



Александр Ермак (aermak@region.ru)
Главный аналитик долговых рынков
БК «РЕГИОН»

Что привлекает инвесторов в ОФЗ-ПК 24018?

На аукционе, состоявшемся 11 февраля 2015г., Минфин РФ разместил весь предложенный выпуск ОФЗ-ПК 24018 на сумму 15 млрд. рублей. Несмотря на относительно низкий текущий купон в размере 10,89% годовых и соответственно низкую текущую доходность (11,53% годовых при цене отсечения на уровне 94% от номинала), спрос вдвое превысил предложенный объем, что по нашему мнению обусловлено конструкцией формирования следующих купонов и ожиданиями большинства участников рынка дальнейшего снижения ключевой ставки Банка России. Однако надо отметить, что данный выпуск будет интересен с точки зрения будущего купонного дохода даже в случае сохранения ключевой ставки на прежнем уровне. Основным риском для данной бумаги является возможность существенного повышения ключевой ставки непосредственно перед или после определения размера ставки второго купона.

Основные параметры займа

Параметры	
Гос. регистрационный номер	24018RMFS
Номинал, руб.	1 000
Объем эмиссии, млн. руб.	150 000.000
Объем в обращении, млн. руб.	24 849.028
Дата начала обращения (начисления купонов)	28.01.2015
Дата начала размещения	28.01.2015
Дата последнего доразмещения	11.02.2015
Ставка 1 купона, % годовых	10.89%
Дата окончания 1-го купона	01.07.2015
Ставка 2 и последующих купонов	среднее арифметическое значений ставок RUONIA за шесть месяцев до даты определения процентной ставки + "маржа"
Периодичность выплаты купона	2 раз(а) в год
Базовая ставка, % годовых	ставка RUONIA
Маржа, п.п.	+0.74
Дата погашения	27.12.2017

Согласно основным параметрам выпуска ОФЗ-ПК 24018, датой начала размещения облигаций является 28 января 2015г., датой погашения облигаций - 27 декабря 2017 года. Объявленный объем выпуска составляет 150 млрд. руб., из которого на текущий момент облигации на сумму более 24,849 млрд. руб. находятся в обращении. По выпуску предусмотрено 6 полугодовых купонов. Ставка 1-го купона была установлена Эмитентом на уровне 10,89% годовых, ставка остальных купонов определяется как среднее арифметическое значений ставок RUONIA за шесть предшествующих месяцев, увеличенное на 0,74 п.п. Облигации могут быть выкуплены Минфином РФ до срока их погашения с возможностью их последующего обращения

Минфин РФ (Эмитент) приступил к размещению ОФЗ с плавающим купоном серии 24018RMFS (ОФЗ-ПК 24018) с 28 января 2015г. В ходе трех прошедших аукционов Эмитентом было продано облигаций на общую сумму более 24,849 млрд. руб. по номиналу. Несмотря на относительно низкую текущую ставку купона (10,89% годовых) и текущую доходность (доходность к погашению рассчитать невозможно из-за неизвестных последующих купонов), первоначальный спрос на последних двух аукционов более чем вдвое превышал объем предложения. На наш взгляд, это связано с формулой установления размера следующих купонов и, самое главное, снижением Банком России в конце января ключевой ставки (с 17% до 15%) и ожиданиями рынка ее дальнейшего снижения.

Итоги аукционов по размещению ОФЗ-ПК 24018

№	Дата аукциона	Объем по номиналу, млн. руб.			Цена, % от номинала		Отношение спроса и предложения, %	Доля размещения, %
		предложения	спроса	размещения	отсечения	средневзвешенная		
1	28.01.2015	5 000.0	4 757.4	2508.4	92.2000	95.9602	95.15	50.17
2	04.02.2015	10 000.0	20 605.9	7340.6	93.9000	94.0607	206.06	73.41
3	11.02.2015	15 000.0	30 296.1	15000	94.0000	94.0536	201.97	100.00

№	Дата аукциона	Доходность к погашению по методике ФБ ММВБ*, % годовых		Текущая доходность, % годовых	
		по цене отсечения	по средневзвешенной цене	по цене отсечения	по средневзвешенной цене
1	28.01.2015	14.77	12.99	11.81	11.35
2	04.02.2015	13.97	13.89	11.57	11.55
3	11.02.2015	13.93	13.91	11.53	11.53

Источник: Минфин РФ, расчеты БК "РЕГИОН"

* Доходность к погашению по цене отсечения и средневзвешенной цене рассчитана по методике ФБ ММВБ, в соответствии с которой ставки по будущим купонным периодам, для которых ставки купона эмитентом не установлены, приравниваются к последней установленной эмитентом ставке купона.

