

ДОЛГОВОЙ РЫНОК ЗАМЕЩАЮЩИЕ ОБЛИГАЦИИ

ЧТО НОВОГО НА РЫНКЕ ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ?

Рынок замещающих облигаций продолжает пополняться новыми именами. В ближайшие месяцы мы ожидаем появления на нем бумаг еще примерно 15 компаний, а объем рынка может увеличиться до \$28 млрд. Замещающие бумаги по-прежнему считаем привлекательным инструментом в контексте валютной диверсификации портфеля. Среди обращающихся мы выделяем выпуски ГТЛК (3027-Д и 3028-Д) и Газпрома (3026-1-Д, 3029-1-Д и 3030-1-Д).

Сроки обязательного замещения продлены. До конца 2023 г. замещающие бумаги выпустила только половина эмитентов еврооблигаций. По-видимому, многие компании рассчитывали получить от правительственной комиссии разрешение не выпускать замещающие бонды, но удалось это только трем заемщикам: Северстали, ВЭБ.РФ и Уралкалию. В середине декабря Президент России подписал указ, в соответствии с которым срок обязательного замещения еврооблигаций продлевается до 1 июля 2024 г.

Навес предложения не окажет давления на рынок. Мы предполагали, что пик размещений придется на ноябрь и декабрь прошлого года и окажет давление на вторичный рынок. Однако ряд эмитентов так и не разместили облигации. По нашей оценке, заемщики могут выпустить замещающие бумаги на сумму еще примерно в \$7 млрд, что приведет к увеличению этого рынка до ~\$28 млрд. В 2023 компании разместили облигации немногим менее чем на \$6 млрд, а пик их «размещательной активности» пришелся на последние два месяца года, когда они выпустили обязательства почти на \$4 млрд, не оказав при этом заметного давления на рынок. Учитывая растянутый период размещения, мы прогнозируем, что появление новых выпусков тоже не станет негативным для вторичного рынка замещающих облигаций фактором.

Пополнение рынка новыми бумагами может привести к его оживлению. На данный момент на рынке обращается 44 выпуска замещающих облигаций. По нашей оценке, этот список может увеличиться еще примерно на 30 выпусков. На днях размещения провели ТМК, ЧТПЗ и ХКФ Банк. Из тех компаний, что еще не разместили замещающие облигаций, но уже объявляли о таких намерениях, можно выделить РЖД (восемь выпусков общим объемом \$3,5 млрд), МКБ (семь выпусков на сумму \$2,7 млрд) и ВТБ (два выпуска на \$2 млрд). Вероятно, появление новых выпусков приведет к оживлению рынка за счет стремления инвесторов перераспределить свои вложения между более привлекательными инструментами.

Замещающие облигации остаются привлекательными. В настоящее время это одни из немногих инструментов, которые привязаны к валютному курсу, что позволяет минимизировать риски девальвации рубля. Сейчас доходности большинства замещающих облигаций находятся вблизи своих минимальных значений, что указывает на уменьшившийся потенциал роста их котировок, поэтому основная ставка здесь скорее связана с потенциальным ослаблением рубля. Из обращающихся бумаг мы выделяем выпуски ГТЛК 3027-Д и 3028-Д, которые при дюрации 3–3,5 года дают доходность около 7,7% годовых. Среди бумаг с более высоким кредитным рейтингом интерес представляют выпуски Газпрома серий 3026-1-Д, 3029-1-Д и 3030-1-Д.

