



◀ **Алексей ТРЕТЬЯКОВ,**
генеральный директор,
УК «Арикапитал»

Облигации зарубежных сырьевых компаний: опыт российского инвестора

Китайское слово «вэйцзи» (кризис) стало известным благодаря своему интересному составу из двух иероглифов. Согласно распространенному мнению, первый обозначает опасность и риск, в то время как второй — благоприятную возможность. Эту красивую метафору любили обыгрывать многие американские политики — начиная с Джона Кеннеди. Однако только первый иероглиф 危 (вэй) действительно обозначает опасность, перевод второго элемента неточен. У иероглифа 机 (цзи) широкий диапазон значений, в том числе также связанных с опасностью.

Произошедший в 2014 г. обвал цен на нефть стал самым серьезным вызовом для российских портфельных управляющих за время существования финансового рынка. Предыдущие два кризиса (в 1997–1998 гг. и в 2008 г.) предоставили прекрасную возможность «купить на дне» и заработать быструю прибыль практически в любых подешевевших активах. Нынешний кризис может затянуться дольше ожиданий большинства инвесторов, и кажущиеся наиболее дешевыми активы могут просто быть источниками максимального риска.

Тем не менее, в конце 2015 г. для российских инвесторов открылась уникальная возможность проинвестировать в облигации ведущих зарубежных сырьевых компаний. Впервые облигации глобальных корпораций с кредитным рейтингом

инвестиционного уровня можно купить под доходность, превышающую доходности по облигациям российских эмитентов.

Мы приняли решение попытаться в рамках нашего фонда облигаций «Арикапитал — Чистые деньги» использовать эту возможность для достижения трех целей одновременно:

1. Повышение доходности портфеля.
2. Снижение кредитных рисков (повышение среднего кредитного рейтинга эмитентов в портфеле).
3. Уменьшение волатильности за счет более широкой диверсификации.

Мы сосредоточились на крупных компаниях с кредитным рейтингом BBB- и выше, и поскольку даже эмитенты уровня investment grade в текущих условиях выгля-

дят уязвимыми, сформулировали дополнительные критерии, которые важны при отборе (помимо высокой доходности):

1. Наличие лидирующих позиций в отрасли или на региональном рынке (оптимальное сочетание — лидерство и по объему, и по себестоимости).

2. Устойчивое финансовое состояние: идеально, чтобы компания обладала не-критичным уровнем долга на дне цикла ($\text{Net debt/EBITDA} < 3$) и генерировала положительный денежный поток, с помощью которого долг может сокращаться.

3. История и предпосылки непрерывности функционирования компании.

Более подробно о выборе инвестиционных идей можно прочитать в статьях на сайте УК «Арикапитал»¹. Нужно честно признаться, что идеальных историй перепроданных безрисковых компаний мы не встречали. Но в нескольких случаях инвесторы явно гиперпро-фирированно среагировали на слабые стороны фундаментально очень сильных компаний, соответствовавших большинству критериев.