Ставка RUONIA (Ruble OverNight Index Average) - индикативная взвешенная рублевая депозитная ставка «овернайт» российского межбанковского рынка, которая отражает оценку стоимости необеспеченного заимствования банков с минимальным кредитным риском. Расчет ставки RUONIA с сентября 2010г. осуществляется Банком России по методике, разработанной Национальной валютной ассоциацией совместно с Банком России, на основании информации о депозитных сделках банков-участников между собой, полученной по форме отчетности № 0409701 «Отчет об операциях на валютных и денежных рынках» в соответствии с Указанием Банка России от 12 ноября 2009 № 2332-У «О перечне, формах и порядке составления и представления форм отчетности кредитных организаций в Центральный банк Российской Федерации».

Список банков-участников RUONIA формируется Национальной валютной ассоциацией и согласовывается с Банком России. Последние изменения в списке банков-участников были осуществлены в связи с решением Экспертного совета Национальной валютной ассоциации для расчета ставки RUONIA, начиная с 22 декабря 2014г. Банк России передает в Национальную валютную ассоциацию данные для публикации ставки RUONIA на сайте www.ruonia.ru не позднее 17:00 по московскому времени следующего рабочего дня.

Список банков-участников для расчета ставки RUONIA (с 22 декабря 2014г.)

- | | |
|---|--|
| 1. "АЛЬФА-БАНК" ОАО | 11. "ЕВРОФИНАНС МОСНАРБАНК" ОАО АКБ |
| 2. "БАНК МОСКВЫ" ОАО | 12. "ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО" |
| 3. ОАО "БАНК САНКТ-ПЕТЕРБУРГ" | 13. "КРЕДИ АГРИКОЛЬ КИБ" ЗАО (МОСКОВСКИЙ ФИЛИАЛ) |
| 4. "БНП ПАРИБА" ЗАО | 14. "БАНК КРЕДИТ СВИСС (МОСКВА)" ЗАО |
| 5. БАНК ВТБ ОАО | 15. "КОРОЛЕВСКИЙ БАНК ШОТЛАНДИИ" ЗАО |
| 6. ВТБ 24 (ЗАО) | 16. "МДМ БАНК" ФИЛИАЛ ОАО В Г.МОСКВА |
| 7. ВНЕШЭКОНОМБАНК | 17. "МЕТАЛЛИНВЕСТБАНК" ОАО АКБ |
| 8. ГПБ (ОАО) | 18. "НОРДЕА БАНК" ОАО |
| 9. "ДОЙЧЕ БАНК" ООО | 19. ОАО БАНК "ФК ОТКРЫТИЕ" (бывш. "НОМОС-БАНК") |
| 10. "ДЖ.П. МОРГАН БАНК ИНТЕРНЭШНЛ" (ООО) КБ | |

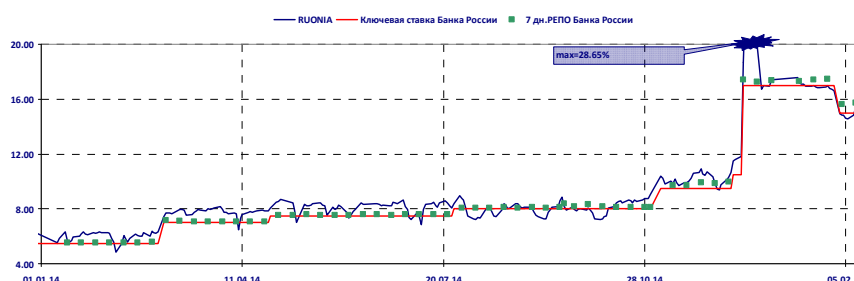
(ОАО))
20. БАНК "ПЕТРОКОММЕРЦ" ОАО
21. "ПРОМСВЯЗЬБАНК" ОАО
22. "РАЙФФАЙЗЕНБАНК" ЗАО
23. "РОСБАНК" ОАО АКБ
24. "РОССЕЛЬХОЗБАНК" ОАО

