

ЗАМЕЩАЮЩИЕ ОБЛИГАЦИИ: ЗАМЕНА С ПОВЫШЕНИЕМ

Замещающие облигации (ЗО) появились на российском долговом рынке в сентябре прошлого года в результате принятия Указа №430 Президента РФ и довольно быстро заняли на нем важное место. Сегодня их совокупный объем составляет 1,2 трлн руб., а среднедневной оборот превышает 2,5 млрд руб. Принимая во внимание недавно принятые поправки в Указ об обязательном замещении, **объем рынка ЗО до конца года может достичь 2,7–3,1 трлн руб., а если их станет выпускать Минфин, то 4,2–4,6 трлн руб.**

Ключевые параметры замещающих облигаций совпадают с условиями соответствующих выпусков еврооблигаций. Однако по ряду параметров замещающие облигации заметно отличаются от своих прародителей. Так, структура выпусков и ковенантный пакет большинства выпусков замещающих облигаций обычно слабее, чем у еврооблигаций. При этом они соответствуют практике, используемой теми же эмитентами на локальном рынке. Учитывая доминирующую роль на рынке локальных инвесторов, мы не считаем данный фактор определяющим.

Локальному инвестору замещающие облигации предлагают **совокупность высокой доходности и возможности инфраструктурно безопасно инвестировать в валютные инструменты** (инструмент торгуется полностью в локальной инфраструктуре, а расчеты происходят в рублях), тем самым защищаясь от девальвации рубля.

Текущие доходности замещающих облигаций находятся в диапазоне 7–9% в долларах и 8–10% в евро, что существенно превышает уровни, с которыми до кризиса торговались соответствующие еврооблигации. На наш взгляд, высокие доходности ЗО не обоснованы фундаментальными факторами, а объясняются техническими: 1) желанием инвесторов сократить ранее замороженные позиции, 2) навесом предложения на рынке, 3) «забытыми» лимитами, 4) спекулятивными стратегиями купли/продажи под замещения, 5) проблемами с фондированием валютных позиций для ряда участников.

Исходя из поправок к Указу №430, **технические факторы продолжают оказывать давление на уровень доходностей замещающих облигаций до конца года.** Как следствие, мы считаем замещающие облигации **крайне привлекательным классом активов при среднесрочном и долгосрочном горизонте инвестирования.**

Наиболее привлекательно в настоящий момент выглядят выпуски Газпрома, предлагающие самую высокую среди данного класса бумаг доходность при максимальной надежности квазисуверенного заемщика системной значимости. Это парадоксальная ситуация. На локальном рынке (как и ранее на рынке еврооблигаций) выпуски Газпрома одни из наименее доходных, а их кредитные премии – одни из наиболее узких.

Среди выпусков Газпрома спекулятивно более привлекательно выглядят номинированные в евро. Однако отставание долларовых выпусков незначительно, и их включение в портфель логично.

На примере номинированных в долларах и евро выпусков Газпрома с погашением в 2028 г. мы оцениваем **совокупный доход инвестора при 3-летнем горизонте инвестирования в 49% и 39% соответственно, или 14,3% и 11,5% в годовом пересчете,** даже с нашим достаточно консервативным сценарием динамики рубля, предполагающим его ослабление от текущих уровней всего на 5%. Учитывая высокую неопределенность, фактическое ослабление может оказаться сильнее, что еще увеличит доход от вложений.

Выбор конкретных бумаг зависит от стратегии инвестирования. При спекулятивных стратегиях логично выбирать бумаги, предлагающие наивысшую доходность. Для инвесторов, кому важно на долгий срок зафиксировать высокую доходность и застраховаться от девальвации рубля, больше подходят выпуски срочностью, сопоставимой с горизонтом инвестирования.

С точки зрения точки входа, учитывая ожидаемое нами в 2П23 укрепление рубля и навес предложения, не исключено, что **в текущем году представится и более удачная возможность.** Однако **при долгосрочном горизонте инвестирования замещающие облигации выглядят привлекательно уже сейчас.**

Андрей Кулаков, CFA, FRM

+7 (499) 277 25 30

Andrey.Kulakov@gazprombank.ru

Юрий Голбан

+7 (495) 287 61 00 доб. 5-6453

Yuriy.Golban@gazprombank.ru

Александр Камышанский

+7 (495) 287 61 00 доб. 5-0597

Aleksandr.S.Kamyshanskiy@gazprombank.ru

Анастасия Кравцова

+7 (495) 287 61 00 (доб. 1 08 25)

Anastasiya.N.Kravtsova@gazprombank.ru

Новый класс бумаг

Замещающие облигации представляют собой локальные ценные бумаги, выпущенные взамен «застрявших» в западной инфраструктуре еврооблигаций.

Первичный рынок замещающих облигаций как таковой отсутствует, их «приобретение» происходит путем обмена еврооблигаций, после чего их прежние держатели получают возможность их продать, а инвесторы, ранее не владевшие ими, – купить. Это обуславливает существование вторичного рынка.

Торги на вторичном рынке проходят полностью в инфраструктуре Московской биржи, с расчетами в рублях по курсу соответствующей валюты, установленному ЦБ РФ на дату расчетов. Выплата купонов и погашение также проводятся в рублях по курсу ЦБ. Отметим, что для удобства инвесторов по ряду выпусков доступны долларové «стаканы», которые позволяют проводить покупку и продажу инструментов через биржу в долларах США.

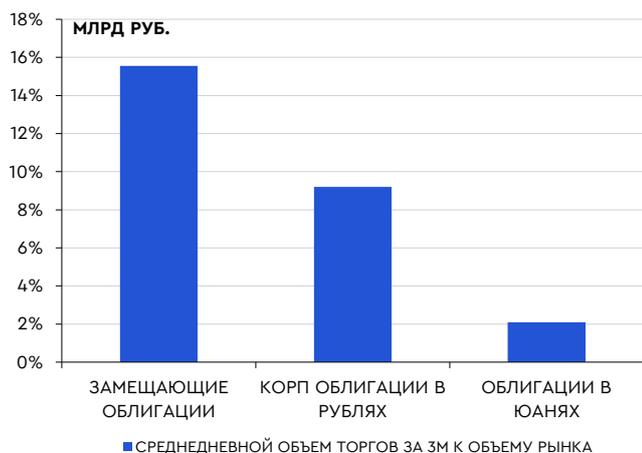
Ключевые параметры замещающих облигаций, такие как валюта, ставка купона, даты выплаты купонов, а также дата погашения, совпадают с условиями соответствующих выпусков еврооблигаций.

Несмотря на видимые сходства, по ряду параметров (ковенантный пакет, структура выпуска и пр.) замещающие облигации заметно отличаются от своих прародителей. Подробнее отличия двух классов бумаг мы рассматриваем в Приложении 2, а сравнения конкретных выпусков – в Приложении 3.

Сильные и слабые стороны замещающих облигаций

Мы выделяем следующие **сильные стороны замещающих облигаций**:

- Вложения в замещающие облигации позволяют инвестору **хеджировать валютный риск, при этом не беря на себя инфраструктурные риски**, так как инструмент торгуется полностью в локальной инфраструктуре.
- Вложения в замещающие облигации позволяют инвестору получить **высокую доходность (7–10%) в иностранной валюте**. Отметим, что ставки по депозитам в долларах и евро в большинстве банков близки к нулю. Более того, ряд банков ввел комиссию за хранение на счетах долларов и евро.
- **Ликвидность замещающих облигаций существенно выше большинства рублевых и юаневых выпусков**. Соотношение среднедневного оборота торгов к размеру рынка по замещающим облигациям составляет 15,6% против 9,2% по рублевым выпускам и 2,1% – по юаневым (Диаграмма 1).
- **Замещающие облигации доступны для покупки сравнительно малыми лотами (от 1 000 долл. по номиналу)**. Иными словами, порог входа для розничных инвесторов на рынок замещающих облигаций существенно ниже, чем на рынок еврооблигаций (обычно от 200 тыс. долл.). Ранее инвесторы имели возможность покупать малыми лотами лишь ряд выпусков еврооблигаций, торги которыми проходили на Мосбирже. Однако ликвидность по ним была низкой, а bid-ask спреда – широкими.
- **В условия замещающих облигаций ряда эмитентов не были включены call-опционы, изначально присутствующие в условиях еврооблигаций** (например, по выпускам Металлоинвеста, ММК и Борца). Это делает финансовые потоки более предсказуемыми для инвесторов и снижает риск реинвестирования.

