

# Облигации

01.02.2018. Данный обзор является частью обзора Регулярный #1.

## Резюме:

- Текущая рублевая “короткая” безрисковая доходность не превышает 7%
- Безрисковая валютная доходность (2%) не интересная, ввиду низких по историческим меркам, но растущих ставок, более высокие \$ доходности в длинных корпоративных бумагах неадекватно отражают риски
- Рублевые ставки на рекордно низком уровне, но более чем адекватны, т.к. инфляция 2,5%
- Премия доходностей корпоративных облигаций к ОФЗ неадекватно отражает их риск
- Вероятность санкций против ОФЗ оцениваем как меньше 50%
- Несмотря на снижение ставки, мы не видим ротацию из депозитов и облигаций на рынок акций

На что следует обратить внимание?\*

	ОФЗ 26208 дата погашения 27.02.2019, купон 7,5%, доходность <b>6,7%</b> годовых ОФЗ 26216 дата погашения 15.05.2019, купон 6,7%, доходность <b>6,8%</b> годовых ОФЗ 26210 дата погашения 11.12.2019, купон 6,8%, доходность <b>6,7%</b> годовых
	Газпром банк 14-боб (RU000A0ZYAE3) дата погашения 19.09.2020, купон 8,4%, доходность <b>7,9%</b> годовых МТС 001P-3 (RU000A0ZYFC6) дата погашения 03.11.2022, купон 7,7%, доходность <b>7,8%</b> годовых Сбербанк 001-03R (RU000A0ZYBS1) дата погашения 08.12.2020, купон 8%, доходность <b>7,4%</b> годовых
	Хакасия Респ-35003-об дата погашения 27.10.2020, купон 8,4%, доходность <b>8,3%</b> годовых Карач-ЧеркесРесп-35001 дата погашения 18.12.2024, купон 8,7%, доходность <b>8,5%</b> годовых Волгоград-34007-об дата погашения 10.10.2019, купон 12,26%, доходность <b>7,7%</b> годовых
	Балтийский лизинг БП1 (RU000A0JXT17) дата погашения 04.06.2020, купон 11,35%, доходность <b>10,5%</b> годовых ФГУП ГЦСС (RU000A0JWR02) дата погашения 22.08.2019, купон 13%, доходность <b>12,6%</b> (нет льготы по НДФЛ). По данному выпуску предусмотрена возможность досрочного погашения, поэтому выше номинала его брать не стоит. РСГ-Финанс-3-бо (RU000A0ZYA74) дата погашения 11.09.2020, купон 13,25%, доходность <b>11,2%</b> годовых
	Мечел 17,18,19 выпуски (RU000A0JRJS2, RU000A0JRJT0, RU000A0JRJY0) год погашения 2021, купон 12,125% (переменный), ожидаемая доходность <b>12%</b> годовых (нет льготы по НДФЛ) Верхнебаканский цементный завод 001P-01R (RU000A0ZYLK7) дата погашения 10.12.2027, купон 12,5%, доходность <b>12,9%</b> годовых Мани Мен Б1 (RU000A0ZYJX4) дата погашения 04.12.2020, купон 16,5%, доходность <b>17,2%</b> годовых

\* Все указанные бумаги попадают под налоговую льготу, кроме Мечела и ФГУП ГЦСС

Пожалуйста, оцените полезность этого обзора по 5 балльной шкале

[goo.gl/iySWEU](http://goo.gl/iySWEU)

Пожалуйста, оставьте свое мнение по обзору:

[goo.gl/5kDdP6](http://goo.gl/5kDdP6)

подписка на обзоры по E-Mail

[mozgovik.com](http://mozgovik.com)

## Облигации

Наиболее консервативная стратегия на облигационном рынке, покупка **ОФЗ**, может сейчас принести доходность в районе 7% годовых в рублях. **В связи с неопределенностью относительно применения санкций к ОФЗ, мы не рекомендуем покупку «длинных» выпусков.** Кроме того не стоит сбрасывать со счетов риск неожиданного повышения ставок ЦБ, во что сейчас поверить сложно. На это длинные выпуски могут отреагировать крайне негативно ибо такой сценарий сейчас практически не рассматривается. **Все аналитики в один голос уверяют о дальнейшем понижении ставки**, что с учетом текущей инфляции и динамики рубля выглядит разумно. Он при негативном сценарии, например, при резком падении рубля, данный риск будет переоценен рынком и даже если повышения ставки и не случится, то ожидания этого, сильно удешевят длинные выпуски.

Несмотря на то, что доходности по рублевым облигациям низкие, их уровень адекватен, поскольку инфляция за прошлый год составила 2,5% - рекордно низкий в истории России показатель. В коротких выпусках рисков никаких - сиди спокойно, обгоняй инфляцию, жди погашения. В случае "шухера" выйти можно почти без потерь и зайти либо в акции, либо подешевевшие длинные выпуски.

В таких условиях наиболее оптимальным решением, на наш взгляд, является приобретение ОФЗ со сроком погашения не более 1-2 лет. Данная стратегия позволит избежать существенных изменений в стоимости облигаций даже в случае самого неблагоприятного решения по санкциям. Рекомендуем обратить внимание на следующие выпуски:

ОФЗ 26208 дата погашения 27.02.2019, купон 7,5%, доходность 6,7% годовых  
ОФЗ 26216 дата погашения 15.05.2019, купон 6,7%, доходность 6,8% годовых  
ОФЗ 26210 дата погашения 11.12.2019, купон 6,8%, доходность 6,7% годовых

Для сравнения, ОФЗ 26221 и ОФЗ 26218 с погашением в 33 и 31 году соответственно, имеют доходность порядка 7,5%. На наш взгляд, разница в доходностях не покрывает текущих рисков.

Если ориентироваться на инфляцию, которая за прошлый год была в районе 3%, доходность по ОФЗ в 7% более чем адекватна. В коротких выпусках рисков почти никаких, сиди спокойно, обгоняй инфляцию в два раза. **В случае "шухера" выйти можно почти без потерь и зайти либо в акции, либо подешевевшие длинные выпуски.** Тут есть конечно девальвационный риск, но насколько он велик мы гадать не будем, т.к. согласно стратегии курсы валют мы не прогнозируем :)

Немного более высокую доходность могут дать **муниципальные облигации**, 7,5-8,5% годовых в зависимости от региона. При этом, надо обратить внимание, что:

многие субъекты, находятся в тяжелом финансовом состоянии [1] и без поддержки «центра», фактически не смогут обслуживать свой долг. На данный момент избежать дефолта по долгам позволяют дотации МинФина [2], но нельзя гарантировать, что это будет продолжаться и дальше. На наш взгляд **текущие цены муниципальных облигаций не учитывают данных рисков и в случае дефолта или реструктуризации долга любого региона, с учетом низкой ликвидности, могут существенно потерять в цене**. По этой причине, мы не можем рекомендовать к покупке муниципальные облигации. Однако, если Вы уверены в длительном продолжении политики дотирования регионов, то можно рассмотреть следующие выпуски:

Хакасия Респ-35003-об дата погашения 27.10.2020, купон 8,4%, доходность 8,3% годовых  
Карач-ЧеркесРесп-35001 дата погашения 18.12.2024, купон 8,7%, доходность 8,5% годовых  
Волгоград-34007-об дата погашения 10.10.2019, купон 12,26%, доходность 7,7% годовых

1. <https://aftershock.news/?q=node/419115&full>
2. <https://www.rbc.ru/economics/31/10/2017/59f86cae9a7947c822f0e54e>

С 2018 года законодатели сделали физлицам хороший подарок, отменили НДФЛ на купон **корпоративных облигаций**, выпущенных с 2017 года. Льгота распространяется на купон, который не превышает ставку рефинансирования, увеличенную на 5%. Если купон больше, то с превышения платится налог 35%, по аналогии с банковским депозитом. Сейчас ставка рефинансирования 7,75%, то есть **купоны до 12,75% не будут облагаться налогом**.

Доходности по корпоративным рублевым бондам варьируются в широком интервале и если исключить предефолтные истории, то верхней границей доходности, которую предлагают компании, выходя на рынок, является 17% годовых (Это Левенгук и МФК "Столичный Залоговый Дом"). Для более детального рассмотрения, мы выделили три группы корпоративных облигаций исходя из их кредитного качества.

К первой категории мы отнесли бумаги высокого кредитного качества, это те бумаги, вероятность дефолта по которым пренебрежимо мала. Сюда вошли облигации госбанков (Сбер, ВТБ, Газпромбанк, РСХБ) и облигации крупных и надёжных компаний со стабильными показателями прибыльности бизнеса (Газпром, Роснефть, МТС, Магнит). **Доходность по таким бумагам составляет 7-8%, что с учетом НДФЛ делает их сравнимыми по доходности с ОФЗ**. По этой причине, к приобретению целесообразно рассматривать только выпуски с льготным налогообложением. Таких бумаг пока не очень много, но со временем их кол-во будет увеличиваться. Сейчас мы рекомендуем присмотреться к следующим выпускам:

Газпром банк 14-боб (RU000A0ZYAE3) дата погашения 19.09.2020, купон 8,4%, доходность 7,9% годовых  
МТС 001P-3 (RU000A0ZYFC6) дата погашения 03.11.2022, купон 7,7%, доходность 7,8% годовых  
Сбербанк 001-03R (RU000A0ZYBS1) дата погашения 08.12.2020, купон 8%, доходность 7,4% годовых

В третью категорию мы выделили высокодоходные облигации компаний, ведущих высоко рисковый бизнес, либо находящиеся в не самом хорошем финансовом положении. Доходность таких бумаг составляет 11-17%. В эту группу входят все микрофинансовые организации, коллекторские агентства, некоторые лизинговые и строительные компании. Работа с такими облигациями требует индивидуального подхода, глубокого анализа компании и несет с собой высокие риски. Если вы решите приобрести бумаги данной категории, **мы настоятельно рекомендуем ограничить долю таких бумаг в портфеле и не превышать 3% на одну бумагу**.

Мечел 17,18,19 выпуски (RU000A0JRJS2, RU000A0JRJT0, RU000A0JRJY0) год погашения 2021, купон 12,125% (переменный), ожидаемая доходность 12% годовых (нет льготы по НДФЛ)  
Верхнебаканский цементный завод 001P-01R (RU000A0ZYLK7) дата погашения 10.12.2027, купон 12,5%, доходность 12,9% годовых  
Мани Мен Б1 (RU000A0ZYJX4) дата погашения 04.12.2020, купон 16,5%, доходность 17,2% годовых

Вторую категорию составляет широкий класс бумаг, не вошедших в две предыдущие категории. **Это облигации среднего кредитного качества, то есть те бумаги, вероятность дефолта по которым невелика, но потенциально возможна**. Доходность по ним варьируется в пределах 8-11%. Здесь также стоит обращать внимание на льготу по НДФЛ, отдавая предпочтение бумагам, выпущенным после 2017 года. Из интересных выпусков можем предложить к рассмотрению:

Балтийский лизинг БП1 (RU000A0JXT17) дата погашения 04.06.2020, купон 11,35%, доходность 10,5% годовых  
ФГУП ГЦСС (RU000A0JWR02) дата погашения 22.08.2019, купон 13%, доходность 12,6% (нет льготы по

НДФЛ). По данному выпуску предусмотрена возможность досрочного погашения, поэтому выше номинала его брать не стоит.

РСГ-Финанс-3-бо (RU000A0ZYA74) дата погашения 11.09.2020, купон 13,25%, доходность 11,2% годовых

Коротко об этих бумагах:

Мечел - дорогой уголь, выбираются из сложной финансовой ситуации, денег на обслуживание долга достаточно.

Верхнебаканский цементный завод - появилась прибыль, гасят прошлый выпуск облигаций, для этого берут новый. Льгота по НДФЛ.

Мани Мен - достаточно устойчивая и прибыльная МФК. Не смотря на попытки депутатов прикрыть рынок микрокредитования, он только растет. ЦБ дал четко понять, что запрещать МФК не будет.

Балтийский лизинг - крупная, прибыльная лизинговая компания. Входит в топ 10 лизинговых компаний по объему портфеля.

ФГУП ГЦСС - Государственное унитарное предприятие «Главный центр специальной связи».

Прибыльный крупный ФГУП. Вооруженная перевозка секретной документации, денег, ценностей, оружия, наркотиков. По отчетности всё у них хорошо.

РСГ-Финанс - входит в группу КОРПРОС (бывшая "РЕНОВА-СтройГруп"). Контролируется Вексельбергом. Из застройщиков по соотношению цена/риск, на мой вкус, самый интересный вариант.

## Еврооблигации

Помимо геополитических рисков, у еврооблигаций РФ присутствует риск увеличения ставки федеральной резервной системой. Если, в случае ключевой ставки ЦБ РФ, большинство аналитиков ждет её дальнейшего снижения в 2018 году, то по ставке ФРС мнение противоположно. Ожидается, что ФРС США в следующем году повысит процентные ставки 2-4 раза до 2,00–2,25%. **Это может снизить привлекательность российских евробондов, спровоцировав падение цены, а реализация санкционных рисков может привести к серьезным распродажам.** По этим причинам, на текущий момент, мы не рекомендуем покупать длинные выпуски еврооблигаций. При этом, доходности по коротким выпускам оставляют желать лучшего. Так RUS-18 (XS0089375249) с датой погашения 24.07.2018 имеет доходность 2,06% годовых. **Еще надо учесть, что налогом облагается не только купон, но и курсовая разница.**

## Санкции ОФЗ

В начале февраля может быть объявлено о введении санкций, которые будут запрещать покупать американским инвесторам российские ОФЗ.

Логика США заключается в том, чтобы подавить риски восстановления военной империи, которая в любой момент может существенно надрать задницу США. Долгосрочная стратегия США направлена на дезинтеграцию России и устранения рисков для мирового доминирования. Первичный шаг - это свержение "режима Путина". Санкции не имеют под собой особой логики, они направлены на "поддушивание" России любыми средствами, чтобы настроить избирателей против президента. В этом смысле, любые санкции, которые направлены на осложнение бюджетной ситуации РФ логичны. В этом смысле, логично ожидать что рано или поздно санкции в отношении ОФЗ последуют.

Вводя санкции, США оглядываются на свои собственные экономические интересы, следя за тем, чтобы они не были задеты. Вопрос госдолга очень щекотливый, Россия держит > \$100 млрд в американских долговых бумагах. Хотя мы не считаем, что Банк России ответит распродажей этих облигаций на возможные санкции к ОФЗ, скорее всего, американцы пока не тронут священную корову. Дело в том, что если подобные санкции будут введены, это поставит американских держателей ОФЗ в невыгодное положение по отношению, например, к европейским инвесторам.

Если о санкциях все же будет объявлено, реакция будет резкой, поскольку мы не видим сейчас, что рынок этот риск учитывает. Рынок ожидает, что если такой сюрприз произойдет, то доходности ОФЗ временно могут подпрыгнуть на 100-150bp, а курс рубля снизится на 1-2 рубля.

По объемам вложений нерезидентов в российские ОФЗ мы не видим, что кто-то всерьез оценивает риски для российских облигаций.

<b>Номинальный объем облигаций федерального займа (ОФЗ), принадлежащих нерезидентам, и доля нерезидентов на рынке</b>			
Дата	Номинальный объем ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, млрд руб. <sup>1)</sup>	Объем рынка ОФЗ, млрд руб. <sup>2)</sup>	Доля нерезидентов на рынке ОФЗ, %
01.11.2017	2 184	6 687	32,7
01.10.2017	2 181	6 569	33,2
01.09.2017	2 032	6 423	31,6
01.08.2017	1 896	6 281	30,2
01.07.2017	1 869	6 149	30,4
01.06.2017	1 890	6 163	30,7
01.05.2017	1 825	6 010	30,4
01.04.2017	1 805	6 000	30,1
01.03.2017	1 609	5 848	27,5

## Ротация из облигаций в акции

**Я пессимистично смотрю на рынок акций.** Но, это мой субъективный взгляд. Были ожидания, что 17 год, будет годом перетока из долгового рынка на фондовый, но его не случилось. **Боюсь и в этом не случится.** Оптимизм был связан с избранием Трампа и надеждами на отмену санкций. Сейчас ситуация противоположна и все ждут их ужесточения. В мире облигаций наоборот есть позитивные моменты

- Владимир Владимирович поручил проработать вопрос выпуска валютных ОФЗ
- с 18 года для физиков отменен НДФЛ на корпоративные бонды эмитированные после 17 года.

Спаси ситуацию могут дивидендные акции, при снижающейся доходности облигаций. Но это локальная и недолгая история. Взгляд на динамику привлеченных средств на депозиты показывает, что несмотря на постоянно снижающиеся проценты по вкладам, оттока с рублевых депозитов нет. **Народ явно не торопится идти в риск.**

<http://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?TblID=302-21>

Вероятно, что у частных инвесторов и 18 году в приоритете будет консервативный подход к инвестированию.

Для них мы написали эту часть обзора и обзор **БАНКИ**, который также является частью обзора Регулярный#1

Пожалуйста, оцените мой обзор! Ссылки внизу.

Пожалуйста, оцените полезность этого обзора по 5 балльной шкале

[goo.gl/iySWEU](https://goo.gl/iySWEU)

Пожалуйста, оставьте свое мнение по обзору:

[goo.gl/5kDdP6](https://goo.gl/5kDdP6)

подписка на обзоры по E-Mail

[mozgovik.com](https://mozgovik.com)

#### ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Данный обзор предоставлен исключительно в информационных, ознакомительных целях. Материалы, содержащиеся в обзоре, не могут и не должны служить единственным источником информации для принятия инвестиционных решений. Инвестор принимает все инвестиционные решения на свой страх и риск. Каждый член аналитического партнерства подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении упомянутых активов или ценных бумаг, отражают его личную точку зрения.

Мы, группа аналитиков, заявляем, что не имеем деловых отношений с упоминаемыми в обзоре компаниями. Читатели могут быть уверены, что у партнерства не может быть конфликта интересов, которое может отразиться на объективности наших суждений. Некоторые из членов аналитического партнерства имеют инвестиционные портфели, позиции в котором совпадают с ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре. Мы высказываем свою искреннюю точку зрения, и не имеем цели своими рекомендациями спровоцировать повышение или понижение цен на активы, имеющиеся в портфелях участников партнерства.

Все мнения высказываются на дату, предшествующую дате рассылки этого обзора. Мы не можем гарантировать абсолютную точность цифр и фактов, содержащихся в обзоре, однако мы стараемся прикладывать все усилия для того, чтобы сведения, содержащиеся в данном обзоре, были точными. Ни один член партнерства не несет какой-либо ответственности за любые потери (убытки), которые могли(могут) возникнуть в связи с каким-либо использованием этого обзора.

#### ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИЛОСОФИЯ

Будущее в существенной степени неопределенно. Неопределенность со стороны негативных сюрпризов создает риски для ваших инвестиций. Любая компания может столкнуться с неожиданными проблемами, не поддающимися прогнозированию, а ее ценные бумаги могут существенно снизиться в цене. Для того чтобы снизить такие риски, мы настоятельно рекомендуем: 1) не использовать кредитные плечи 2) диверсифицировать свой инвестиционный портфель