25. "СИТИБАНК" ЗАО КБ
26. СБЕРБАНК РОССИИ ОАО
27. "УРАЛСИБ" ОАО
28. "ЭЙЧ-ЭС-БИ-СИ БАНК (РР)" ООО
29. "ЮНИКРЕДИТ БАНК" ЗАО

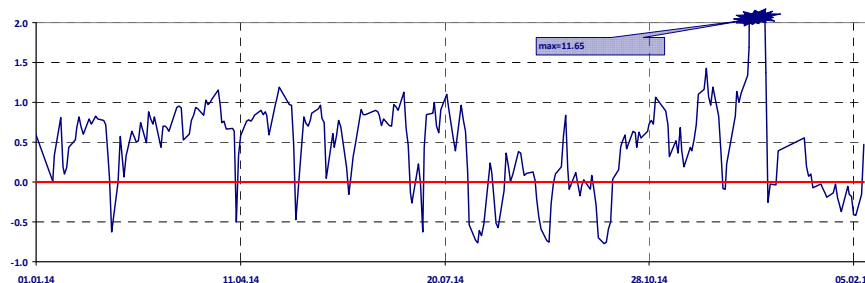
Источник: www.ruonia.ru

Как видно на представленном ниже графике, динамика ставки RUONIA коррелирует в целом с изменением ключевой ставки Банка России, реагируя на ситуацию с ликвидностью банковского сектора в отдельные дни. В 2014г. спрэд между ставкой RUONIA и ключевой ставкой Банка России составлял преимущественно в пределах 0,5-1,0 п.п. (в среднем 0,53 п.п.) за исключением краткосрочного всплеска в середине декабря. На конец января 2015г. средняя ставка составила 16,98%, на 10 февраля – с начала года 16,34% и 14,87% за 1 декаду февраля.

Динамика ставки RUONIA, ключевой ставки и ставки 7-ми дневного РЕПО Банка России



Спрэд между ставкой RUONIA и ключевой ставке Банка России



Таким образом, в качестве ориентира будущих плавающих ставок купонного дохода по ОФЗ-ПК 24018 мы можем использовать среднее значение ключевых ставок Банка России, действующих в течение последних 6 месяцев перед датой установления следующего купона. Это допущение сделано с учетом того, что отклонения средних значений ставки RUONIA не значительны по сравнению с размером самих ставок, а Банк России продолжит свою политику разумного ограничения рублевой ликвидности в течение определенного времени с целью сохранения стабильности на валютном рынке.

Ориентир средней ставки RUONIA рассчитывается как 1/6 суммы средней ставки RUONIA за январь 2015г. (16,96%), умноженной на длительность ее действия (1 месяц), и прогнозируемых ключевых ставок ЦБ РФ, действующих в течение первого полугодия 2015г. и взвешенных по продолжительности их действия. В качестве дат возможных изменений ключевых ставок Банка России нами приняты запланированные даты заседания Совета директоров Банка России, на которых предполагается рассматривать вопрос о ключевой ставке.

Используя данное предположение, был рассчитан возможный уровень следующей купонной ставки (рассчитанное в зависимости от сценариев среднее значение ставки RUONIA+0,74 п.п.), а также были оценены на начало следующего купонного периода (на 1 июля 2015г.) целевой уровень текущей доходности (действующая на тот момент ключевая ставка ЦБ РФ плюс 0,75 п.п. - маржа, обеспечивающая

комфортные условия рефинансирования через операции РЕПО с Банком России) и соответствующая данной доходности цена в соответствии с методикой расчета доходности ФБ ММВБ и целевая (расчетная) цена облигаций.

Текущие параметры

Текущая дата	Цена +НКД, % от номинала	Текущий купон, % годовых	Доходность к погашению*, % годовых
20.02.2015	95.956	10.89	13.29
Чистая цена, % от номинала	95.400	Текущая доходность, % годовых	
НКД, % от номинала	0.686	11.35	

Сценарии расчета целевой цены и доходности

Сценарий	1	2	3	4	5
Сроки действия ключевой ставки	Прогноз ключевой ставки, %				
01.01.15 - 30.01.15	17.00	17.00	17.00	17.00	17.00
01.02.15 - 13.03.15	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
16.03.15 - 30.04.15	15.00	12.00	15.00	17.00	15.00
04.05.15 - 15.06.15	15.00	12.00	14.50	17.00	15.00
16.06.15 - 30.06.15	15.00	12.00	14.00	17.00	25.00
Ориентир ставки RUONIA, %	15.33	13.58	15.12	16.49	16.16
Дата начала 2-го купонного периода	01.07.2015				
Расчетная ставка 2-го купона, % годовых	16.07	14.32	15.86	17.23	16.90
Целевая расчетная доходность, % годовых	15.75	12.75	14.75	17.75	25.75
Цена по методике ФБ ММВБ при целевой (расчетной) доходности, % от номинала	101.8	102.1	103.3	100.4	86.8
Целевая (справедливая) цена, % от номинала	101.3	101.5	101.5	101.2	99.0
Доходность по расчетной цене по методике ФБ ММВБ, % годовых	16.02	14.03	15.67	17.32	18.17
Текущая доходность по расчетной цене, % годовых	15.86	14.11	15.63	17.03	17.07
Доход полученный от продажи ОФЗ по целевой (справедливой) цене в дату начала 2-го купонного периода, % от номинала	9.252	9.452	9.452	9.152	6.952
Доходность операции от продажи ОФЗ по целевой (справедливой) цене в дату начала 2-го купонного периода, % годовых	25.8	26.3	26.3	25.5	19.4

Цена, соответствующая целевой доходности, рассчитывается по методике ФБ ММВБ, в соответствии с которой ставка 2-го купона и ставки по будущим купонным периодам, для которых ставки купона эмитентом не установлены, приравниваются к расчетной ставке 2-го купона.

Целевая (расчетная) цена, соответствующая целевой доходности, рассчитывается по собственной методике, в соответствии с которой ставка 2-го купона принимается равной расчетной величине, а ставки по будущим купонным периодам, для которых ставки купона эмитентом не установлены, приравниваются к прогнозной ключевой ставке Банка России, действующей на начало 2-го купонного периода и увеличенной на 0,74 п.п. в соответствии с параметрами обращения облигаций. Принятые нами изменения в определении следующих купонов помогут, по нашему мнению, приблизить результаты расчета гипотетической доходности к погашению к уровню процентных ставок на рынке, установившемуся на тот момент.

В представленных выше сценариях предполагается покупка облигаций по текущим ценам и продажа 1 июля 2015г. (в дату начала второго купонного периода) по целевой (расчетной) цене, полученной при расчете в каждом сценарии. Таким образом, полученный доход (доход операции) определяется как сумма процентного дохода за 1-й купонный период (4,595% от номинала) и разницы между текущей ценой (+НКД) и целевой ценой каждого сценария. Доходность операции приведена к годовой ставке.

Как видно из предложенных выше сценариев, даже при сохранении ключевой ставки Банка России на текущем уровне целевая цена может составить порядка 101,3%, что обеспечит при продаже облигаций доходность операции на уровне порядка 25,8% годовых. Снижение ключевой ставки ЦБ РФ может привести к росту доходности такой операции, при этом, чем позже и сильнее будет меняться ключевая ставка, тем более привлекательным становятся вложения в данный выпуск. В тоже время, нельзя не отметить, что ужесточение денежно-кредитной политики Банком России и повышение ключевой ставки может снизить доходность краткосрочного вложения, однако в этом случае инвестор получает инструмент с высоким купонным доходом. Главным риском для инвесторов является более существенное повышение ключевой ставки относительно текущих уровней и ближе по времени к началу 2-го купонного периода или после его начала, что может привести и к отрицательной переоценке облигаций в соответствии с методикой расчета доходности ФБ ММВБ.

Резюме: При условии снижения или сохранения на текущем уровне ключевой ставки Банком России вложения в ОФЗ-ПК 24018 могут быть интересны как в краткосрочной перспективе (с целью продажи и получения дополнительного дохода за счет роста цены), так и в среднесрочной перспективе (в виде положительной переоценки и получение инструмента с высоким купоном). Определенный риск неполучения дохода от краткосрочного вложения или отрицательной переоценки облигаций связан с существенным повышением ключевой ставки Банка России ближе к окончанию текущего купонного периода или после его окончания.

Группа компаний «РЕГИОН»

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр «Конкорд»

Многоканальный телефон: (+7 495) 777 29 64

Факс: (+7 495) 7772964 доб. 234

www.region.ru

REUTERS: REGION

BLOOMBERG: RGNM

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. ГК РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.