Диаграмма 1. Замещающие облигации предлагают высокий уровень ликвидности


Источник: Мосбиржа, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 2. Объем рынка ЗО может увеличиться втрое


Источник: Cbonds, расчеты Газпромбанка

Имеются и слабые стороны:

- **Навес нового предложения давит на цены размещенных бумаг.** Долгие месяцы ценообразование на рынке замещающих облигаций во многом определялось спекулятивными действиями участников в ожидании предстоящих замещений и дозамещений. Учитывая существенный предстоящий навес предложения (Приложение 1), давление на цены будет сохраняться по крайней мере в течение 2023 г., а значит, инвестиции в такие инструменты привлекательны при долгосрочном горизонте.
- **Долгосрочные риски нерыночного определения курсов иностранных валют к рублю Центральным банком.** Доход для рублевого инвестора в замещающие облигации складывается из двух компонент – непосредственного дохода от облигации и валютной компоненты. В условиях ожидаемого нами долгосрочного плавного ослабления рубля вторая компонента принесет дополнительный доход. Однако существуют риски, что при усилении геополитической конфронтации определение курса рубля может носить нерыночный характер.
- **Низкая диверсификация эмитентов.** На текущий момент на рынке представлены лишь 6 эмитентов, свыше 84% рынка составляют выпуски Газпрома. Сегмент «высокодоходных» облигаций представлен лишь одним выпуском – Борец 26. Тем не менее до конца года число эмитентов заметно расширится.
- **Более слабая структура** замещающих облигаций относительно евробондов в части ковенантного пакета и набора гарантов (Приложение 2). **Однако она соответствует практике локального рынка.**

Выбор наилучших вариантов

Для отбора наиболее привлекательных инструментов в сегменте замещающих облигаций мы сопоставили то, как обращающиеся выпуски замещающих облигаций торгуются относительно еврооблигаций, **а также дали ответы на три вопроса:**

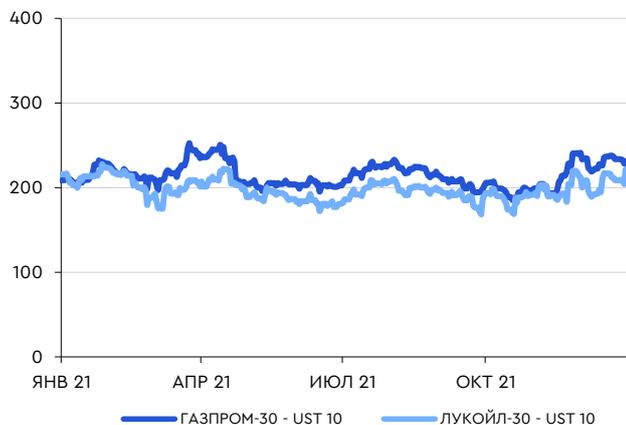
- Выпуски какого эмитента выбрать?
- Выпуски в какой валюте выбрать?
- Подходящий ли сейчас момент для покупки?

Доходности и спреды замещающих облигаций существенно превосходят исторические уровни соответствующих еврооблигаций

Для сравнения уровней доходности и кредитных спредов, с которыми торгуются замещающие облигации и соответствующие еврооблигации, мы использовали данные по последним за 2021 г. Мы прежде всего используем данные по бумагам Газпрома и ЛУКОЙЛа как наиболее широко представленным на рынке замещающих облигаций.

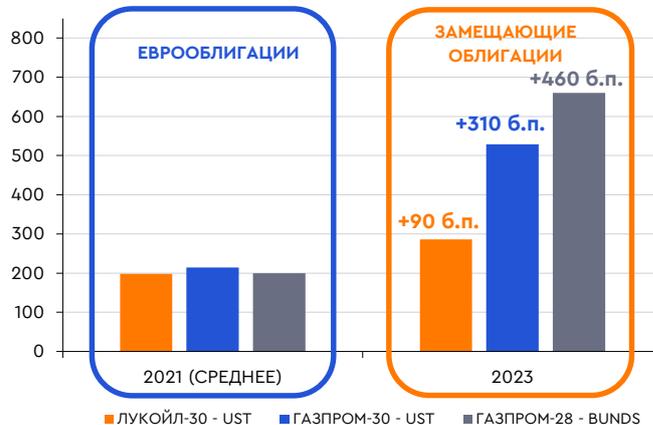
Как видно из Диаграммы 3, 2021 год - это относительно стабильный период: кредитные спреды уже адаптировались к последствиям коронакризиса, но на них еще не оказывает влияние геополитический фактор. При этом доходности, по которым еврооблигации торгуются сейчас, на наш взгляд, в наибольшей мере отражают инфраструктурные риски и особенности, а не фундаментальные характеристики бумаг и эмитентов.

Диаграмма 3. Динамика спредов выпусков еврооблигаций Газпрома и ЛУКОЙЛа к базовым ставкам



Источник: открытые источники

Диаграмма 4. Спреды выпусков Газпрома и ЛУКОЙЛа к базовым ставкам на рынке еврооблигаций и 3О

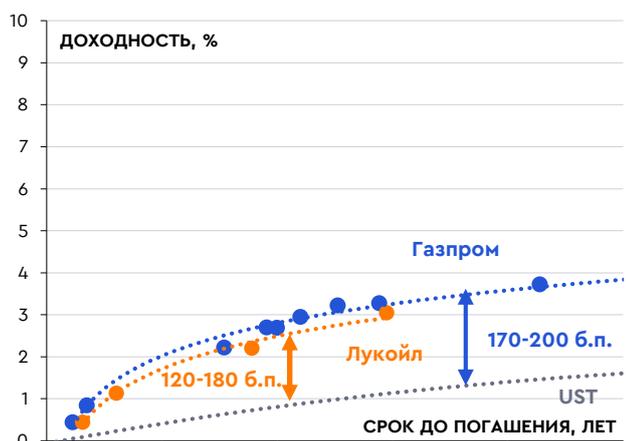


Источник: Мосбиржа, открытые источники

Как видно из Диаграмм 5-8, средний уровень доходности, с которым торговались еврооблигации (исключая наиболее короткие выпуски) этих компаний в 2021 г. в долларах составлял 1,0–3,0% на отрезке до 6 лет и 3,0–4,0% – для более длинных выпусков. Доходность выпусков в евро колебалась в диапазоне 0,7–1,5% в зависимости от дюрации. **Это существенно ниже, чем доходность, которую те же эмитенты предлагают сейчас на рынке замещающих облигаций: ~7–9% – в долларах и 8–10% – в евро.**

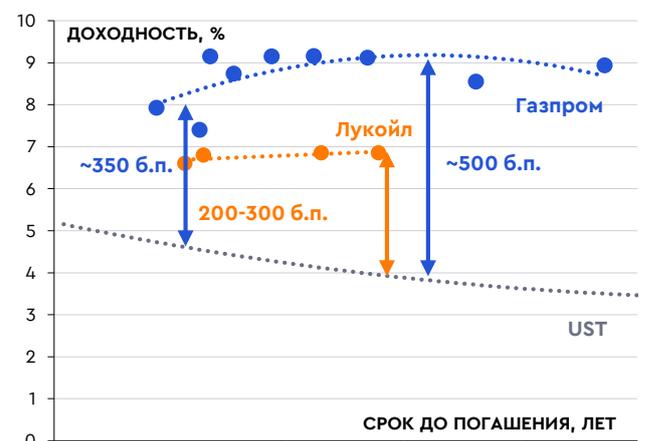
Отчасти это может объясняться заметным повышением базовых ставок. И ФРС США, и ЕЦБ с тех пор достаточно агрессивно подняли ставки, что способствовало росту доходностей UST10 на ~290 б.п. Немецкие 10-летние Bunds за тот же период прибавили ~310 б.п.

Диаграмма 5. Карта рынка долларовых еврооблигаций на 1 июля 2021 г.



Источник: открытые источники

Диаграмма 6. Карта рынка долларовых 3О на 23 июня 2023 г.



