используются разные конвенции: в частности, локальные выпуски, как правило, рассчитываются по АСТ/365 («локальная конвенция»), а евробонды – по ISMA-30/360. Для корректного сравнения требуется приведение доходностей «к одному знаменателю» – мы использовали локальную конвенцию. Так, например, если не приводить выпуски к одной конвенции, спред FSK 19R (YTM8,38%@ISMA-30/360) к ФСК-24 (YTM8,11%@АСТ/365) составит 27 б.п., а если пересчитать в единой конвенции (локальной), то получается более корректный спред (39 б.п.).



Пары облигаций: рублевые евробонды и локальные выпуски

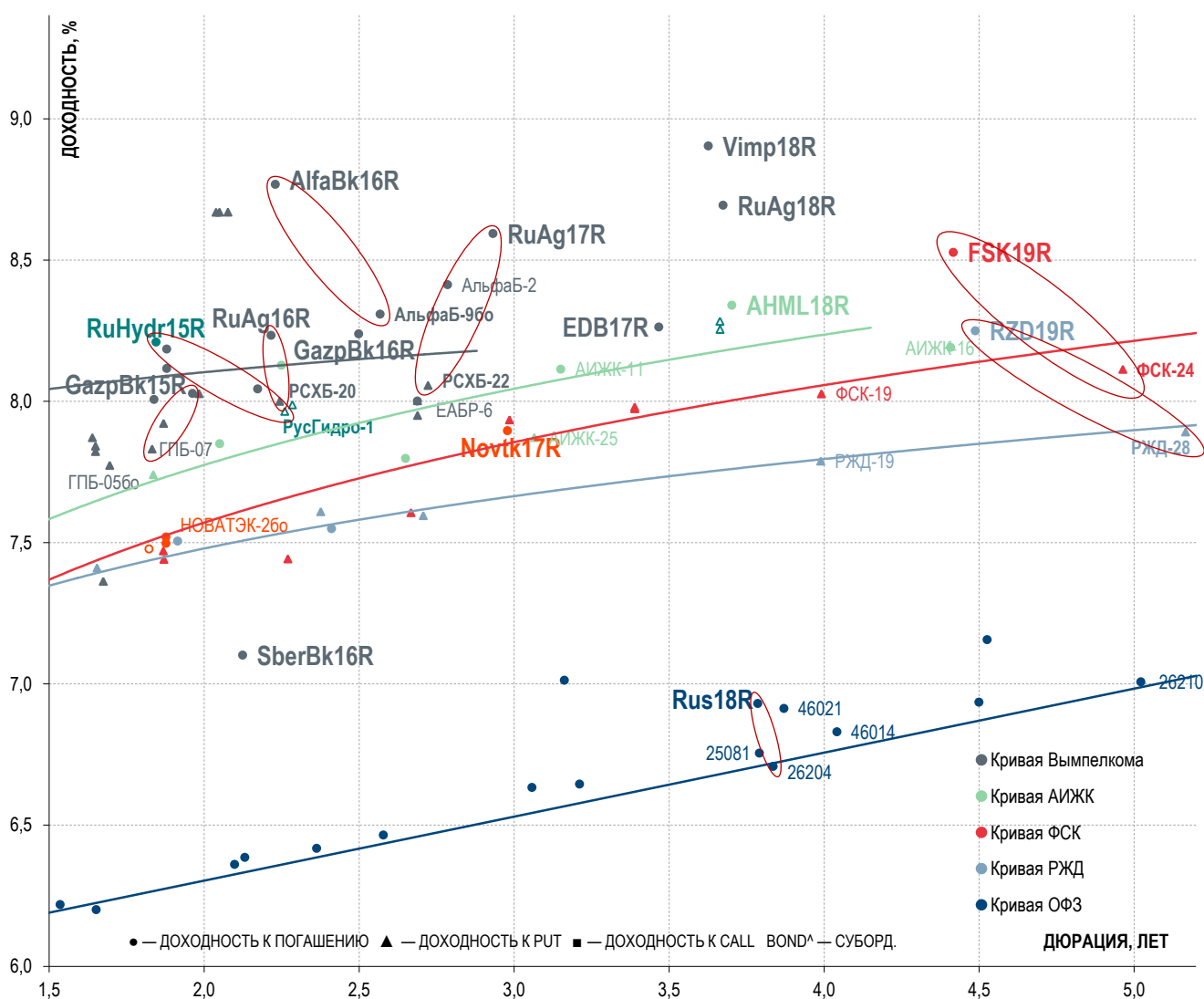
Пары (дюрация)	Сред, б.п.
FSK 19R (4,4 лет) – ФСК-24 (5,0 лет)	39
RZD 19R (4,5 лет) – РЖД-28 (5,2 лет)	32
AlfaBk 16R (2,2 лет) – Альфа Банк-960 (2,6 лет)	45
Russia 18R (3,8 лет) – ОФЗ 26204 (3,8 лет)	20
GazpromBank 15R (2,0 лет) – ГПБ-07 (1,8 лет)	19
RusHydro 15R (1,9 лет) – РусГидро-1 (2,3 лет)	19
RussAgrBank 16R (2,2 лет) – РСХБ-20 (2,3 лет)	14
RussAgrBank 17R (2,9 лет) – РСХБ-22 (2,7 лет)*	-

