



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA
Главный экономист УК Арикапитал

Макроэкономические показатели РФ

	2015	2016	2017
Реальный рост ВВП (%)	-2,5	-0,2	1,5
Инфляция (%)	12,9	5,4	2,5
Дефицит бюджета (% от ВВП)	-2,8	-3,9	-1,7
Счет текущих операций (% от ВВП)	5,1	1,9	2,5

Источник: Bloomberg

Параметры выпуска GAZPRU 4.95 07/19/22

ISIN	XS0805570354
Рейтинг эмитента	BB+/Baa3/BBB-
Дата размещения	11.07.12
Цена размещения	100
G-спред по цене размещения (пункты)	333
Текущ. средняя цена	102,61
Текущ. доходность к погаш. по средней цене	4,29
Целевая доходность	4,17
Текущ. G-спред по средней цене (пункты)	167
Целевой G-спред (пункты)	155
Опционы	нет

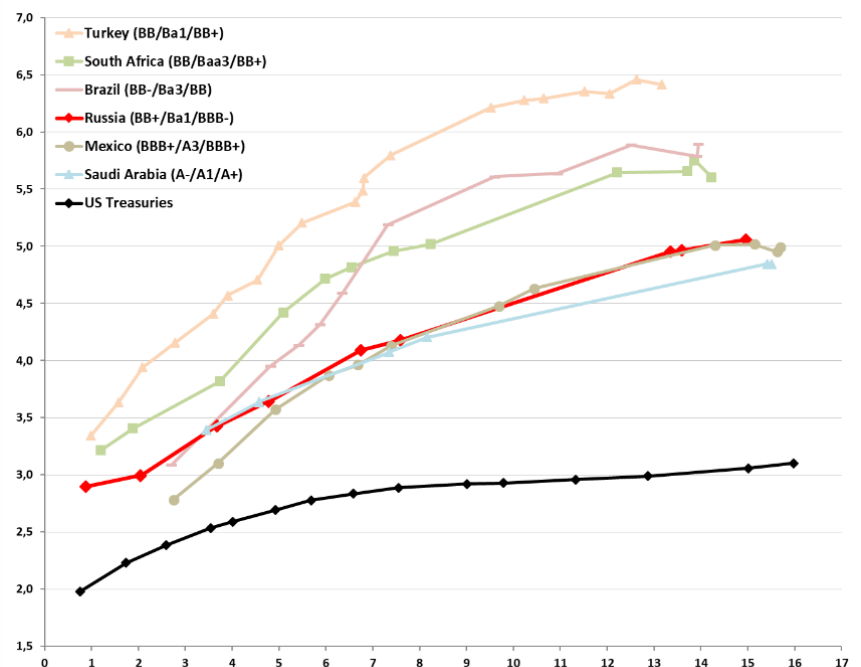
* с учетом колл-опциона
Источник: Bloomberg

23 февраля Standard & Poor's и Fitch планируют принять решение о возможном изменении суверенного рейтинга РФ. Наиболее интересно решение Standard & Poor's, так как в случае повышения рейтинга с текущего уровня BB+ он станет инвестиционным (рейтинг РФ от Fitch уже находится на инвестиционном уровне BBB-). В этом случае РФ будет иметь инвестиционный рейтинг от 2 агентств, что может существенно расширить круг инвесторов.

С точки зрения формальных показателей государственного долга повышение рейтинга более чем вероятно, но Standard & Poor's уже сообщило, что будет оценивать не только долговые метрики, но и перспективы экономического роста (которые выглядят не очень хорошо). Кроме того, недавно появилась статья Bloomberg, утверждающая со ссылкой на источники, что правительство рассматривает возможность радикального увеличения долга для финансирования инфраструктурных расходов. Таким образом, получение инвестиционного рейтинга от Standard & Poor's вряд ли можно считать гарантированным.

На наш взгляд, повышение рейтинга суверенных облигаций до инвестиционного уровня уже заложено в цены и суверенных, и большинства корпоративных облигаций. Российские суверенные облигации, несмотря на недавний рост доходности (вслед за глобальными ставками), по-прежнему выглядят достаточно дорогими. Например, доходность России 26 (4,09%) всего на 5 пунктов выше, чем у облигаций Катара (AA-/Aa3/AA-) с погашением в 2026 году, и ниже, чем у облигаций AT&T (BBB+/Baa1/A-) с погашением в 2027 году. Российская долларовая суверенная кривая находится практически на уровне Мексики (BBB+/A1/BBB+) и Саудовской Аравии (A-/A1/A+).