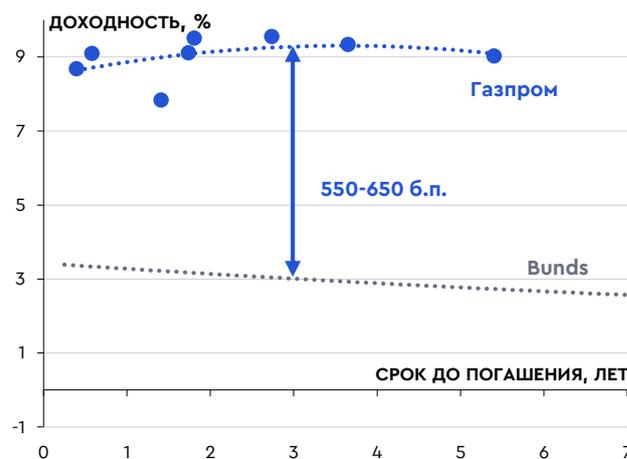
Источник: Мосбиржа, открытые источники

Однако дифференциал доходности замещающих облигаций сейчас и доходности еврооблигаций в 2021 г. на среднем и дальнем отрезке составляет ~400–600 б.п. по долларovým выпускам и ~800 б.п. – по выпускам в евро, что заметно превышает рост базовых ставок и фактически означает, что **существенно расширились и спреды** (Диаграмма 4).

По долларovým выпускам кредитные премии в среднем расширились с ~120–200 б.п. до 200–300 б.п. по ЛУКОЙЛу и до 350–500 б.п. – по Газпрому. По выпускам Газпрома в евро – со 125–200 б.п. до 550–650 б.п.

Диаграмма 7. Карта рынка еврооблигаций в евро на 1 июля 2021 г.


Источник: открытые источники

Диаграмма 8. Карта рынка ЗО в евро на 23 июня 2023 г.


Источник: Мосбиржа, открытые источники

Расширение спредов могло бы объясняться как **техническими**, так и **фундаментальными** факторами:

- Наибольшее влияние на рынок замещающих облигаций пока оказывали технические факторы.** В их числе: 1) желание сократить ранее замороженные позиции, 2) навес предложения на рынке, 3) «забытые» лимиты, 4) спекулятивные стратегии купли/продажи под предстоящие замещения, а также 5) проблемы с фондированием валютных позиций для ряда участников.
- К фундаментальным факторам мы относим:** 1) рост геополитических рисков и расширение страновой премии; 2) ослабление кредитных метрик компаний и ухудшение качества раскрытия.

При этом в текущих условиях изолированности российского рынка указанные фундаментальные факторы, на наш взгляд, имеют крайне ограниченное влияние:

- Учитывая, что текущая база инвесторов является сугубо локальной, роль фактора страновой премии сводится на нет.
- Что касается ослабления кредитных метрик, то на примере двух рассмотренных эмитентов, на долю которых приходится свыше 92% всего рынка, важность данного фактора также заметно снизилась. Обе компании являются наиболее крупными, надежными и известными рынку (не говоря уже о квазисуверенном статусе Газпрома) с безупречной кредитной историей. **Некоторое ослабление кредитных метрик не может объяснить столь существенное расширение премий.** Это подтверждается локальным рынком, где кредитные премии на первичном рынке (в частности по Газпрому) уже приблизились к докризисным уровням.

А вот указанные выше **технические факторы продолжают оказывать существенное влияние на уровень доходностей замещающих облигаций.** В условиях новых поправок к 430-му Указу и дальнейшего увеличения навеса предложения новых бумаг уже замещенные выпуски останутся под давлением на протяжении как минимум 2023 года.

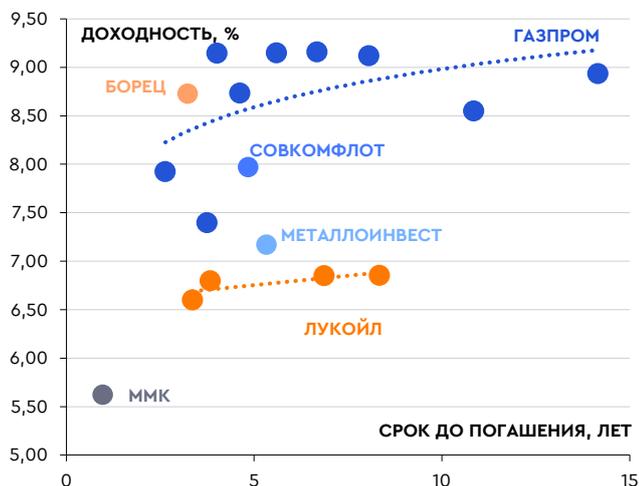
На горизонте более 1 года, по мере завершения процесса замещения, мы полагаем, что текущий неоправданно высокий уровень (квази)валютной доходности, предлагаемый замещающими облигациями, снизится, как и соответствующие кредитные премии. На наш взгляд, есть все основания ожидать их возвращения к средним докризисным уровням, по аналогии с локальным рублевым рынком.

Отдельно отметим, что оценка кредитных премий через сравнение доходности замещающих облигаций с традиционными бенчмарками в условиях их недоступности локальным участникам является теоретической. На наш взгляд, **замещающие бумаги будут конкурировать за внимание инвесторов с другими валютными и (квази)валютными инструментами, локальными облигациями в других валютах (например, в юанях).**

Выбор эмитента

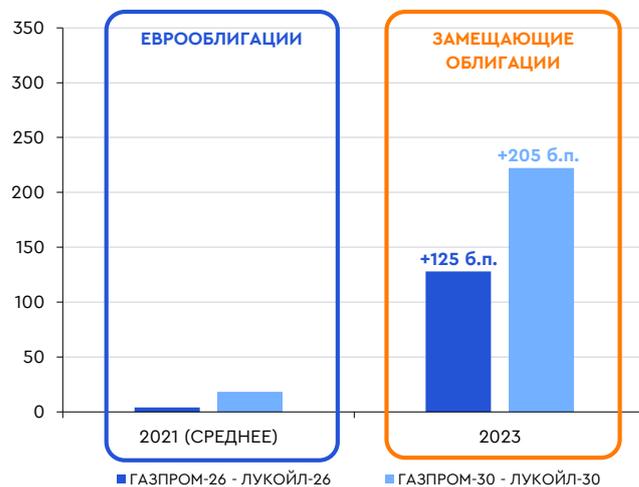
Среди находящихся в обращении выпусков замещающих облигаций заметно выделяются выпуски Газпрома, торгующиеся с существенной премией к другим эмитентам схожего кредитного качества (Диаграмма 9). Это нехарактерно для сегмента российских корпоративных еврооблигаций. Наоборот, еврооблигации Газпрома традиционно торговались с одними из самых низких доходностей и премий.

Диаграмма 9. Карта рынка эмитентов, представленных на рынке ЗО



Источник: Мосбиржа

Диаграмма 10. Спреды Газпрома к ЛУКОЙЛу на рынке еврооблигаций и ЗО



Источник: Мосбиржа, открытые источники

В сравнении с выпусками ЛУКОЙЛа (второго наиболее широко представленного эмитента на рынке замещающих облигаций), еврооблигации Газпрома в 2021 г. торговались с премией в пределах 20 б.п. Сейчас замещающие выпуски Газпрома предлагают премию к бумагам ЛУКОЙЛа в 120–200 б.п. на сроках до 5 лет, и ~200–250 б.п. – в более длинных бумагах (Диаграмма 10).

До 2022 г. еврооблигации еще одного квазигосударственного эмитента, Совкомфлота, предлагали премию к выпускам Газпрома на уровне ~25 б.п., но сейчас дисконт ЗО Совкомфлота к бумагам Газпрома составляет ~80 б.п. Еврооблигации Борца торговались к бумагам Газпрома с премией около 250 б.п., а в текущий момент она составляет 40–60 б.п.

Действительно, по нашему прогнозу, долговая нагрузка Газпрома на горизонте ближайших двух лет будет иметь тенденцию к росту (с 1,1x в 2022 г. до 2,7x в 2024 г.) и превысит показатель сопоставимых компаний (2,0x – у Роснефти и отрицательное значение – у ЛУКОЙЛа). При этом уровень долговой нагрузки компании вернется к отметке конца 2020 г. (спреды по еврооблигациям мы анализируем как раз за сопоставимый период). Более того, учитывая системообразующее значение Газпрома для экономики России, **текущий уровень премий на рынке ЗО не может объясняться фундаментальными факторами.**

А вот техническими может – на долю Газпрома пришлось ~79% из 15,4 млрд долл. размещенных ЗО, что могло «заполнить» лимиты крупных участников рынка.