ИНДЕКС ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ CBONDS



Источники: Cbonds, ИБ Синара

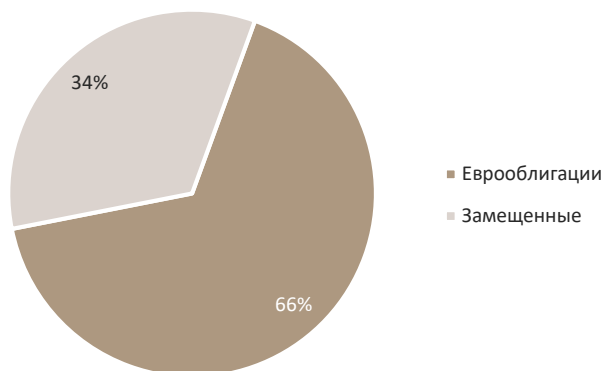
Александр Афонин
Старший аналитик

**ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ
ГАЗПРОМ КАПИТАЛ 3027-1-Д**



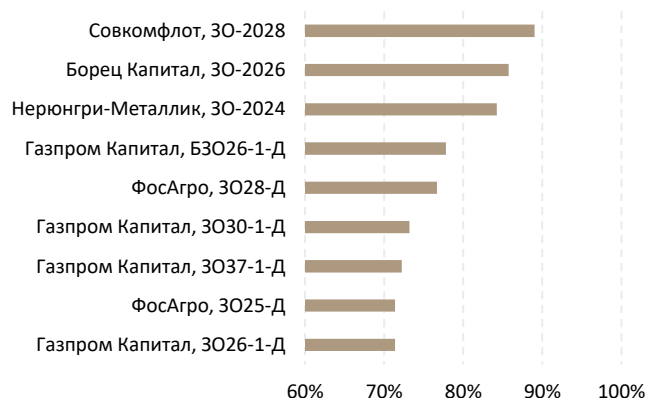
Источники: Cbonds, ИБ Синара

**КОМПАНИИ ЗАМЕСТИЛИ ПРИМЕРНО ТРЕТЬ ВСЕГО ОБЪЕМА
РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ**



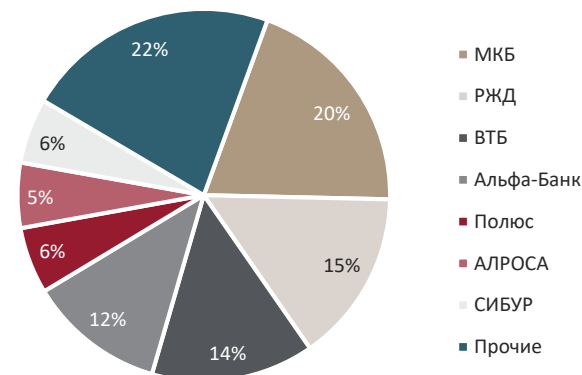
Источники: Cbonds, ИБ Синара

**СРЕДНИЙ ПРОЦЕНТ ЗАМЕЩЕНИЯ — ОКОЛО 50%,
НО В НЕКОТОРЫХ ВЫПУСКАХ ДОХОДИТ ДО 90%**



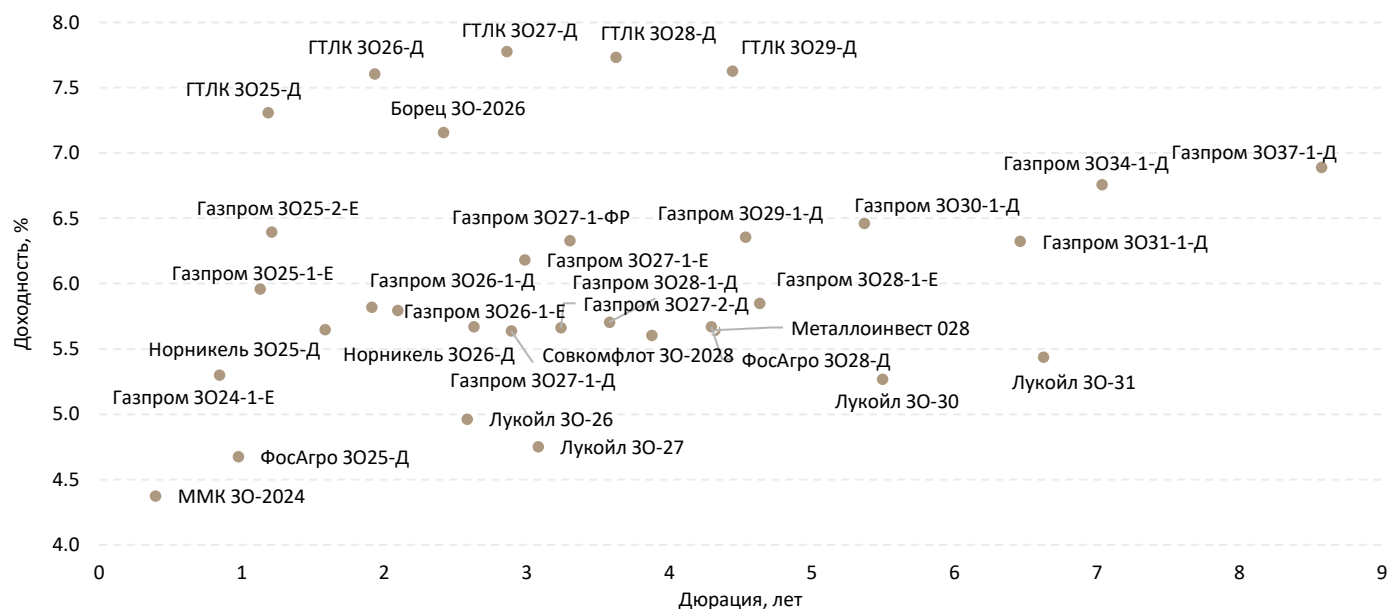
Источники: Cbonds, ИБ Синара

**ПРИМЕРНО 66% ОТ ОБЪЕМА НЕЗАМЕЩЕННЫХ БУМАГ
ПРИХОДИТСЯ НА ПЯТЬ ЭМИТЕНТОВ**



Источники: Cbonds, ИБ Синара

КАРТА РЫНКА ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ (СТАРШИЕ ВЫПУСКИ)