Долларовые суверенные кривые emerging markets



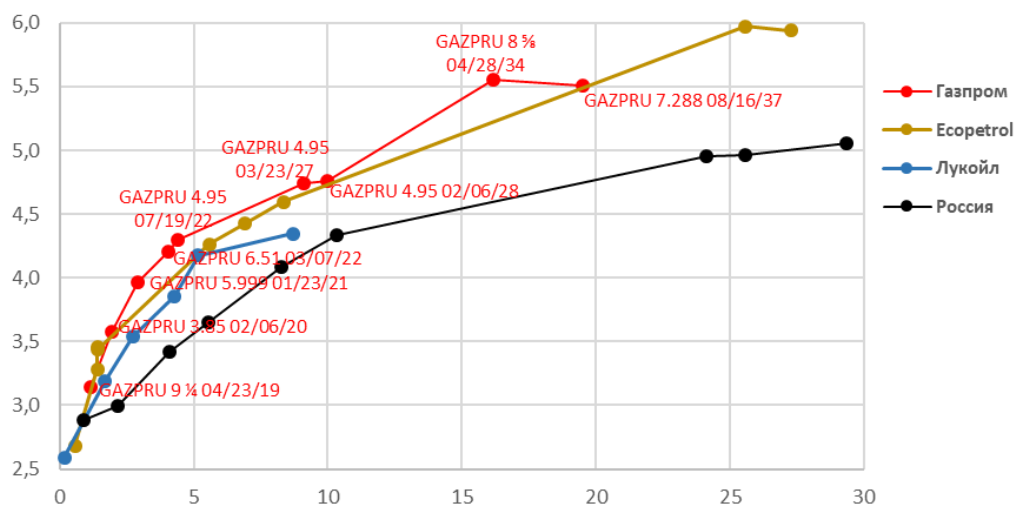
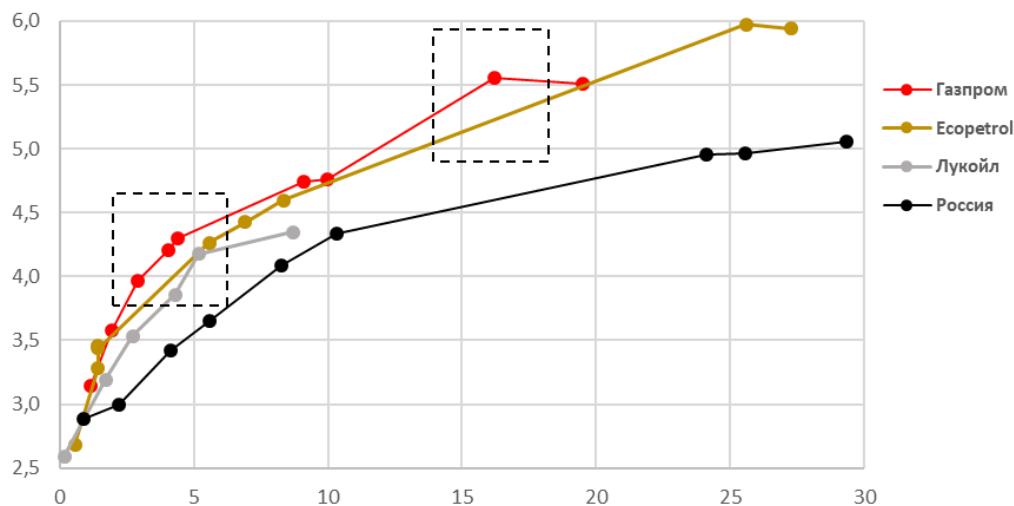
Источник: данные Bloomberg на 21.02.18

Кроме того, Moody's недавно повысил рейтинги многих российских компаний (несмотря на сохранение суверенного рейтинга на уровне Ba1) – таким образом, многие российские компании 1 эшелона уже имеют инвестиционный рейтинг от 2 агентств (Moody's и Fitch), что может снизить эффект от возможного повышения рейтинга третьим агентством.

Тем не менее, возможное повышение рейтинга РФ позитивно для облигаций российских эмитентов. Несмотря на то, что рынок в целом, на наш взгляд, уже отражает данный позитив, для отдельных недооцененных выпусков он может стать фактором положительной переоценки.

Например, отдельные выпуски Газпрома (короткие GAZPRU 5.999 01/23/21, GAZPRU 6.51 03/07/22, GAZPRU 4.95 07/19/22, а также длинный GAZPRU 8 % 04/28/34) сейчас выглядит недооцененными на 10-15 пунктов относительно своей кривой и бумаг аналогичного качества. В качестве наиболее близкого аналога мы выбрали колумбийскую государственную нефтяную компанию Ecorpetrol (BBB-/Baa3/BBB).