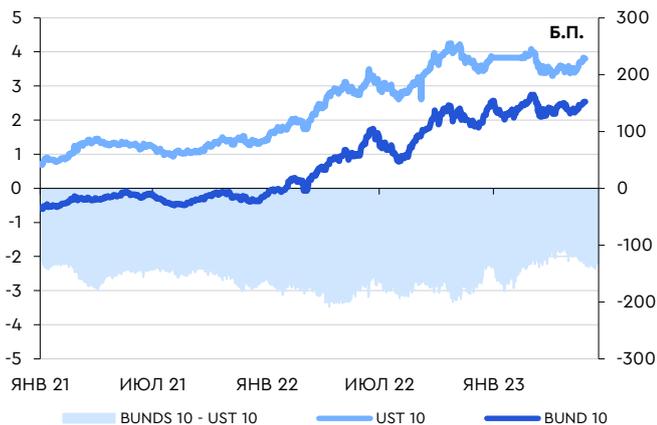
Для тех участников, кому лимиты позволяют (или кто к ним нечувствителен) наращивать позиции в бумагах Газпрома, **текущая ситуация открывает парадоксальную возможность – приобретать выпуски одного из наиболее высококачественных заемщиков на российском рынке под наиболее высокую доступную доходность.**

По нашему мнению, на горизонте более 1 года – в ожидании стабилизации рынка ЗО и по мере завершения их «размещений» – дисбаланс будет выравниваться.

Выбор валюты

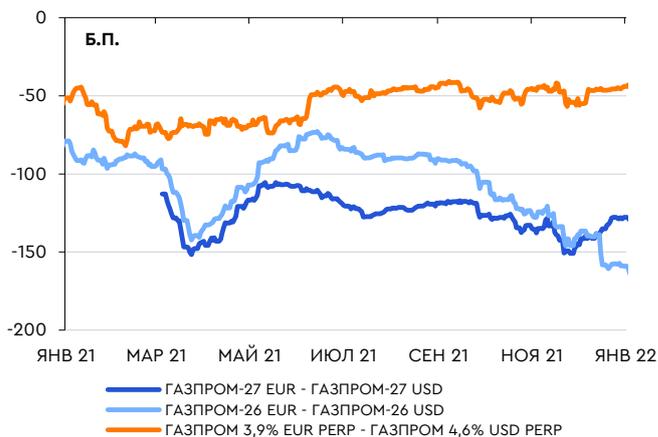
Исторически российские корпоративные еврооблигации, номинированные в долларах, предлагали более высокую доходность, чем доходности бумаг тех же эмитентов в евро, что объяснялось дифференциалом базовых ставок (Диаграмма 11). Спред между сопоставимыми по срочности еврооблигациями Газпрома в евро и долларах был на уровне минус 100–150 б.п. для старших выпусков и минус 50–70 б.п. – по бессрочным выпускам (Диаграмма 12).

Диаграмма 11. Спред между Bunds и UST в 2021-2023 гг.



Источник: открытые источники

Диаграмма 12. Исторический спред между выпусками Газпрома в евро и долларах на рынке еврооблигаций



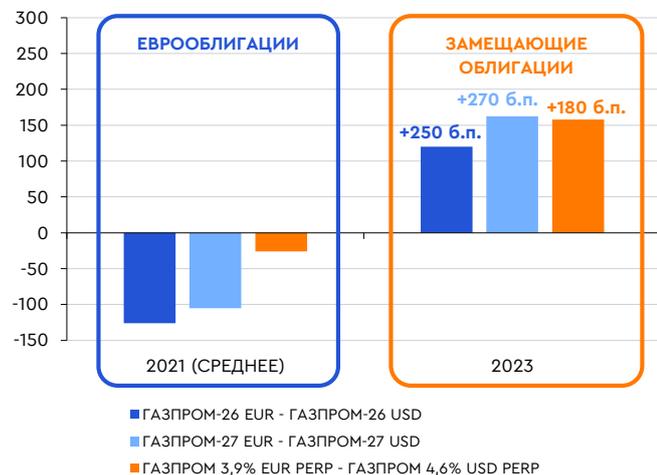
Источник: Мосбиржа, открытые источники

В настоящее время на рынке замещающих облигаций ситуация полностью противоположная – доходности выпусков Газпрома в евро торгуются на 120–160 б.п. выше старших долларовых выпусков и на 160 б.п. выше по бессрочным бумагам (Диаграммы 13 и 14). По нашему мнению, данный дисбаланс не может объясняться фундаментальными факторами.

Отметим, что доходности еврооблигаций Германии (~2,5–3,0%) по-прежнему заметно ниже американских гособлигаций (~4,0%). Более того, консенсус-прогноз предполагает, что траектория ИПЦ и монетарной политики в обеих валютных зонах будет схожа, а дифференциал рыночных ставок сохранится.

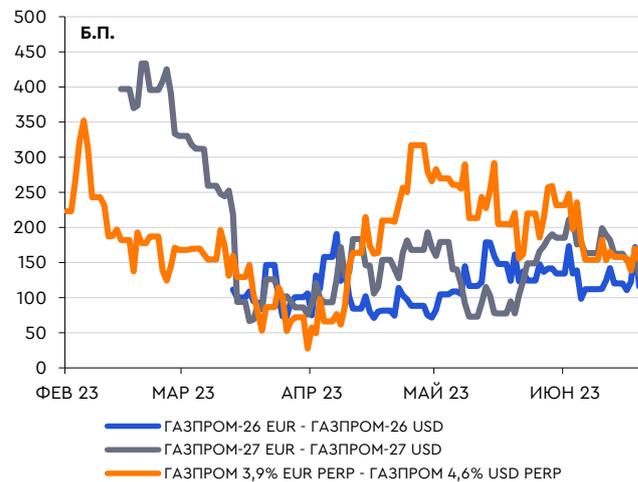
Как следствие, текущий дисбаланс ставок на рынке замещающих облигаций, на наш взгляд, также объясняется техническими факторами и не является устойчивым. Таким образом, **в настоящий момент бумаги, номинированные в евро, имеют более высокий спекулятивный потенциал.**

Диаграмма 13. Спреды между выпусками Газпрома в евро и долларах на рынке еврооблигаций и 3О



Источник: Мосбиржа, открытые источники

Диаграмма 14. Динамика спредов между выпусками Газпрома в евро и долларах на рынке 3О



Источник: Мосбиржа

В контексте валютного фактора отдельно рассмотрим вечные замещающие выпуски Газпрома. Как и в случае со старшими траншами, доходность выпуска в евро превышает доходность долларового выпуска. Однако в отличие от старших бумаг, в случае вечных, это может быть обосновано особенностью механизма step-up по купонам выпусков.

У обоих выпусков ставка купона перестает быть фиксированной, а становится зависимой от бенчмарка. Согласно эмиссионной документации, для долларового выпуска бенчмарком является «средняя ставка доходности по активно обращающимся казначейским ценным бумагам США с корректировкой до пятилетнего срока погашения». Источник данных – ежедневный статистический отчет (H.15), публикуемый Советом управляющих ФРС США и доступный на соответствующем веб-сайте.

Для выпуска в евро бенчмарком является «годовая среднерыночная ставка свопа в евро на 5-летний срок, опубликованная на странице информационной системы Reuters «ICESWAP2» или заменяющей ее другой странице Reuters». Учитывая, что доступ на сайт ФРС США свободный, а Reuters прекратил работу в России, последнее может стать причиной недоступности данных. В таком случае ставка купона будет определяться с использованием заранее определенного в эмиссионной документации уровня бенчмарка (который может сильно отличаться от рыночного уровня на тот момент), как следствие, мотивация исполнять call-опцион может быть ниже.

Прецедент создал МКБ, который, вероятно, по этой причине осенью 2022 г. не реализовал механизм step-up по двум выпускам и не стал исполнять call-опцион. **В случае Газпрома риск такого исхода мы считаем низким.**

Время покупки

Так как мы рассматриваем привлекательность ЗО для локальных инвесторов, осуществляющих инвестиции в рублях, то, **помимо фактора дохода по самой облигации, необходимо учитывать и валютный фактор.**

Российский рубль за 1П23 продемонстрировал заметную девальвацию, более чем на ~20%. В настоящее время рубль консолидируется у отметки 84–85/долл.

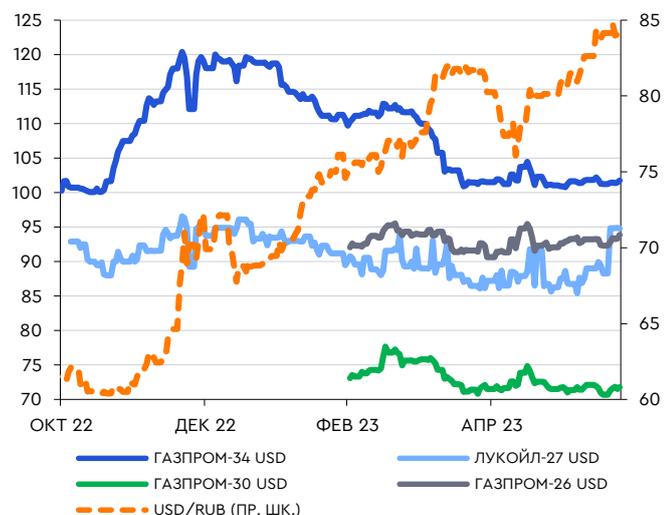
Наш прогноз предполагает, что **на долгосрочном горизонте рубль будет иметь умеренную тенденцию к ослаблению.** В перспективе 5 лет, в отсутствие серьезных шоков, мы ожидаем, что рубль может ослабнуть до 93–98/долл. Это означает, что **инвестиции в (квази)валютные инструменты принесут локальным инвесторам дополнительный доход.** В случае же эскалации геополитических рисков девальвация может оказаться сильнее, и защитный фактор ЗО только усилится.

При этом, исходя из ожидаемой динамики текущего счета и ограничений на отток капитала, мы ожидаем, что на горизонте 2П23 рубль может укрепиться до уровней ниже 80/долл. Это в свою очередь означает, что в ближайшие месяцы рублевый эквивалент цены может снизиться (т.е. представятся более привлекательные уровни для открытия позиций), если рыночные котировки (в процентах от номинала) будут неизменными.

Ключевым вопросом является – существует ли зависимость между курсом рубля и ценами на замещающие облигации. Иными словами: **стоит ли инвестору ждать укрепления рубля для наращивания позиций в замещающих облигациях?**

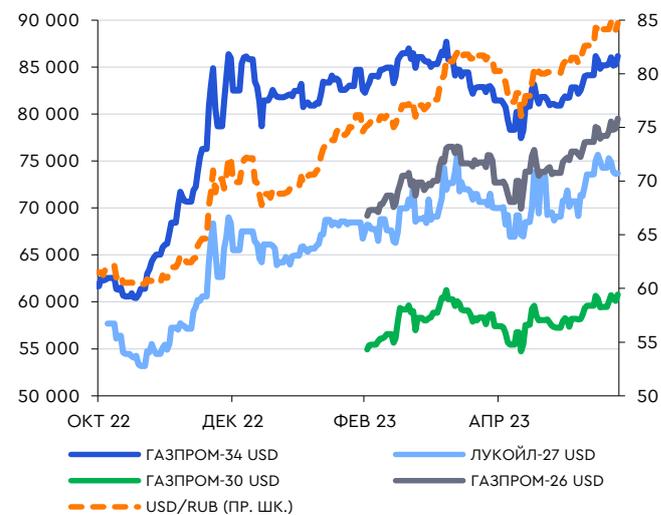
Ниже представлены графики зависимости курса рубля от уровня долларовых цен от номинала (Диаграмма 15), а также рублевых цен (Диаграмма 16). Из графика видно, что на среднесрочном горизонте зависимость между курсом и ценами облигаций относительно номинала не столь очевидна, порой наблюдается разнонаправленное движение.

Диаграмма 15. Динамика цен ЗО в процентах от номинала и курса рубля



Источник: Мосбиржа

Диаграмма 16. Динамика рублевых цен ЗО и курса рубля



Источник: Мосбиржа

Однако в периоды резкого ослабления рубля отмечается падение цен, что может объясняться снижением привлекательности валютного фактора и закрытием позиций инвесторами для фиксации прибыли. Отметим, что дальнейшее восстановление цен происходит постепенно. При этом реакция цен на резкое укрепление рубля (как, например, в период конца апреля – начала мая) происходит с небольшим лагом и менее значительна. Корреляция в этом случае ослабевает. Так, наименьший с начала года уровень рублевых цен по большинству выпусков ЗО наблюдался 10 мая, когда курс рубля укрепился до двухмесячного максимума.

К сожалению, ввиду короткого времени существования рынка ЗО, другие периоды резкого укрепления рубля не наблюдались, а значит относиться к данному анализу пока стоит с осторожностью.

Рекомендации

Резюмируя вышеизложенное, мы полагаем, что замещающие облигации представляют собой привлекательный класс активов на среднесрочном и долгосрочном горизонте инвестирования.

Внутри класса на текущий момент тактически наиболее привлекательно выглядят выпуски Газпрома, предлагающие совокупность высокой доходности и надежности квазисуверенного заемщика системной значимости.

Среди выпусков Газпрома спекулятивно более привлекательно выглядят номинированные в евро (не считая «вечника» – его мы предпочитаем в долларах). Несмотря на меньший спекулятивный потенциал, долларовые выпуски также весьма привлекательны, предлагая высокий уровень доходности и потенциал сужения премий.

С точки зрения выбора момента для покупки в условиях ожидания укрепления рубля, вероятно, в 2П23 возможности приобрести бумаги по более привлекательным рублевым ценам еще представятся. В этом контексте не стоит забывать и про фактор нового предложения, который также будет оказывать давление на котировки бумаг в 2023 г.

Не умаляя возможности подбора более привлекательной точки входа, при долгосрочном горизонте инвестирования замещающие облигации выглядят привлекательно уже сейчас.

Для наглядности на Диаграммах 17 и 18 представлен расчет среднегодового показателя совокупного дохода (Total Return – TR) и его чувствительности в зависимости от динамики курса рубля и кредитной премии при горизонте инвестирования в 3 года.

Расчет произведен по выпускам Газпрома с погашением в 2028 г., номинированным в долларах (Диаграмма 17) и евро (Диаграмма 18), и учитывает ожидаемое на этом горизонте снижение базовых ставок в соответствии с рыночным консенсусом. Мы также используем наш прогноз по USD/RUB (к слову, достаточно консервативный относительно текущих уровней) на обозначенном горизонте (88 руб./долл. через 3 года).

В базовом сценарии за 3 года инвестор совокупно заработает 49% от суммы вложений в выпуск в евро и 39% – от вложений в долларовой выпуск. Это эквивалентно 14,3% и 11,5% соответственно в годовом пересчете. Отметим, что мы консервативно предполагаем, что курс EUR/USD останется неизменным относительно текущего уровня (1,10), в то время как рыночный консенсус предполагает его рост до ~1,20. Если это реализуется, то доход от выпуска в евро может быть еще выше: 64% всего, или 18% в годовом эквиваленте.

Диаграмма 17. Таблица чувствительности TR для долларовой выпуска

		КУРС НА КОНЕЦ ПЕРИОДА USD/RUB				
		68	78	88	98	108
СПРЕД К СТАВКЕ ФРС	400 б.п. (текущий)	2,7%	7,0%	11,0%	14,7%	18,2%
	350 б.п.	2,9%	7,2%	11,2%	15,0%	18,5%
	300 б.п. (историч.)	3,1%	7,5%	11,5%	15,2%	18,7%
	200 б.п.	3,6%	7,9%	12,0%	15,7%	19,3%

Источник: расчеты Газпромбанка

Диаграмма 18. Таблица чувствительности TR для выпуска в евро

		КУРС НА КОНЕЦ ПЕРИОДА EUR/RUB				
		77	87	97	107	117
СПРЕД К СТАВКЕ ЕЦБ	500 б.п. (текущий)	3,9%	8,0%	11,8%	15,4%	18,7%
	350 б.п.	5,0%	9,2%	13,0%	16,6%	20,0%
	200 б.п. (историч.)	6,2%	10,4%	14,3%	17,9%	21,3%
	100 б.п.	6,9%	11,2%	15,1%	18,8%	22,2%

Источник: расчеты Газпромбанка

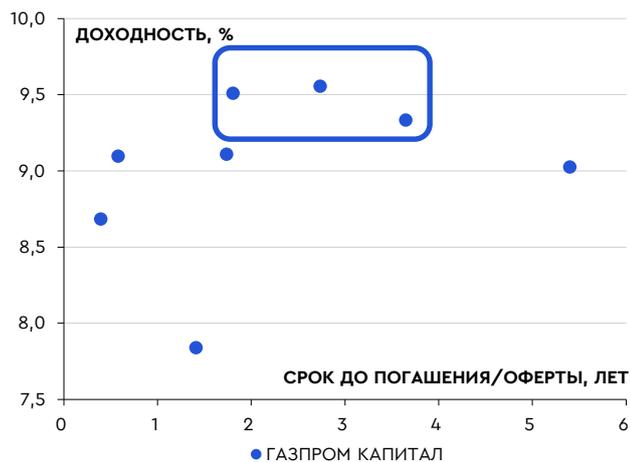
Выбор конкретных бумаг зависит от стратегии инвестирования

При спекулятивных стратегиях логично выбирать бумаги, предлагающие наивысшую доходность.

На момент публикации отчета наиболее привлекательно в сегменте бумаг в евро выглядят выпуски с погашением в 2025–2027 гг., а в сегменте бумаг в долларах – с погашением в 2027–2031 гг. (Диаграммы 19–20 и Таблица 1).

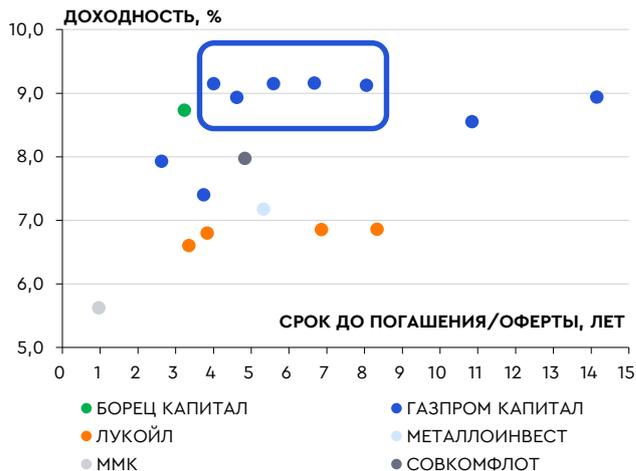
Для тех инвесторов, кому важно на долгий срок зафиксировать высокую доходность и захеджироваться от девальвации рубля, можно посоветовать выбирать выпуски срочностью, сопоставимой с горизонтом инвестирования.

Диаграмма 19. Карта рынка выпусков ЗО в евро



Источник: Мосбиржа

Диаграмма 20. Карта рынка выпусков ЗО в долларах



Источник: Мосбиржа

Таблица 1. Замещающие облигации с наиболее высокой доходностью

ВЫПУСК	КУПОН, %	СРОК ДО ПОГАШЕНИЯ/ОФЕРТЫ, ЛЕТ	ДОХОДНОСТЬ, %	ДАТА ПОГАШЕНИЯ/ОФЕРТЫ	ISIN
EUR					
Газпром Капитал, ЗО25-1-Е	4,36	1,7	9,11	21.03.2025	RU000A105VL6
Газпром Капитал, ЗО26-1-Е	2,50	2,7	9,56	21.03.2026	RU000A105WH2
Газпром Капитал, ЗО27-1-Е	1,50	3,6	9,33	17.02.2027	RU000A105RZ4
USD					
Газпром Капитал, БЗО26-1-Д (perp)	4,60	2,6*	18,25	26.01.2026*	RU000A105QW3
Газпром Капитал, ЗО27-2-Д	3,00	4,0	9,15	29.06.2027	RU000A105JH9
Газпром Капитал, ЗО28-1-Д	4,95	4,6	8,93	06.02.2028	RU000A105R62
Газпром Капитал, ЗО29-1-Д	2,95	5,6	9,15	27.01.2029	RU000A105KU0
Газпром Капитал, ЗО30-1-Д	3,25	6,7	9,16	25.02.2030	RU000A105SG2
Газпром Капитал, ЗО31-1-Д	3,50	8,1	9,12	14.07.2031	RU000A105JT4

* первый call-опцион

Источник: Мосбиржа, Cbonds

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ЭВОЛЮЦИЯ РЫНКА ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ

После реализации геополитических рисков в начале 2022 г. и возникших существенных инфраструктурных ограничений, в том числе со стороны западной платежной инфраструктуры, российские заемщики на рынке еврооблигаций столкнулись со сложностями в доведении платежей как до международных, так и до российских инвесторов.

Для устранения проблемы платежей в пользу локальных инвесторов в июле 2022 г. президентом РФ был подписан Указ №430, согласно которому обслуживание долга перед держателями, чьи интересы учитываются в локальной инфраструктуре, является приоритетным.

Данный указ предоставил эмитентам две опции для исполнения обязательств перед локальными держателями: проведение раздельных платежей внутренним и внешним инвесторам или выпуск замещающих облигаций (ЗО) в обмен на еврооблигации.

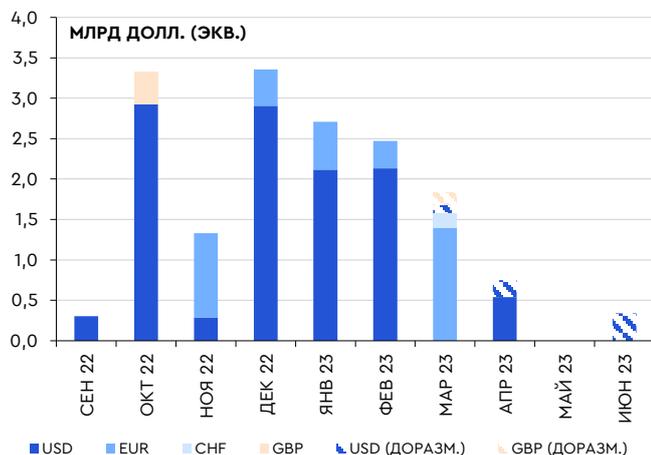
Первым эмитентом на рынке замещающих облигаций стал Газпром, который в сентябре провел замещение своего долларового выпуска с погашением в марте 2027 г. в объеме 304,4 млн долл. (40,6% объема еврооблигаций в обращении).

С тех пор на рынке было размещено еще 30 выпусков¹ замещающих облигаций: по всем находящимся в обращении выпускам Газпрома, а также ЛУКОЙЛа, Металлоинвеста, Совкомфлота и ММК. К концу июня 2023 г. объем рынка достиг 1,2 трлн руб. (эквивалент 14,5 млрд долл.). Газпром и Совкомфлот уже провели или проводят доразмещения по ряду выпусков.

Валютная структура рынка замещающих облигаций не отличается широкой диверсификацией. Половину всего рынка занимают долларовые выпуски Газпрома, а около 68% рынка составляют долларовые выпуски шести эмитентов. На выпуски в евро и других валютах приходится 27% и 5% соответственно, и единственным эмитентом в данных сегментах рынка является Газпром.

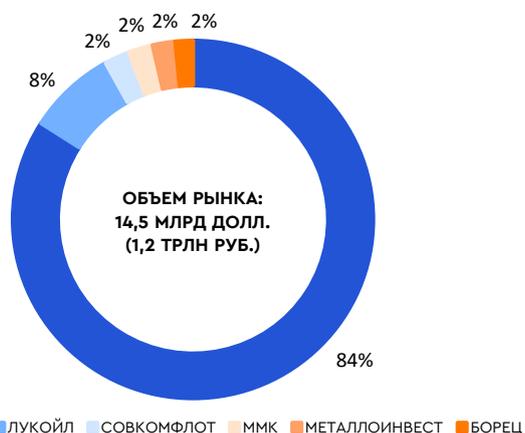
Отметим, что на российском рынке присутствует ряд выпусков, которые по своей сути напоминают выпуски замещающих облигаций, однако не являются таковыми. В частности, к замещающим облигациям формально не относится выпуск ПИК и Совкомбанка.

Диаграмма 21. Динамика размещений на рынке замещающих облигаций



Источник: Cbonds

Диаграмма 22. Структура рынка в разбивке по эмитентам



Источник: Cbonds

Перспективы роста рынка

22 мая 2023 г. президентом РФ были подписаны изменения в Указ №430, согласно которым все эмитенты, имеющие еврооблигации в обращении, должны до конца 2023 г. обеспечить исполнение обязательств перед инвесторами, чьи права учитываются в локальной инфраструктуре, путем выпуска замещающих облигаций. Об интересах держателей, чьи права учитываются в иностранной инфраструктуре, в указе прямо не говорится.

¹ включая погашенные Лукойл, ЗО-23 и Совкомфлот, ЗО-23

Единственной возможностью не проводить замещение является разрешение правительственной комиссии, иные исключения в указе не предусмотрены. Отметим, что на ПМЭФ директор Департамента финансовой политики Минфина И. Чебесков заявил, что в настоящее время критерии освобождения от обязанности замещать еврооблигации еще не выработаны.

Эмитенты, уже разместившие замещающие облигации, вправе проводить размещение дополнительных выпусков неограниченное количество раз, но общий объем бумаг не может превышать объем еврооблигаций в обращении.

При этом если локальные держатели не приняли участие в замещении еврооблигаций, исполнение обязательств перед ними будет происходить при помощи отдельных платежей.

В связи с принятием новых поправок в Указ №430 **рынок замещающих облигаций может вырасти по меньшей мере на 1,5–1,9 трлн руб.** за счет:

- **Корпоративных выпусков (1,0–1,2 трлн руб.).** По нашим оценкам, оставшийся объем рынка корпоративных еврооблигаций в обращении с погашением после 1 января 2024 г., по которым еще не проводился обмен на замещающие выпуски, составляет 1,7 трлн руб. (20,8 млрд долл.). Учитывая средний коэффициент замещения ~48% от объема выпуска еврооблигаций (подробнее в Приложении 3), рынок замещающих облигаций, по нашей оценке, может увеличиться по меньшей мере на половину от указанной величины. Еще около 1,1 трлн руб. (эквивалент 12,8 млрд долл.) составляют оставшиеся в обращении выпуски еврооблигаций, по которым компании уже провели обмен. Не исключено, что по части выпусков компании проведут доразмещения. Учитывая средний объем доразмещения по выпускам Газпрома, который составляет 20–30% (за исключением последнего выпуска, где доля замещения составила 12,4%), рост объема рынка за счет доразмещений может составить 0,2–0,4 трлн руб.
- **Выпусков финансовых институтов (0,5–0,7 трлн руб.).** На текущий момент фин. институты (подавляющее большинство которых попали под блокирующие ограничения и вынужденно перешли на выплаты в рублях в пользу локальных инвесторов) в сегменте замещающих облигаций не представлены. Общий объем рынка еврооблигаций фин. институтов, подлежащих замещению, мы оцениваем в 1,2 трлн руб. (14,8 млрд долл.). Замещение может добавить рынку 30–0,6 трлн руб. Отдельно отметим ГТЛК, которая не проводила никаких платежей по еврооблигациям с апреля 2022 г. В случае, если компания не обратится за разрешением правкомиссии, объем бумаг, подлежащих замещению, оценивается в 1,6 млрд долл. из 3,25 млрд долл. в обращении. Ранее первый заместитель гендиректора М. Кадочников сообщал, что компания прорабатывает выпуск замещающих бумаг с учетом планировавшихся изменений в 430-й указ.

В настоящее время суверенные еврооблигации не попадают под действие 430-го указа. Однако ранее глава Минфина заявлял, что **ведомство обсуждает выпуск суверенных замещающих облигаций и может начать их «размещение» до конца 2023 года.** Объем суверенных еврообондов России в обращении с погашением после 1 января 2024 г. составляет около 2,7 трлн руб. (33,0 млрд долл.). Учитывая, что, по данным ЦБ РФ, доля резидентов в суверенных выпусках составляет 55,3%, замещение суверенных выпусков может добавить на рынок 1,5 трлн руб. (18 млрд долл.).

Учитывая вышеперечисленные факторы, мы ожидаем, что объем рынка замещающих облигаций может вырасти на 3,0–3,4 трлн руб. до 4,2–4,6 трлн руб.

ПРИЛОЖЕНИЕ 2. ОПИСАНИЕ ЗО И ОТЛИЧИЯ ОТ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Несмотря на видимые сходства, по ряду параметров замещающие облигации заметно отличаются от своих прародителей. Ниже мы приводим основные различия (подробное сравнение по конкретным эмитентам и выпускам – в Приложении 3):

1. **Замещающие облигации выпущены по российскому праву, еврооблигации – по международному (английскому).** Как следствие, к данным инструментам применимо разное законодательство, а споры решаются в судах различной юрисдикции.
2. **Замещающие облигации выпущены полностью в рамках российской инфраструктуры,** в то время как еврооблигации представляют собой внешние займы, обращающиеся на базе западной платежной инфраструктуры (не считая тех выпусков, что имели обращение на Мосбирже).
3. Несмотря на то, что номинал замещающей облигации, как и еврооблигаций, выражен в иностранной валюте, **расчеты по замещающей облигации (покупка/продажа, выплата купонов и номинала) осуществляются в рублях по курсу ЦБ.**
4. **Разные структуры обеспечения, отношения поручителя, эмитента и инвесторов.** Еврооблигации были структурированы как LPN (ноты участия в займе) или гарантированные ноты, эмитентом которых выступала SPV (обычно) или операционная дочерняя компания (в отдельных случаях, например, ГТЛК) под гарантии головного холдинга и/или операционных компаний группы для усиления кредитного качества. Эмитентом же замещающих облигаций (или поручителем по таким облигациям), согласно Указу №430, является российское юридическое лицо, имеющее обязательства, связанные с еврооблигациями. В уже прошедших сделках ЗО таковыми выступили юрлица, являющиеся заемщиками (borrower) в структуре LPN, либо одним из гарантов в рамках гарантированных нот. При этом гарантии от операционных дочек (среди уже замещенных еврооблигаций они присутствовали в рамках выпусков компаний «Металлоинвест» и «Борец») не были включены в структуру ЗО (Металлоинвест) или были включены, но не в полном объеме (Борец). Таким образом, структура сделки замещающих облигаций может быть немного слабее, чем у еврооблигаций. Важно отметить, что при этом она в целом сопоставима со структурой, используемой теми же эмитентами на локальном рынке.
5. **Отсутствие в структуре замещающих облигаций ковенант** из документации евробондов. Как и в случае структуры сделки, отсутствие ковенант снижает защищенность инвесторов в сравнении с держателями евробондов. С другой стороны, для локального рынка это является обычной практикой.
6. **Отличия в сроках признания невыполнения обязательств по облигациям дефолтом.** В замещающих облигациях существенным нарушением является просрочка исполнения обязательств более десяти дней (ФЗ «О рынке ценных бумаг»). А в еврооблигациях для каждой программы или выпуска индивидуально определяется количество дней по выплатам купонов и номинала до наступления дефолта. Так как большинство эмитентов за последний год получили согласие инвесторов на изменения ряда условий выпусков, наиболее частым из которых было расширение grace-периода для возможности осуществления платежей, по данному пункту инвесторы в замещающие облигации защищены сильнее.
7. **У большинства еврооблигаций в структуре есть Call- и/или Make-Whole Call-опционы,** а у большинства замещающих облигаций таких опционов нет. На наш взгляд, это снижает риски реинвестирования инвесторов, т.к. обычно эмитент может исполнить call-опцион в период снижения ставок. Из уже размещенных выпусков call-опционы есть у бумаг Совкомфлота (как и в еврооблигациях – 3 месяца до погашения), а также ЛУКОЙЛа, в бумагах которого call-опционы включены в каждую выплату купона.

ПРИЛОЖЕНИЕ 3. СРАВНЕНИЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ И ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ЭМИТЕНТАМ

		СТРУКТУРА	КОВЕНАНТЫ	GRACE PERIOD	ОПЦИОН	
ПАО «Газпром»	Еврооблигации	USD/EUR	эмитент - Gaz Capital S.A или Gaz Finance Plc, заемщик - ПАО «Газпром».	+	3 дня или 14 дней *	Make-Whole Call, у одного выпуска (7,29% 2037); Put у одного выпуска (8,625% 2034): 28 апреля 2014 г. – за 20 лет до погашения).
		GBP	эмитент - Gaz Capital S.A, заемщик - ПАО «Газпром».	+	14 дней	-
		CHF	эмитент - Gaz Finance Plc, заемщик - ПАО «Газпром».	+	14 дней	-
	Замещающие облигации	Вечные	эмитент - Gaz Finance Plc, заемщик - ПАО «Газпром».	+	-	Американский опцион Call 26.01.26***. Затем в дату окончания каждого купонного периода.
		USD/EUR	эмитент - Газпром Капитал, поручитель ПАО «Газпром».	-	10 дней **	-
		GBP	эмитент - Газпром Капитал, поручитель ПАО «Газпром».	-	10 дней **	-
		CHF	эмитент - Газпром Капитал, поручитель ПАО «Газпром».	-	10 дней **	-
		Вечные	эмитент - Газпром Капитал, поручитель ПАО «Газпром».	-	-	Американский опцион Call 26.01.26***. Затем в дату окончания каждого купонного периода.
Вечные		эмитент - Газпром Капитал, поручитель ПАО «Газпром».	-	-	Американский опцион Call 26.01.26***. Затем в дату окончания каждого купонного периода.	
ЛУКОЙЛ	Еврооблигации	эмитент - LUKOIL International Finance B.V. или LUKOIL Capital DAC, гарантор ПАО «ЛУКОЙЛ».	+	14 дней	Make-Whole Call.	
	Замещающие облигации	эмитент - ПАО «ЛУКОЙЛ».	-	10 дней **	Call каждый купонный период до 06.11.2029 (полгода до погашения).	
ММК	Еврооблигации	эмитент - MMK International Capital DAC, гарантор ПАО «ММК».	+	14 дней	Make-Whole Call и Американский опцион Call (3 месяца до погашения).	
	Замещающие облигации	эмитент - ПАО «ММК».	-	10 дней **	-	
Металлоинвест	Еврооблигации	эмитент - Metalloinvest Finance DAC, гаранторы АО «ХК «МЕТАЛЛОИНВЕСТ», АО «Лебединский ГОК», АО «Михайловский ГОК им. А.В. Варичева» и АО «ОЭМК им. А.А. Угарова».	+	30 дней	Make-Whole Call и Американский опцион Call (3 месяца до погашения).	
	Замещающие облигации	эмитент – АО «ХК «МЕТАЛЛОИНВЕСТ».	-	10 дней **	-	
Совкомфлот	Еврооблигации	эмитент - SCF Capital Limited, гарантор ПАО «Совкомфлот».	+	7 дней	Make-Whole Call и Американский опцион (3 месяца до погашения).	
	Замещающие облигации	эмитент - ПАО «Совкомфлот».	-	10 дней **	Call (за 3 месяца-3 недели до даты погашения).	
Борец	Еврооблигации	эмитент - Borets International Limited, гаранторы ООО «Производственная компания «Борец», ООО «ЛеМаЗ», ООО «Лысьванефтемаш», ООО «Осколнефтемаш» и Borets U.S., Inc.	+	60 дней	Make-Whole Call и Американский опцион Call (3 месяца до погашения).	
	Замещающие облигации	эмитент - Борец Капитал, поручитель ООО «Производственная компания «Борец».	-	10 дней **	-	

* 3 дня для выпусков, по которым не проводились консенты, 14 дней - для выпусков, по которым проводились консенты

** по Закону о ценных бумагах (статья 17.1)

*** последний день исполнения опциона

Источник: данные компании

ПРИЛОЖЕНИЕ 4. СТЕПЕНЬ ЗАМЕЩЕНИЯ ПО ВЫПУСКАМ

ВЫПУСК	КУПОН, %	ДОЛЯ ЗАМЕЩЕНИЯ, %	ДОРАЗМЕЩЕНИЕ	ОБЪЕМ В ОБРАЩЕНИИ, МЛН	ВАЛЮТА	ПОГАШЕНИЕ	ОФЕРТА (CALL)	ISIN	ISIN ОРИГИНАЛЬНОГО ЕВРОБОНДА
Борец Капитал, ЗО-2026	6,00	63		221	USD	17.09.2026		RU000A105GN3	XS2230649225
Газпром Капитал, БЗО26-1-Д	4,60	76	+	1 069	USD		26.01.2026	RU000A105QW3	XS2243631095
Газпром Капитал, БЗО26-1-Е	3,90	55		551	EUR		26.01.2026	RU000A105QX1	XS2243636219
Газпром Капитал, ЗО23-1-Е	3,13	44		440	EUR	17.11.2023		RU000A105BL8	XS1521039054
Газпром Капитал, ЗО24-1-Е	2,25	36		269	EUR	22.11.2024		RU000A105C51	XS1721463500
Газпром Капитал, ЗО24-1-Ф	4,25	48	+	411	GBP	06.04.2024		RU000A1059A6	XS1592279522
Газпром Капитал, ЗО24-2-Е	2,95	42		421	EUR	24.01.2024		RU000A105GZ7	XS1911645049
Газпром Капитал, ЗО25-1-Е	4,36	46		229	EUR	21.03.2025		RU000A105VL6	XS0906949523
Газпром Капитал, ЗО25-2-Е	2,95	67		670	EUR	15.04.2025		RU000A105WJ8	XS2157526315
Газпром Капитал, ЗО26-1-Д	5,15	61	+***	762	USD	11.02.2026		RU000A105RG4	XS1951084471
Газпром Капитал, ЗО26-1-Е	2,50	54		402	EUR	21.03.2026		RU000A105WH2	XS1795409082
Газпром Капитал, ЗО27-1-Д	4,95	54	+	402	USD	23.03.2027		RU000A1056U0	XS1585190389
Газпром Капитал, ЗО27-1-Е	1,50	32		318	EUR	17.02.2027		RU000A105RZ4	XS2301292400
Газпром Капитал, ЗО27-1-ФР	1,54	35	+	173	CHF	30.06.2027		RU000A105XA5	CH1120085688
Газпром Капитал, ЗО27-2-Д	3,00	63	+	629	USD	29.06.2027		RU000A105JH9	XS2196334671
Газпром Капитал, ЗО28-1-Д	4,95	39	+***	348	USD	06.02.2028		RU000A105R62	XS0885736925
Газпром Капитал, ЗО28-1-Е	1,85	53		264	EUR	17.11.2028		RU000A105BY1	XS2408033210
Газпром Капитал, ЗО29-1-Д	2,95	51		1 030	USD	27.01.2029		RU000A105KU0	XS2291819980
Газпром Капитал, ЗО30-1-Д	3,25	68		1 368	USD	25.02.2030		RU000A105SG2	XS2124187571
Газпром Капитал, ЗО31-1-Д	3,50	48	+	479	USD	14.07.2031		RU000A105JT4	XS2363250833
Газпром Капитал, ЗО34-1-Д	8,63	62	+	749	USD	28.04.2034		RU000A105A95	XS0191754729
Газпром Капитал, ЗО37-1-Д	7,29	62		775	USD	16.08.2037		RU000A105RH2	XS0316524130
ЛУКОЙЛ, ЗО-23*		38		563	USD	24.04.2023		RU000A1059M1	XS0919504562
ЛУКОЙЛ, ЗО-26	4,75	32		316	USD	02.11.2026	02.11.2023	RU000A1059N9	XS1514045886
ЛУКОЙЛ, ЗО-27	2,80	22		257	USD	26.04.2027	26.10.2023	RU000A1059P4	XS2401571448
ЛУКОЙЛ, ЗО-30	3,88	19		287	USD	06.05.2030	06.11.2023	RU000A1059Q2	XS2159874002
ЛУКОЙЛ, ЗО-31	3,60	22		254	USD	26.10.2031	26.10.2023	RU000A1059R0	XS2401571521
ММК, ЗО-2024	4,38	62		308	USD	13.06.2024		RU000A105H64	XS1843434959
Металлоинвест, 028	3,38	44		286	USD	22.10.2028		RU000A105A04	XS2400040973
Совкомфлот, ЗО-2023**	5,38	42		377	USD	16.06.2023		RU000A105EN8	XS1433454243
Совкомфлот, ЗО-2028	3,85	74	+***	318	USD	26.04.2028		RU000A105A87	XS2325559396
Среднее		49							
Медиана		48							

* погашена; ** погашена досрочно; *** в процессе доразмещения

Источник: Cbonds, расчеты Газпромбанка

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 – 2023. «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 не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), 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 не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

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 компаний 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 покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) 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 стенок»), 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 максимальной 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, специальными, случайными, сопутствующими, штрафными 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 Виктор Ип (+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.