Источники: Cbonds, ИБ Синара

ЗАМЕЩАЮЩИЕ ОБЛИГАЦИИ

Бумага	ISIN	Валюта	Купон, %	Объем в обращении, млн	Погашение	Оферта	Цена, % от номинала	Доходность, %
Борец ЗО-2026	RU000A105GN3	USD	6,000	254	17.09.2026		97,5	7,2
Газпром БЗО26-1-Д	RU000A105QW3	USD	4,599	994		26.01.2026	85,6	13,3
Газпром БЗО26-1-Е	RU000A105QX1	EUR	3,897	716		26.01.2026	79,0	17,1
Газпром ЗО24-1-Е	RU000A105C51	EUR	2,250	447	22.11.2024		97,5	5,3
Газпром ЗО24-1-Ф	RU000A1059A6	GBP	4,250	411	06.04.2024		98,9	9,9
Газпром ЗО25-1-Е	RU000A105VL6	EUR	4,364	229	21.03.2025		98,2	6,0
Газпром ЗО25-2-Е	RU000A105WJ8	EUR	2,950	670	15.04.2025		96,0	6,4
Газпром ЗО26-1-Д	RU000A105RG4	USD	5,150	892	11.02.2026		98,9	5,8
Газпром ЗО26-1-Е	RU000A105WH2	EUR	2,500	402	21.03.2026		93,5	5,8
Газпром ЗО27-1-Д	RU000A1056U0	USD	4,950	402	23.03.2027		98,2	5,6
Газпром ЗО27-1-Е	RU000A105RZ4	EUR	1,500	473	17.02.2027		87,3	6,2
Газпром ЗО27-1-ФР	RU000A105XA5	CHF	1,540	173	30.06.2027		85,6	6,3
Газпром ЗО27-2-Д	RU000A105JH9	USD	3,000	629	29.06.2027		92,0	5,7
Газпром ЗО28-1-Д	RU000A105R62	USD	4,950	410	06.02.2028		97,6	5,7
Газпром ЗО28-1-Е	RU000A105BY1	EUR	1,850	343	17.11.2028		83,6	5,8
Газпром ЗО29-1-Д	RU000A105KU0	USD	2,950	1172	27.01.2029		85,9	6,4
Газпром ЗО30-1-Д	RU000A105SG2	USD	3,250	1464	25.02.2030		84,5	6,5
Газпром ЗО31-1-Д	RU000A105JT4	USD	3,500	479	14.07.2031		83,9	6,3
Газпром ЗО34-1-Д	RU000A105A95	USD	8,625	749	28.04.2034		114,5	6,8
Газпром ЗО37-1-Д	RU000A105RH2	USD	7,288	903	16.08.2037		104,5	6,9
ГТЛК ЗО24-Д	RU000A1077H3	USD	5,125	252	31.05.2024		98,7	8,9
ГТЛК ЗО25-Д	RU000A1078V2	USD	5,950	292	17.04.2025		98,5	7,3
ГТЛК ЗО26-Д	RU000A107AQ5	USD	4,949	304	18.02.2026		95,2	7,6
ГТЛК ЗО27-Д	RU000A107B43	USD	4,650	347	10.03.2027		91,8	7,8
ГТЛК ЗО28-Д	RU000A107CX7	USD	4,800	167	26.02.2028		90,3	7,7
ГТЛК ЗО29-Д	RU000A107D58	USD	4,349	141	27.02.2029		86,9	7,6
Лукойл ЗО-26	RU000A1059N9	USD	4,750	316	02.11.2026	02.05.2024	99,6	5,0
Лукойл ЗО-27	RU000A1059P4	USD	2,800	257	26.04.2027	26.04.2024	94,3	4,8
Лукойл ЗО-30	RU000A1059Q2	USD	3,875	287	06.05.2030	06.05.2024	93,0	5,3
Лукойл ЗО-31	RU000A1059R0	USD	3,600	254	26.10.2031	26.04.2024	88,9	5,4
Металлоинвест 028	RU000A105A04	USD	3,375	286	22.10.2028		90,9	5,6
ММК ЗО-2024	RU000A105H64	USD	4,375	308	13.06.2024		100,0	4,4
Нерюнгри-Металлик, ЗО-2024	RU000A107AB7	USD	4,125	337	09.10.2024			
НЛМК ЗО26-Д	RU000A107EL8	USD	4,700	276	30.05.2026		97,0	6,1
Норникель ЗО25-Д	RU000A107BL4	USD	2,550	316	11.09.2025		95,3	5,6
Норникель ЗО26-Д	RU000A107C67	USD	2,800	333	27.10.2026		92,9	5,7
Совкомбанк СЗО-01	RU000A107B84	USD	7,600	116		17.02.2027	86,2	13,8
Совкомбанк СЗО-02	RU000A107C59	USD	7,750	17		06.05.2025	92,6	14,8
Совкомбанк СЗО-04	RU000A107E99	USD	8,000	25	07.04.2030	07.04.2025	93,0	15,0
Совкомфлот ЗО-2028	RU000A105A87	USD	3,850	383	26.04.2028		93,7	5,6
Тинькофф перп1	RU000A107738	USD	11,992	146		15.09.2024	102,2	8,8
Тинькофф перп2	RU000A107746	USD	6,000	289		20.12.2026	82,3	14,1
ФосАгро ЗО25-Д	RU000A106G31	USD	3,050	357	23.01.2025		98,5	4,7
ФосАгро ЗО28-Д	RU000A106G56	USD	2,600	383	16.09.2028		87,9	5,7