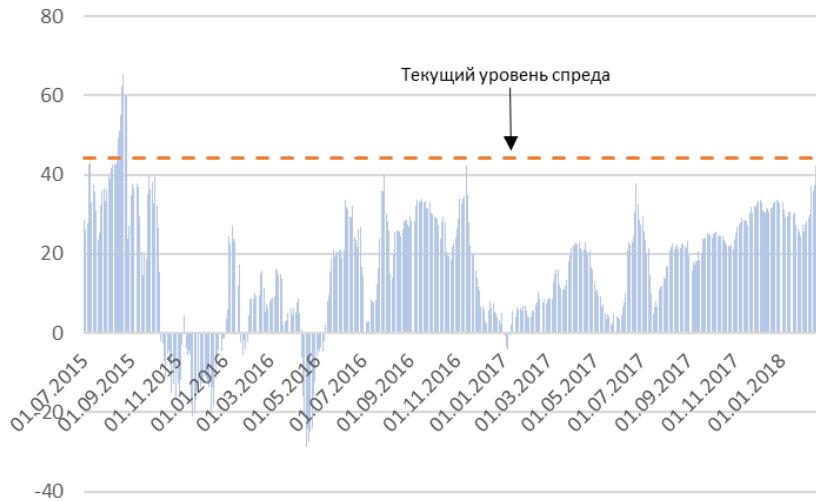
Долларовые кривые Газпрома, Ecorpetrol, Лукойла, РФ



Источник: данные Bloomberg на 21.02.18

Кроме того, в текущий момент премия Газпрома к Лукойлу (по облигациям с погашением в 2022 году) находится на максимуме с 2015 года.

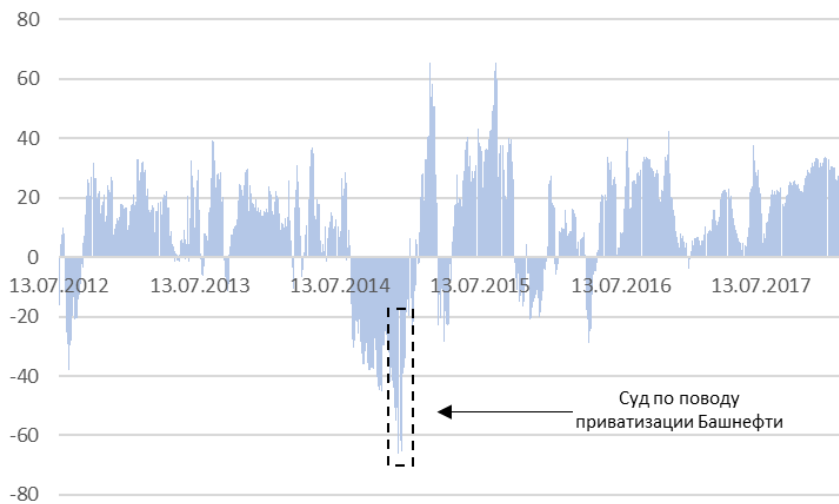
Спред между доходностью облигаций Газпрома и Лукойла с погашением в 2022 году



Источник: Bloomberg

Интересно отметить, текущий спред между доходностью облигаций Газпрома и Лукойла с погашением в 2022 году по сравнению с его долгосрочной динамикой, на наш взгляд, сигнализирует о том, что сейчас рынок сильно недооценивает риски для частных компаний в РФ. Например, осенью 2014 года на фоне истории с Башнефтью облигации Лукойла давали большую премию по доходности к Газпрому.

Спред между доходностью облигаций Газпрома и Лукойла с погашением в 2022 году



Источник: Bloomberg

Данный отчет может использоваться только в информационных целях и не является предложением, рекомендацией или офертой на покупку или продажу ценных бумаг. Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но компания не дает никаких гарантий относительно точности данной информации. Компания может совершать любые операции с ценными бумагами, упомянутыми в данном отчете, и до, и после публикации данного отчета.

Данный отчет может быть использован только инвесторами на территории РФ с учетом законодательства РФ.

Общество с ограниченной ответственностью Управляющая компания «Арикапитал» – Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00952 от 31 января 2013 года выдана ФСФР России.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Чистые деньги» – Правила доверительного управления зарегистрированы ФСФР России 14 марта 2013 г. за номером 2565.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Глобальные инвестиции» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 06 сентября 2016 г. за номером 3208.

Прием заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев осуществляется в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 115035, г. Москва, ул. Садовническая, д. 82, стр. 2.

Получить подробную информацию о деятельности управляющей компании, о паевых инвестиционных фондах, о работе пункта приема заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев, ознакомиться с правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и иными документами можно в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 115035, г. Москва, ул. Садовническая, д. 82, стр. 2, по телефону: (495) 225-93-77, на сайте в сети Интернет: www.aricapital.ru, а также, в случаях предусмотренных законодательством Российской Федерации, в периодическом печатном издании «Приложение к Вестнику Федеральной службы по финансовым рынкам».

Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами предусмотрены надбавки (скидки) к (с) расчетной стоимости инвестиционных паев при их выдаче (погашении). Взимание надбавок (скидок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда.