



АРИКАПИТАЛ

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Февраль 2015.

Взгляд на рынок
еврооблигаций

Начало 2015 года оказалось удачным для глобального долгового рынка. Доходности по облигациям развитых стран опустились до новых исторических минимумов. Наибольший прирост принесли швейцарские гос. облигации, доходность которых изменилась на 0,6% - с +0,3 до минус 0,3 годовых.

Война на Украине, снижение цен на нефть и действия рейтинговых агентств продолжили оказывать давление на стоимость российских активов.

В отношении цен на нефть и развития ситуации на Украине крайне трудно сделать обоснованные прогнозы, их динамика может направить рынок как вверх, так и вниз. В этих условиях заслуживает внимания третий важный фактор, который, может оказаться решающим – погашение российскими компаниями в 2015 году внешних долгов.

Не исключено, что ближе к концу года в еврооблигациях некоторых эмитентов сложится дефицит, а инвесторам будет также трудно переложиться из погашающихся выпусков, как встретить в лесу амурского тигра :)

• • •

За неполный первый месяц 2015 года на глобальном финансовом рынке произошло уже несколько громких событий. Главной новостью стало решение швейцарского центрального банка 15 января отказаться от валютного коридора, при котором курс франка не должен был быть выше чем 0,833 евро. Одновременно швейцарский ЦБ снизил депозитную ставку с -0,25 до -0,75%. Эти решения привели к резкому скачку франка и доллара США, снижению до новых рекордных минимумов доходностей по гос. облигациям развитых стран. Впервые в истории облигационного рынка доходности по долгосрочным 10-летним облигациям Швейцарии опустились до отрицательного уровня (-0,32% по состоянию на 23.01.2015). Вслед за Швейцарией о снижении % ставок объявили банки Дании, Канады, ряда развивающихся стран.

22 января свершилось так давно ожидаемое событие – Европейский Центральный Банк запустил программу количественного смягчения, в рамках которой он будет выкупать с рынка гос. облигации стран Еврозоны на сумму 60 млрд. евро в месяц.

Цены на нефть, медь и многие другие сырьевые товары опустились до новых многолетних минимумов. 14 января индекс сырьевых товаров Bloomberg Commodities Index опускался до 100 пунктов, что означает снижение номинальных долларовых цен на сырье до уровней начала 1991 года.

Сочетание низких процентных ставок, впрыскивание ликвидности со стороны центральных банков и дезинфляционные процессы создают идеальный фон для облигаций, номинированных в «твердых» валютах.

В 2014 году российский рынок облигаций стал единственным

крупным рынком, принесшим инвесторам потери. Удастся ли в новом году воспользоваться плодами благоприятного внешнего фона, будет зависеть от двух важнейших факторов: дальнейшей динамики цен на энергоресурсы и развития ситуации на Украине. На наш взгляд, в условиях низкой прогнозируемости этих двух факторов, лучше принять математическое ожидание всех возможных вариантов за ноль. Нефть подешевела ниже уровня себестоимости у значительного количества проектов и должна подорожать в среднесрочной перспективе до 60-70 долл. за баррель. Но пока нет признаков сокращения добычи, а наоборот у американских производителей сланцевой нефти ожидается рекордный объем производства, поэтому прежде чем начнется восстановление, не исключено еще одно падение до 30-40 долл.

Что касается украинского риска, то на наш взгляд, в котировках российских ценных бумаг уже заложен сценарий долгосрочной конфронтации с Западом и отсутствия доступа российских заемщиков на внешний рынок капитала. Ситуация может стать еще хуже. Однако, заявления европейских политиков о возможности разделения санкций на «крымские» и «донецкие» оставляет шансы на то, что в случае прекращения активных боевых действий (что, в отличие от возврата Крыма Украине выглядит гораздо более достижимым) будет смягчен пакет наиболее чувствительных санкций – введенный в июле 2014 года запрет на предоставление финансирования российским государственным банкам.

Может показаться, что сценарий 50 на 50 делает трудным выбор инвестиционной стратегии. В этот момент, на наш взгляд, нужно обратить внимание на третий мощный фактор, который должен склонить чашу весов в сторону роста – сжатие предложения еврооблигаций российских компаний в результате погашения при отсутствии новых размещений.

В 2015 году российскому государству, компаниям и банкам предстоит выплатить 34 млрд. долл., из которых 12 млрд. приходится на купонные платежи, 22 млрд. долл. на погашения и исполнение оферт. Мы исходим из того, что 100% инвесторов воспользуются правом предъявить к досрочному выкупу еврооблигации ВТБ (плановое погашение в 2035 году), Банка Русский Стандарт (пп – 2017г.) и Татфондбанка.

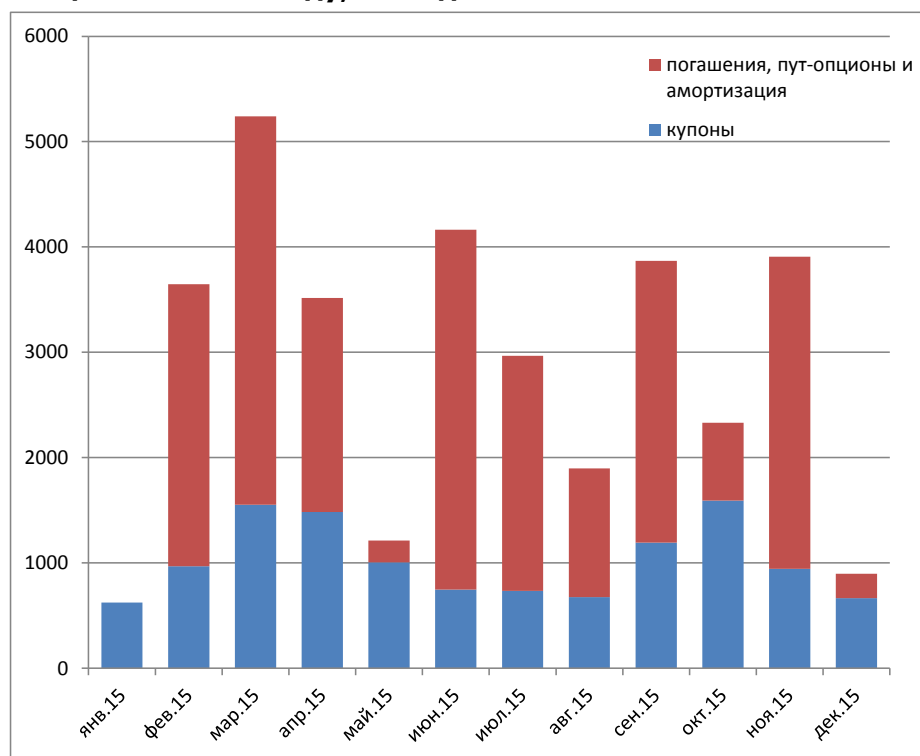
Остающиеся в обращении выпуски российских эмитентов с погашением в 2016 году и позже по текущим котировкам в совокупности оцениваются в 151 млрд. долл. (переоценка на 21.01.15). Мы считаем, что даже при сохранении всех вышеупомянутых рисков поступления от российских компаний могут стать мощным источником инвестиций по двум причинам:

- российские еврооблигации дают значительную премию не только к облигациям сопоставимых эмитентов из развивающихся стран, но и к эмитентам с худшими кредитными и рейтинговыми характеристиками на 2-3 степени;
- за год после начала кризиса прошла существенная ротация держателей российского долга. Те инвесторы, которые додержали бумаги российских эмитентов до 2015

года, скорее всего, могут оставаться в российских активах и дальше.

Важным психологическим сигналом будет погашение 13 февраля Роснефтью кредита на 7,1 млрд. долл., после чего в графике выплат российских компаний уже не останется столь крупных сумм к единовременной выплате. По еврооблигациям в феврале пройдут погашения сразу по четырем выпускам на 2,5 млрд. долл. В марте и апреле инвесторы получают еще почти 9 млрд. долл., к маю, по нашему мнению, по многим популярным эмитентам может начать ощущаться нехватка предложения бумаг.

График выплат по еврооблигациям российских заемщиков в 2015 году, млн. долл.



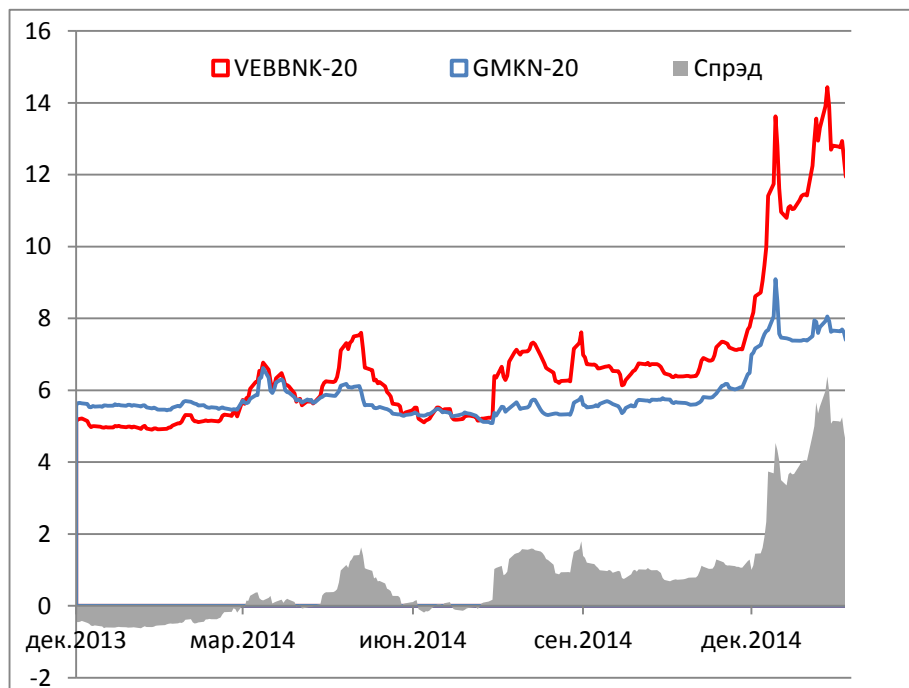
Источник: расчеты УК Арикапитал на основе данных по выпускам Bloomberg

Влияние фактора выплат по внешним долгам будет неравномерным. В наибольшем выигрыше окажутся эмитенты, с крупными долговыми программами, у которых уйдет из обращения наибольшая доля выпусков, - прежде всего государственные банки. На эмитентах - экспортерах, с единичными выпусками в обращении, влияние погашений будет минимальным, вследствие относительно высоких текущих цен на их выпуски.

Пример эмитента, чьи выпуски оказались перепроданными - ВЭБ. Его выпуск с погашением в 2020 году торговался до середины 2014 года под одинаковую доходность с выпуском Норильского Никеля. После введения санкций против гос. банков, доходность по

его выпуску стала выше на 1% пункт. Начиная с ноября 2014 года спрэд продолжил расширяться, достигнув в январе максимума 6,1%!

Динамика доходности по выпускам еврооблигаций ВЭБа и Норильского Никеля с погашением в 2020 году.



Источник: Bloomberg

Спрэд между доходностью по выпускам ВЭБа, ВТБ и других государственных банков относительно выпусков корпоративных эмитентов с аналогичными кредитными рейтингами, на наш взгляд, должен вернуться к значениям лета – начала осени 2014 года. Несмотря на рост убытков по кредитным портфелям, крупнейшие банки могут рассчитывать практически на неограниченную поддержку со стороны государства, в том числе увеличение фондирования ЦБ и докапитализацию на 1 трлн. рублей из средств АСВ. По нашему мнению, расширение спрэда, произошедшее в ноябре-декабре 2014 года не отражает изменение в кредитном качестве, а в основном объясняется техническим фактором – закрытием лимитов у западных держателей российских долгов перед окончанием финансового года в условиях, когда внутренние инвесторы, прежде всего, сами банки не могли абсорбировать предложение по целому ряду причин.

Эмитенты с крупнейшим объемом выплат по еврооблигациям в 2015 году, млн. долл.

Эмитент	Выплаты, всего	в т.ч. погашения и амортизация	рыночная стоимость выпусков, оставшихся в обращении после 2015 года
Россия	5 850	3 273	31 774
Газпром (вкл. Газпромнефть)	5 899	4 133	36 594
ВТБ (вкл. Банк Москвы)	5 337	4 391	9 126
Сбербанк	2 695	1 940	10 994
Газпромбанк	1 980	1 458	6 198
Лукойл	1 809	1 500	5 001
ВЭБ	1 054	500	8 600
Банк Русский Стандарт	888	753	339
Альфа-Банк	881	600	2 998
Россельхозбанк	820	462	4 656

Инвестиционные идеи

Крупнейшие выплаты по еврооблигациям в 2015 году должны произвести Минфин (в т.ч. купоны и амортизационные платежи по РФ-30 в марте и сентябре на общую сумму 2,3 млрд. долл.) и Газпром. Однако, у обеих эмитентов в обращении останется значительное количество выпусков, которые и сейчас далеко не самые дешевые. Скорее всего, динамика суверенных еврооблигаций будет в большей степени определяться труднопредсказуемыми факторами, о которых мы говорили ранее. Что касается инвестиционных идей в расчете на сокращение вторичного предложения, их, в первую очередь, следует искать в банковском секторе.

ВТБ

На наш взгляд, наиболее интересны к покупке еврооблигации второго по размеру российского банка. В 2015 году ВТБ (включая дочерний Банк Москвы) выплатит более 5 млрд. долл. На эти деньги можно купить по текущим котировкам 58% от оставшихся в обращении выпусков, максимальный показатель для крупных российских эмитентов еврооблигаций! Основные погашения пройдут в первом полугодии: в марте – на 2 млрд. долл., 30 июня исполнение оферты по выпуску VTB-35 на 693 млн. долл. Остающиеся в обращении выпуски номинальным объемом 12,3 млрд. долл. по текущим котировкам оцениваются в 9,1 млрд. долл. Из них только 4,4 млрд. долл. приходится на старшие (несубординированные) выпуски, номинированные в долларах.

Наиболее интересны к покупке старшие выпуски ВТБ с

погашением в 2017 и 2018 годах. Также интересен субординированный выпуск Банка Москвы с погашением в 2017 году, который в данный момент торгуется с доходностью выше 14%, обеспечивая премию по доходности ко всем субординированным выпускам гос. банков. После погашения в 2015 году двух выпусков на 1,05 млрд. долл. он останется единственным долговым инструментом Банка Москвы в обращении.

Газпромбанк

Среди банков с государственным участием Газпромбанк занимает второе место по темпам сокращения еврооблигаций в обращении. В августе и сентябре ему предстоит погасить выпуски на 1,5 млрд. долл., после чего в обращении останутся выпуски рыночной стоимостью 6,2 млрд. долл., из которых всего два (GPBRU-17 и GPBRU-19 4.96%) номинированы в долларах и входят в включены в ломбардный список ЦБ.

Сбербанк

Учитывая масштаб клиентской базы Сбербанка, вероятность его возвращения на первичный рынок даже в случае отмены санкций – минимальна. Погашающиеся в 2015 выпуски на 2,7 млрд. долл. он может заместить привлечением депозитов населения или привлечением от ЦБ РФ. Инвесторам стоит обратить внимание, что после погашения в июле крупного выпуска на 1,5 млрд. долл. в обращении останутся ломбардные долларовые выпуски всего на 4,7 млрд. долл.

ВЭБ

У ВЭБа в этом году всего одно погашение. Начиная с 2016 года его еврооблигационная программа будет максимальной по объему среди всех российских банков, что будет сдерживать снижение доходностей по оставшимся выпускам. Тем не менее, кредитный рейтинг ВЭБа привязан к суверенному и имеет больше шансов остаться в инвестиционной категории, чем у Газпромбанка (у которого остается последний инвестиционный рейтинг по версии S&P), не говоря уже о Россельхозбанке, потерявшем 16.01.2015 последний инвестиционный рейтинг (от агентства Fitch). Мы считаем, что слишком большая премия ВЭБа к другим гос. банкам не оправдана, и рекомендуем к покупке наиболее перепроданные выпуски с погашением в 2018 и 2020 годах.

Банк Русский Стандарт

Инвестиционная идея с существенным риском, но также высокой потенциальной доходностью. Русскому Стандарту предстоит в феврале погасить номинированный в юанях выпуск на 138 млн. долл., в июле выкупить по оферте до 414 млн. долл. в выпуске Rusb-17, наконец, в декабре – 200 млн. долл. по субординированному Rusb-15. Если он справится, спрос на оставшиеся в обращении выпуски гарантирован. Тем более, что сейчас три субординированных выпуска с погашением в 2016, 2018 и 2024 годах торгуются по цене 40-50% от номинала, а их общая рыночная стоимость всего – 340 млн. долл.

Приложение: Погашения еврооблигаций в 2015 году

Заемщик	Дата погашения (* - оферта)	Валюта	ISIN	Объем в обращении, долл. **
Роснефть	02.02.2015	USD	XS0484208771	500 000 000
Газпром	04.02.2015	EUR	XS0442330295	1 210 650 000
ТМК	11.02.2015	USD	XS0484654040	328 400 000
Банк Русский Стандарт	14.02.2015	CNY	XS0886631281	138 395 000
ВЭБ	20.02.2015	USD	RU000A0JS3Y2	500 000 000
ВТБ	04.03.2015	USD	XS0491998133	1 250 000 000
Банк Москвы	11.03.2015	USD	XS0494095754	750 000 000
Альянс Ойл	11.03.2015	USD	XS0493579238	350 000 000
Альфа Банк	18.03.2015	USD	XS0494933806	600 000 000
Казаньоргсинтез	19.03.2015	USD	XS0271050501	100 834 000
ВТБ	24.04.2015	USD	XS0984202662	32 500 000
Россия	29.04.2015	USD	XS0504954180	2 000 000 000
Совкомфинанс	25.05.2015	USD	XS0783972929	25 000 000
Промсвязьбанк	27.05.2015	USD	XS0469856057	180 489 000
Газпром	01.06.2015	EUR	XS0220790934	1 222 800 000
Лукойл	16.06.2015	USD	XS0563898062	1 500 000 000
ВТБ	30.06.2015*	USD	XS0223715920	693 400 000
Сбербанк	07.07.2015	USD	XS0524435715	1 500 000 000
Банк Русский Стандарт	11.07.2015*	USD	XS0802648955	414 105 000
ВТБ	20.07.2015	SGD	XS0807340699	318 329 000
Синек	03.08.2015	USD	XS0225785962	250 000 000
Газпромбанк	05.08.2015	CHF	CH0188931916	510 412 000
Россельхозбанк	17.08.2015	CHF	CH0190653870	461 538 000
Сбербанк	14.09.2015	CHF	CH0148606160	440 481 000
ТКС Банк	18.09.2015	USD	XS0830191234	250 000 000
Газпромбанк	23.09.2015	USD	XS0230577941	947 965 000
ВТБ	29.09.2015	USD	XS0230683111	400 000 000
Банк Открытие	21.10.2015	USD	XS0503839622	350 000 000
Татфондбанк	28.10.2015*	USD	XS1059697323	70 000 000
ВТБ	30.10.2015	CNY	XS0847441317	320 487 000
Евраз	10.11.2015	USD	XS0234987153	137 638 000
Газпром	12.11.2015	USD	XS1117300753	700 000 000
ВТБ	17.11.2015	CHF	CH0141533403	326 371 000
Ак Барс	19.11.2015	USD	XS0855334289	500 000 000
Банк Москвы	25.11.2015	USD	XS0236336045	300 000 000
Газпром	29.11.2015	USD	XS0562354182	1 000 000 000
Банк Русский Стандарт	16.12.2015	USD	XS0238091507	200 000 000
Нижнекамскнефтехим	22.12.2015	USD	XS0238468457	31 006 000

Примечание: ** - для выпусков, номинированных в валютах, отличных от доллара США, пересчет в долл. США по рыночному курсу