Источники: Cbonds, ИБ Синара

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин

KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин

AfoninAK@sinara-finance.ru

Зарубежные рынки акций

Сергей Вахрамеев

VahrameevSS@sinara-finance.ru

Российский рынок акций

Нефть и газ

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Электроэнергетика, транспорт

Матвей Тайц

TaitsMV@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников

TachennikovKV@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин

BakhtinKV@sinara-finance.ru

Георгий Горбунов

GorbunovGI@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова

NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Технологии, телекоммуникации, ретейл

Константин Белов

BelovKA@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев

MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин

SmolinDV@sinara-finance.ru

Станислав Захаров

ZakharovSV@sinara-finance.ru

Инна Драч

DrachIG@sinara-finance.ru

Себастьян Барендт

BarendtSF@sinara-finance.ru

Степан Чургов

ChugrovSS@sinara-finance.ru

© 2024, ПАО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен ПАО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью ПАО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операций интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО Банк Синара не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателем, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является офертой, предложением делать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение материалов необходимо указание ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО Банк Синара. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия ПАО Банк Синара в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у ПАО Банк Синара и (или) аффилированных с Банком лиц может возникать конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний, и (или) в связи с оказанием Банком услуг по организации размещения выпуска ценных бумаг указанным компаниям (список актуален на дату составления материала): АО «Группа Синара», ПАО «ГК «Самолет», АО «Бизнес-Недвижимость», ОАО «АБЗ-1», ПАО «Селигдар», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «Новые Технологии», Международный банк экономического сотрудничества, Евразийский банк развития, ПАО «ТМК», ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Синара - Транспортные Машины», ООО «ЛЕГЕНДА», ООО «Промодет ДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянос ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сережа Групп», ВЗБ.РФ, ООО «ИА ТБ-1», АО «Южуралзолото Групп Компаний», ООО «Балтийский Лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «ОКЕЙ», ПАО «ТК-14», АО «Группа компаний «ЕКС», ПАО «МегаФон», ООО «Сэтл Групп», АК «АЛРОСА» (ПАО), EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Магнит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ТМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petrovskiy PLC, Polymetal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть», TCS Group Holding PLC, МКПАД «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V., АО «ЧТПЗ», АО «ГК «Пикер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭН-ГРУП», ПАО «Вуш Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Россети», ПАО «Полос», XS Retail Group N.V., ПАО «Транснефть», ООО «СФО Аэбука дожда», ООО «Моторика», ПАО «Ростелеком», АО «ХК «МЕТАЛЛОИНВЕСТ», ПАО «Софтлайн», ООО «АЙДИ КОЛЛЕКТ», МК ООО «ТМК Стил Холдинг», ООО «Мазстро», ПАО «СмартТехГрупп», ПАО «МТКЛ».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и предположения: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидаемая доходность до конца текущего года, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозной дивидендной доходности до конца текущего года, более чем на 5% превышает скорректированную на оставшееся до конца года количество дней стоимость собственного капитала компании, устанавливается рейтинг «Покупать», если не превышает, оставаясь положительной величиной — «Держать», если является отрицательной — «Продавать».

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долговой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●● (очень высокая), ●●●●○ (высокая), ●●●○ (средняя), ●●○○ (низкая), ●○○○ (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (ИБ Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым ПАО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

ПАО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России РФ № 705 от 28.02.2022 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.