



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

ОФЗ-ПК 24018 vs 29011: есть ли преимущества?

На аукционе, состоявшемся 18 и 25 февраля 2015г, Минфин РФ успешно разместил весь предложенный объем второго выпуска ОФЗ-ПК серии 29011 на общую сумму 20 млрд. рублей. Первоначальный спрос инвесторов втрое превысил объем предложения на первом аукционе и более чем в 2,5 раза на втором, составив около 32,9 и 25,6 млрд. руб. соответственно. Интерес к выпуску 29011 превысил результат размещения ОФЗ-ПК 24018. Предлагаем провести сравнительный анализ условий обращения обоих выпусков с целью проведения оценки привлекательности инвестиций в тот или иной выпуск.

Согласно основным параметрам выпуска ОФЗ-ПК 24018 и 29011 датой начала их обращения является 28 января 2015г. Выпуск 24018 погашается 27 декабря 2017 г., выпуск 29011 – 29 января 2020 г. . Объявленный объем обоих выпусков составляет по 150 млрд. руб. По выпускам предусмотрено соответственно 6 и 10 полугодических купонов. Ставка 1-го купона по выпуску 24018 была установлена Эмитентом на уровне 10,89% годовых, по выпуску 29011 – 11,12% годовых. Выплаты купонных доходов состоятся 1 июля и 5 августа соответственно. Ставка остальных купонов определяется как среднее арифметическое значений ставок RUONIA за шесть предшествующих началу купонного периода месяцев, увеличенное на 0,74 п.п. для выпуска ОФЗ-ПК 24018 и на 0,97 п.п. для выпуска ОФЗ-ПК 29011. Облигации обоих выпусков могут быть выкуплены Минфином РФ до срока их погашения с возможностью их последующего обращения.

Основные параметры облигаций

Параметры	24018RMFS	29011RMFS
Гос. регистрационный номер		
Номинал, руб.	1 000	
Объем эмиссии, млн. руб.	150 000.000	150 000.000
Объем в обращении, млн. руб.	24 849.028	20 000.000
Дата начала обращения (начисления купонов)	28.01.2015	
Дата начала размещения	28.01.2015	18.02.2015
Дата последнего доразмещения	11.02.2015	18.02.2015
Ставка 1 купона, % годовых	10.89%	11.12%
Дата окончания 1-го купона	01.07.2015	05.08.2015
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	0.97
Дата погашения	27.12.2017	29.01.2020

Источник: Минфин РФ, расчеты БК "РЕГИОН"

Минфин РФ (Эмитент) приступил к размещению ОФЗ с плавающим купоном серии 24018RMFS (ОФЗ-ПК 24018) 28 января 2015г. В ходе трех прошедших аукционов Эмитентом было продано облигаций на общую сумму более 24,849 млрд. руб. по номиналу. Датой начала обращения выпуска ОФЗ-ПК 29011 также является 28 января 2015г., однако первый аукцион прошел только 18 февраля, а второй – 25 февраля, где суммарно было размещено облигаций на 20 млрд. руб. по номиналу.

Итоги аукционов по размещению ОФЗ-ПК 24018

№	Дата аукциона	Объем по номиналу, млн. руб.			Цена, % от номинала		Отношение спроса к предложению, %	Доля размещения, %
		предложения	спроса	размещения	отсечения	средне-взвешенная		
ОФЗ-ПК 24018								
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
ОФЗ-ПК 29011								
1	18.02.2015	10 000.0	32 899.0	10 000.0	93.4000	93.5923	328.99	100.00
2	25.02.2015	10 000.0	25 603.0	10 000.0	92.9500	93.0462	256.03	100.00

№	Дата аукциона	Доходность к погашению по методике ФБ ММВБ, % годовых		Текущая доходность, % годовых	
		по цене отсечения	по средне-взвешенной цене	по цене отсечения	по средне-взвешенной цене
ОФЗ-ПК 24018					
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
ОФЗ-ПК 29011					
1	18.02.2015	13.35	13.29	11.58	11.56
2	25.02.2015	13.50	13.53	11.84	11.85

* 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.

Источник: Минфин РФ, расчеты БК "РЕГИОН"

Доходность к погашению по данным выпускам рассчитать невозможно из-за неизвестных на текущий момент ставок последующих купонов, поэтому наиболее адекватно нам кажется оценивать данный выпуск исходя из уровня текущей доходности на рынке и перспектив, например, установления следующего купонного дохода. Именно этим, как нам кажется, мог быть обусловлен высокий первоначальный спрос на последних двух аукционах по ОФЗ-ПК 24018 и на дебютном аукционе по ОФЗ-ПК 29011. Наряду с формулой установления размера следующих купонов, интерес к данным ценным бумагам связан, прежде всего, со снижением Банком России в конце января ключевой ставки (с 17% до 15%) и устойчивыми ожиданиями рынка ее дальнейшего снижения.

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. Расчёт 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.

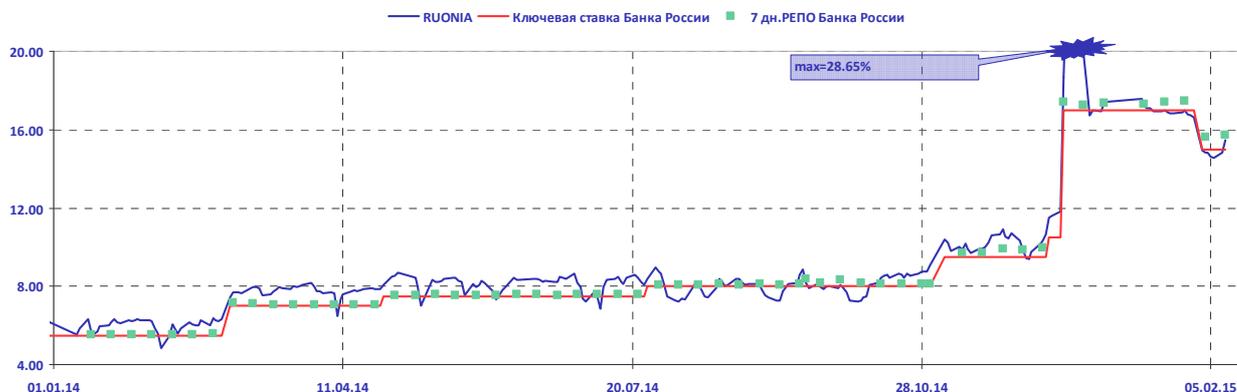
Список банков-участников для расчета ставки RUONIA (с 22 декабря 2014г.)

- | | |
|---|---|
| 1."АЛЬФА-БАНК" ОАО | 16."МДМ БАНК" ФИЛИАЛ ОАО В Г.МОСКВА |
| 2."БАНК МОСКВЫ" ОАО | 17."МЕТАЛЛИНВЕСТБАНК" ОАО АКБ |
| 3.ОАО "БАНК САНКТ-ПЕТЕРБУРГ" | 18."НОРДЕА БАНК" ОАО |
| 4."БНП ПАРИБА" ЗАО | 19.ОАО БАНК "ФК ОТКРЫТИЕ" (бывш."НОМОС-БАНК" (ОАО)) |
| 5.БАНК ВТБ ОАО | 20.БАНК "ПЕТРОКОММЕРЦ" ОАО |
| 6.ВТБ 24 (ЗАО) | 21."ПРОМСВЯЗЬБАНК" ОАО |
| 7.ВНЕШЭКОНОМБАНК | 22."РАЙФАЙЗЕНБАНК" ЗАО |
| 8.ГПБ (ОАО) | 23."РОСБАНК" ОАО АКБ |
| 9."ДОЙЧЕ БАНК" ООО | 24."РОССЕЛЬХОЗБАНК" ОАО |
| 10."ДЖ.П. МОРГАН БАНК ИНТЕРНЭШНЛ" (ООО) КБ | 25."СИТИБАНК" ЗАО КБ |
| 11."ЕВРОФИНАНС МОСНАРБАНК" ОАО АКБ | 26.СБЕРБАНК РОССИИ ОАО |
| 12."ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО" | 27."УРАЛСИБ" ОАО |
| 13."КРЕДИ АГРИКОЛЬ КИБ" ЗАО (МОСКОВСКИЙ ФИЛИАЛ) | 28."ЭЙЧ-ЭС-БИ-СИ БАНК (РР)" ООО |
| 14."БАНК КРЕДИТ СВИСС (МОСКВА)" ЗАО | 29."ЮНИКРЕДИТ БАНК" ЗАО |
| 15."КОРОЛЕВСКИЙ БАНК ШОТЛАНДИИ" ЗАО | |

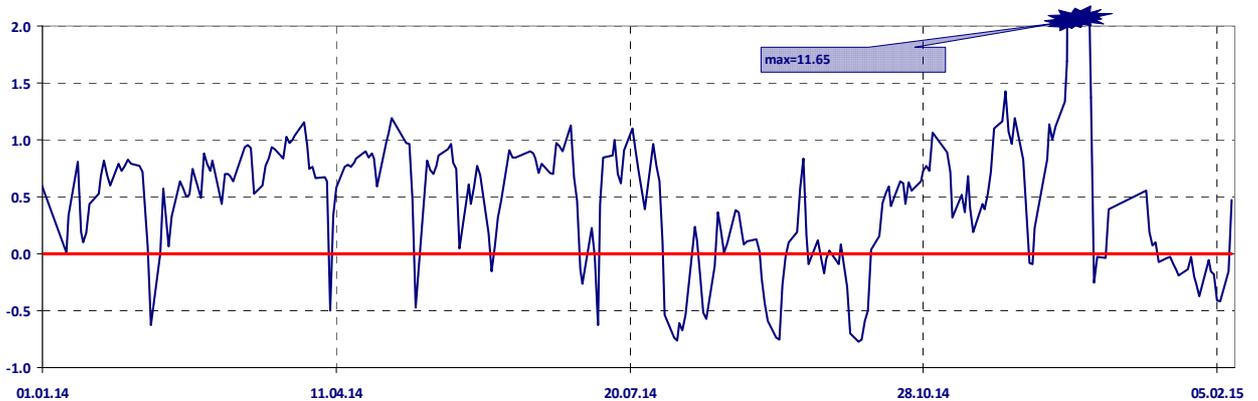
Источник: www.ruonia.ru

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 17 февраля – с начала года 16,15% и 15,04% с начала 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 среднеарифметическая величина прогнозов (оценок) ключевой ставки ЦБ РФ за 6 месяцев, начиная с начала января 2015г. для ОФЗ-ПК 24018 и с начала февраля 2015г. - для ОФЗ-ПК 29011. Прогнозируемые ключевые ставки ЦБ РФ будут взвешены в соответствии с продолжительности их действия. В качестве дат возможных изменений ключевых ставок Банка России нами приняты запланированные даты заседаний Совета директоров Банка России, на которых предполагается рассматривать вопрос о ключевой ставке.

Используя данные предположения, были рассчитаны возможные уровни **следующей купонной ставки** по данным выпускам ОФЗ-ПК (равной в зависимости от сценариев **предполагаемому среднему значению ставки RUONIA** плюс соответствующая маржа согласно условиям обращения для ОФЗ-ПК 24018 и 29011 (0,74 и 0,97 п.п. соответственно).

Также были оценены на начало следующего купонного периода (на 1 июля 2015г. 5 августа 2015г.) уровень **целевой (справедливой) доходности** для обоих выпусков на начало 2-го купонного периода (как действующая на тот момент ключевая ставка ЦБ РФ плюс 0,75 п.п. – «премия», обеспечивающая комфортные условия рефинансирования через операции РЕПО с Банком России) и соответствующая данной справедливой доходности **цена в соответствии с методикой расчета доходности ФБ ММВБ и целевая целевой (расчетная) цена облигаций.**

Исходные данные

ОФЗ-ПК 24018			
Текущая дата	Цена +НКД, % от номинала	Текущий купон, % годовых	Доходность к погашению*, % годовых
25.02.2015	96.035	10.89	13.39
Чистая цена, % от номинала	95.200	Текущая доходность, % годовых	
НКД, % от номинала	0.835	11.35	

ОФЗ-ПК 29011			
Текущая дата	Цена +НКД, %	Текущий купон, % годовых	Доходность к погашению*, % годовых
25.02.2015	93.899	11.12	13.53
Чистая цена, % от номинала	93.046	Текущая доходность	
НКД, % от номинала	0.853	11.84	

* Доходность к погашению 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.

Сценарии расчета целевой цены и доходности

Сценарий	1	2	3	4	5	Сценарий	1	2	3	4	5
Сроки действия ключевой ставки	Прогноз ключевой ставки, %					Сроки действия ключевой ставки	Прогноз ключевой ставки, %				
01.01.15 - 30.01.15	17.00	17.00	17.00	17.00	17.00	01.01.15 - 30.01.15	-	-	-	-	-
01.02.15 - 13.03.15	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00	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	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	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	16.06.15 - 31.07.15	15.00	12.00	14.00	17.00	15.00
						03.08.15 - 04.08.15	15.00	12.00	14.00	17.00	25.00
Ориентир ставки RUONIA, %	15.33	13.58	15.12	16.49	16.16		15.00	12.68	14.61	16.55	17.53
Дата начала 2-го купонного периода	01.07.2015						05.08.2015				

Расчетная ставка 2-го купона, % годовых	16.07	14.32	15.86	17.23	16.90			15.97	13.65	15.58	17.52	18.50
Целевая (справедливая) доходность на начало 2-го купона, % годовых	15.75	12.75	14.75	17.75	25.75			15.75	12.75	14.75	17.75	25.75
Цена по методике ФБ ММВБ при целевой (справедливой) доходности, % от номинала	101.8	102.1	103.3	100.4	86.8	*		102.5	104.3	104.3	101.5	84.7
Целевая (расчетная) цена, % от номинала	101.3	101.5	101.5	101.2	99.0			101.9	101.8	102.6	102.7	101.2
Доходность по расчетной цене по методике ФБ ММВБ, % годовых	16.02	14.03	15.67	17.32	18.17			15.96	13.55	15.32	17.34	18.92
Текущая доходность по расчетной цене, % годовых	15.86	14.11	15.63	17.03	17.07			15.67	13.42	15.19	17.06	18.28
Доход, полученный от продажи ОФЗ по целевой (справедливой) цене в дату начала 2-го купонного периода, % от номинала	9.86	10.06	10.06	9.76	7.56			13.8	13.6	14.5	14.6	13.1
Доходность операции от продажи ОФЗ по целевой (справедливой) цене в дату начала 2-го купонного периода, % годовых	28.6	29.1	29.1	28.3	21.9			39.9	39.4	41.9	42.2	37.8

* В случае реализации сценария №5 наиболее вероятным станет переоценка облигаций по цене, соответствующей методике ФБ ММВБ. Таким образом, убыток от продажи облигаций по цене, рассчитанной по методике ФБ ММВБ и соответствующей целевой (расчетной) доходности, составит -4,6% от номинала для облигаций ОФЗ-ПК 24018 и -3,4% от номинала для облигаций ОФЗ-ПК 29011.

Цена, соответствующая целевой (справедливой) 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 (справедливой) 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 и 0,97 п.п. соответственно для выпусков ОФЗ-ПК 24018 и 29011. Принятые нами изменения в определении следующих купонов помогут, по нашему мнению, получить результаты расчета гипотетической доходности к погашению более адекватно уровню процентных ставок на рынке, установившемуся на тот момент.

В представленных выше сценариях предполагается покупка облигаций по текущим ценам и продажа (переоценка) в первый день 2-го купонного периода (1 июля и 5 августа 2015г. для ОФЗ-ПК 24018 и 29011) по целевой (справедливой) 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% и 5,758% от номинала для выпуска 24018 и 29011 соответственно) и разницы между текущей ценой (+НКД) и целевой (справедливой) ценой каждого сценария для каждого выпуска. **Доходность операции** приведена к годовой ставке.

Сравнение расчетных показателей выпусков ОФЗ-ПК 24018 и 29011

Сценарий	1	2	3	4	5
Ориентир ставки RUONIA, %					
ОФЗ-ПК 24018	15.33	13.58	15.12	16.49	16.16
ОФЗ-ПК 29011	15.00	12.68	14.61	16.55	17.53
Разница, п.п.	0.33	0.90	0.51	-0.06	-1.37
Расчетная ставка 2-го купона, % годовых					
ОФЗ-ПК 24018	16.07	14.32	15.86	17.23	16.90
ОФЗ-ПК 29011	15.97	13.65	15.58	17.52	18.50
Разница, п.п.	0.10	0.67	0.28	-0.29	-1.60
Цена по методике ФБ ММВБ при целевой (расчетной) доходности, % от номинала					
ОФЗ-ПК 24018	101.80	102.10	103.30	100.40	86.80
ОФЗ-ПК 29011	102.50	104.30	104.30	101.50	84.70
Разница, п.п.	-0.70	-2.20	-1.00	-1.10	2.10
Целевая (расчетная) цена, % от номинала					
ОФЗ-ПК 24018	101.30	101.50	101.50	101.20	99.00
ОФЗ-ПК 29011	101.90	101.75	102.60	102.70	101.20
Разница, п.п.	-0.60	-0.25	-1.10	-1.50	-2.20
Доход от изменения цены по методике ФБ ММВБ, % от номинала					
ОФЗ-ПК 24018	5.77	6.07	7.27	4.37	-9.23
ОФЗ-ПК 29011	8.60	10.40	10.40	7.60	-9.20
Разница, п.п.	-2.83	-4.33	-3.13	-3.23	-0.03
Доход от изменения целевой (расчетной) цены, % от номинала					
ОФЗ-ПК 24018	5.27	5.47	5.47	5.17	2.97
ОФЗ-ПК 29011	8.00	7.85	8.70	8.80	7.30
Разница, п.п.	-2.73	-2.38	-3.23	-3.63	-4.33
Купонный доход за 1-й купон, % от номинала					
ОФЗ-ПК 24018			4.595		
ОФЗ-ПК 29011			5.758		
Разница, п.п.			-1.16		

Совокупный доход (при целевой (расчетной) цене), % от номинала					
ОФЗ-ПК 24018	9.86	10.06	10.06	9.76	7.56
ОФЗ-ПК 29011	13.76	13.61	14.46	14.56	13.06
Разница, п.п.	-3.89	-3.54	-4.39	-4.79	-5.49
Совокупный доход (при цене по методике ФБ ММВБ), % от номинала					
ОФЗ-ПК 24018	10.36	10.66	11.86	8.96	-4.64
ОФЗ-ПК 29011	14.36	16.16	16.16	13.36	-3.44
Разница, п.п.	-4.00	-5.50	-4.30	-4.40	-1.20
Доходность операции (при целевой (расчетной) цене), % годовых					
ОФЗ-ПК 24018	28.56	29.14	29.14	28.27	21.90
ОФЗ-ПК 29011	31.19	30.85	32.78	33.01	29.61
Разница, п.п.	-2.63	-1.71	-3.64	-4.73	-7.71
Доходность операции (при цене по методике ФБ ММВБ), % годовых					
ОФЗ-ПК 24018	30.01	30.88	34.36	25.95	-13.44
ОФЗ-ПК 29011	32.55	36.63	36.63	30.29	-7.80
Разница, п.п.	-2.54	-5.75	-2.28	-4.33	-5.64

Как видно из предложенных выше таблицы сравнения результатов расчета по различным сценариям, в случае сохранения ключевой ставки Банка России на текущем уровне или при ее снижении в течение рассматриваемого периода, среднее значение ставки RUONIA при расчете для ОФЗ-ПК 24018 на 0,3-0,9 п.п. превышает соответствующую ставку для выпуска ОФЗ-ПК 29011. Однако данная разница частично нивелируется за счет установленной в формуле определения ставки маржи в размере 0,74 и 0,97 п.п. соответственно. Таким образом, более высокий доход от операций по выпуску ОФЗ-ПК 29011 обусловлен преимущественно более высоким купонным доходом и более низкой ценой входа (покупки) на текущий момент. Главным риском для инвесторов при покупке обоих выпусков ОФЗ-ПК (24018 и 29011) является возможность более существенного повышения ключевой ставки относительно текущих уровней ближе по времени к началу 2-х купонных периодов или после их начала, что может привести и к отрицательной переоценке облигаций в соответствии с методикой расчета доходности ФБ ММВБ. В этом случае в качестве положительного момента можно считать только возможный рост купонных доходов в будущем вслед за ключевой ставкой ЦБ РФ и ставкой RUONIA. Кроме того, нельзя не отметить, что при возможных более высоких доходах по выпуску ОФЗ-ПК 29011 вложения в данный выпуск носят более рискованный характер относительно выпуска ОФЗ-ПК 24018 в частности за счет более длительного срока купонного периода и большей вероятности изменения процентных ставок.

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.