Примечание: при расчете спредов использованы индикативные доходности (на 17.10.2013)

*Потенциально интересная пара может возникнуть с началом обращения РСХБ-22 на вторичном рынке.

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Рублевые еврооблигации и локальные облигации (индикативные доходности в локальной конвенции)

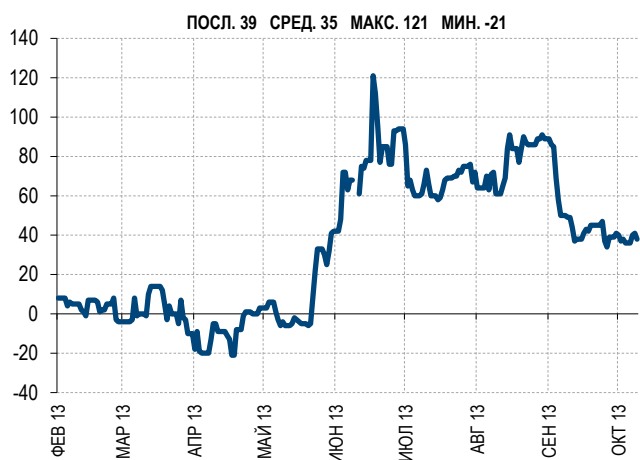


Источник: расчеты Газпромбанка на 17.10.2013



Диаграмма 1.

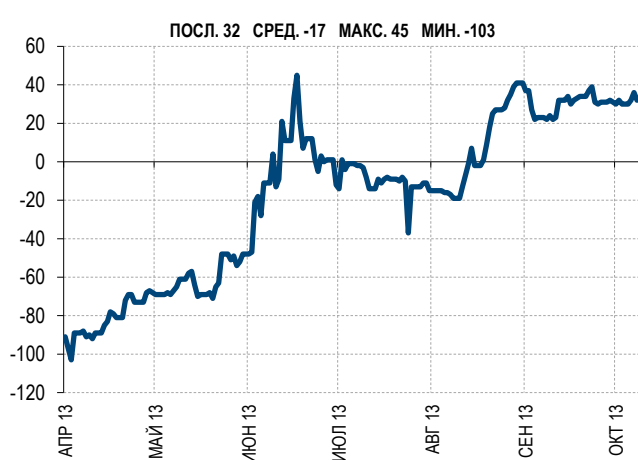
Спред FSK 19R (4,4 лет) – ФСК-24 (5,0 лет)



Источник расчеты Газпромбанка

Диаграмма 2.

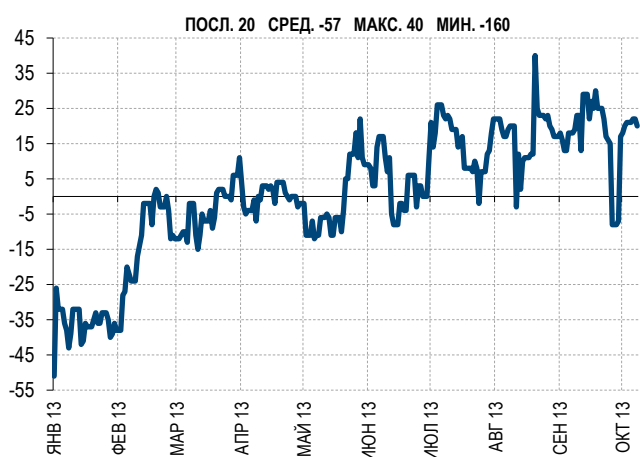
Спред Russian Railways 19R (4,5 лет) – РЖД-28 (5,2 лет)



Источник расчеты Газпромбанка

Диаграмма 3.

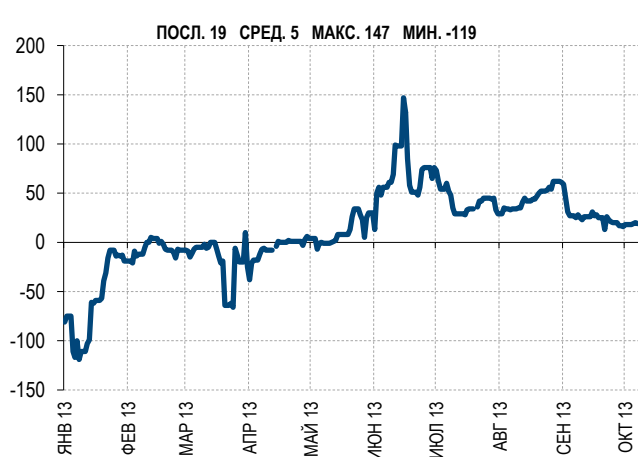
Спред Russia 18R (3,8 лет) – ОФЗ 26204 (3,8 лет)



Источник расчеты Газпромбанка

Диаграмма 4.

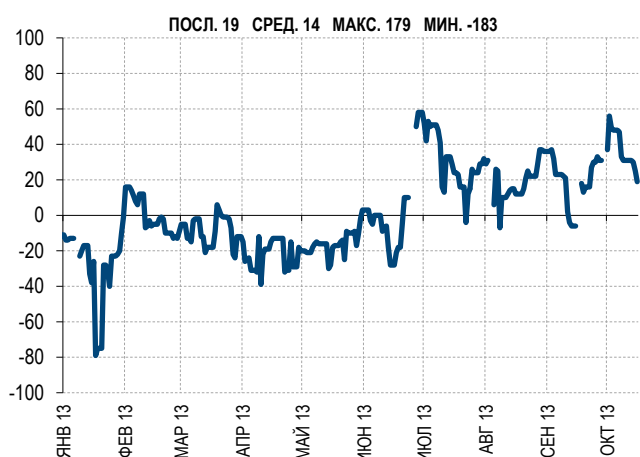
Спред GazpromBank 15R (2,0 лет) – ГПБ-07 (1,8 лет)



Источник расчеты Газпромбанка

Диаграмма 5.

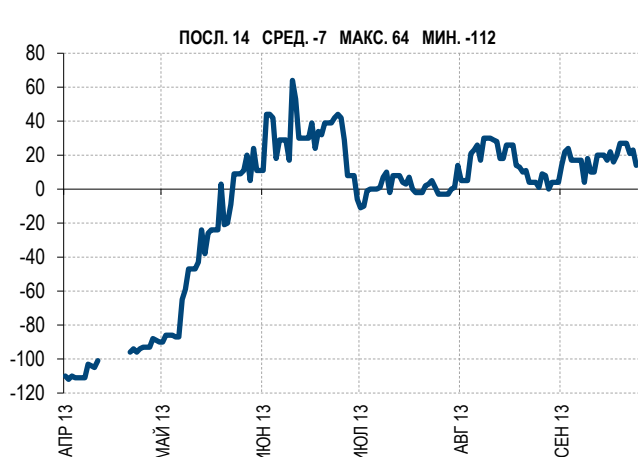
Спред RushHydro 15R (1,8 лет) – РусГидро-1 (2,3 лет)



Источник расчеты Газпромбанка

Диаграмма 6.

Спред RussAgrBank 16R (2,2 лет) – РСХБ-20 (2,3 лет)



Источник расчеты Газпромбанка

Диаграммы по спредам AlfaBk 16R (2,2 лет) - Альфа Банк-960 (2,6 лет) и RussAgrBank 17R (2,9 лет) - РСХБ-22 (2,7 лет) не представлены, в силу того что Альфа Банк-960 торгуется непродолжительное время (с 05.09.13), а РСХБ-22 еще не вышел на вторичный рынок.

Примечание: при расчете спредов использованы индикативные доходности (на 17.10.2013).



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Нагатинская, 16, стр. 1. Офис: ул. Новочеремушкинская, 63

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA

И.О. НАЧАЛЬНИКА ДЕПАРТАМЕНТА

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

УПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ФОНДОВОГО РЫНКА**СТРАТЕГИЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ****Александр Назаров**

+7 (495) 980 43 81

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Эрик Де Пой

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

МЕТАЛЛУРГИЯ**Наталья Шевелева**

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР**Виталий Баикин**

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**РЫНКОВ И АКЦИЙ****Владимир Кравчук, к. ф.-м. н**

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР**Андрей Клапко**

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА**Дмитрий Котляров**

+7 (495) 913 78 26

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ И МЕДИА**Сергей Васин**

+7 (495) 983 18 00, доб. 54508

НЕФТЬ И ГАЗ**Александр Назаров**

+7 (495) 980 43 81

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Алексей Дорохов

+7 (495) 983 18 00, доб. 54504

УПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**Алексей Демкин, CFA****НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ**

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

СТРАТЕГИЯ**Алексей Тодоров**

+7 (495) 983 18 00,

доб. 54443

КРЕДИТНЫЙ АНАЛИЗ**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов, CFA

+7 (495) 983 18 00,

доб. 21417

Екатерина Зиновьева

+7 (495) 983 18 00,

доб. 54442

КОЛИЧЕСТВЕННЫЙ АНАЛИЗ И ИТ-РАЗВИТИЕ**Тимур Семенов**

+7 (495) 983 18 00, доб. 54424

Дмитрий Селиванов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21284

Андрей Мальшенко

+7 (495) 983 18 00, доб. 20032

РЕДАКТОРСКАЯ ГРУППА**Павел Мишачев**

+7 (495) 983 18 00, доб. 54472

Виктория Шишкина

+7 (495) 983 18 00, доб. 54534

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Евгений Садонов

+7 (495) 983 18 00, доб. 54420

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР — НАЧАЛЬНИК ДЕПАРТАМЕНТА

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

НАЧАЛЬНИК ДЕПАРТАМЕНТА

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

УПРАВЛЕНИЕ ТОРГОВЛИ И ПРОДАЖ ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА**ПРОДАЖИ****Светлана Голодинкина**

+7 (495) 988 23 75

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

ТРЕЙДИНГ**Александр Питалефф****СТАРШИЙ ТРЕЙДЕР**

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Артем Белобров

+7 (495) 988 24 11

УПРАВЛЕНИЕ РЫНКОВ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА**Игорь Ешков****НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ**

+7 (495) 913 74 44

Брокерское обслуживание

Максим Малетин**НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ**

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

УПРАВЛЕНИЕ ТОРГОВЛИ И ПРОДАЖ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ**Андрей Миронов****НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ**

+7 (495) 428 23 66

ПРОДАЖИ**Александр Лежнин**

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 989 91 29

Ирина Руссова

+7 (499) 271 90 68

Григорий Погосов

+7 (499) 271 90 54

ТРЕЙДИНГ +7 (800) 200 70 88**Денис Филиппов**

+7 (495) 428 49 64

Антон Алешин

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

ПРОДАЖИ**Илья Ремизов**

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

ТРЕЙДИНГ**Елена Капица**

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2013. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (ОАО) 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 (ОАО) 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 (ОАО) 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 (ОАО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (ОАО) 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.