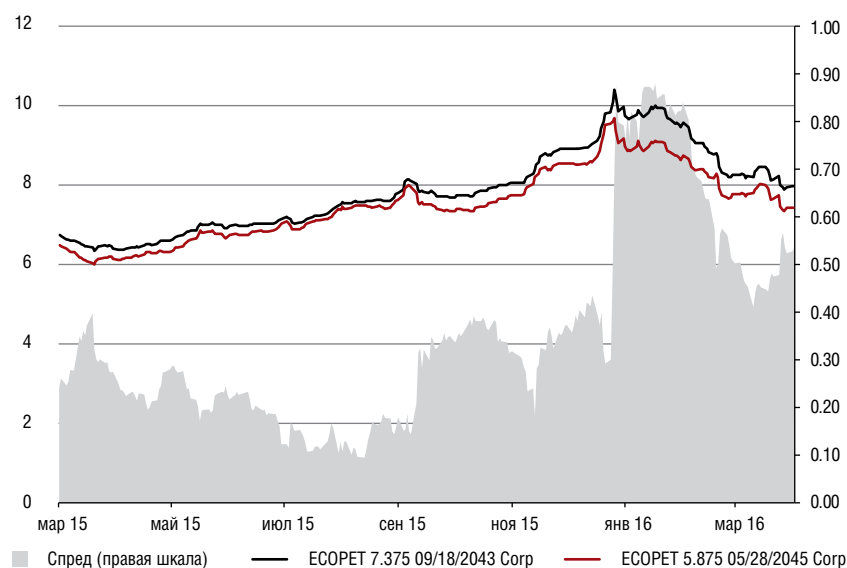
Первые покупки в фонд «Арикапитал — Чистые деньги» были проведены в октябре 2015 г. после падения котировок облигаций на 15–20%. Мы посчитали, что такие дисконты в облигациях надежных эмитентов служат достаточной защитой от дальнейшего обесценения, и оказались неправы. Например, в числе первых покупок был выпуск Glencore с погашением в 2021 г. Пятилетний номинированный в евро выпуск был размещен в марте 2015 г. с купоном 1.25%, торговался чуть ниже номинала вплоть до августа и драматически обвалился в сентябре до 70% от номинала, после чего его цена стабилизировалась на уровне 77–79%, а доходность — в районе 6% годовых. После нашей покупки облигации Glencore продемонстрировали неплохой рост, достигая почти 82% на позитивных корпоративных новостях и заверениях менеджмента в стабильном финансовом состоянии. Однако в декабре котировки возобновили падение, в январе 2016 г. выпуск Glencore-21 можно было купить всего за 65% от номинала под доходность к погашению выше 10% годовых! Примерно похожая картина была во всех остальных облигациях зарубежных сырьевых компаний.

Несмотря на первый негативный опыт, для нас важнее всего было убедиться в фундаментальной устойчивости выбранных компаний. Говард Маркс, один из лучших американских инвесторов в distressed assets, как-то заметил, что желание купить на дне — признак либо

глупости, либо эгоизма. Наверное, какая-то доля эгоизма может быть оправдана в таком бизнесе, как управление деньгами. Хотя мы не стремились выиграть джек-пот, угадав точное дно для входа, но все-таки старались минимизировать отрицательную переоценку. Мы распределили предназначенные для реализации инвестиционной идеи средства на несколько траншей. С октября 2015 г. по февраль 2016 г. плавно наращивали позиции в моменты, когда создавались предпосылки для разворота, сохраняя до конца падения рынка достаточный резерв ликвидности в виде коротких российских облигаций первого эшелона и банковских депозитов. Мы анализировали выходящую финансовую отчетность, внимательно следили за новостным фоном и всеми арбитражными возможностями для максимизации отношения риск-доходность без увеличения размера портфеля. В первом квартале мы заменили две мексиканские компании Remex (государственная нефтяная монополия) и Southern Copper (один из крупнейших мировых производителей меди) на Votorantim (крупнейшая в Южной Америке цементная компания) и Ensco (ведущая нефтесервисная компания, специализирующаяся на шельфовом бурении), когда пришли к выводу, что долг первых двух, скорее всего, увеличится в 2016 г. Облигации Votorantim и Ensco были с сопоставимыми кредитными рейтингами, торговались на вторичном рынке под еще более высокую доходность к погашению (более 12% годовых), при этом обе компании предприняли эффективные меры по максимизации денежного потока и приступили к досрочному выкупу

■ ■ ■
ЭТАЛОННЫМ
ПРИМЕРОМ ПОВЕДЕНИЯ
СЫРЬЕВОЙ КОМПАНИИ
В КРИЗИС МЫ
СЧИТАЕМ GLENCORE,
КОТОРАЯ СОКРАТИЛА
ДОЛГ БОЛЕЕ ЧЕМ
НА \$10 МЛРД

Рисунок 1
Доходность к погашению
по выпускам Ecopetrol и
спред между ними



Источник: Bloomberg

¹ <https://www.aricapital.ru/post/cbonds2015dec.html>

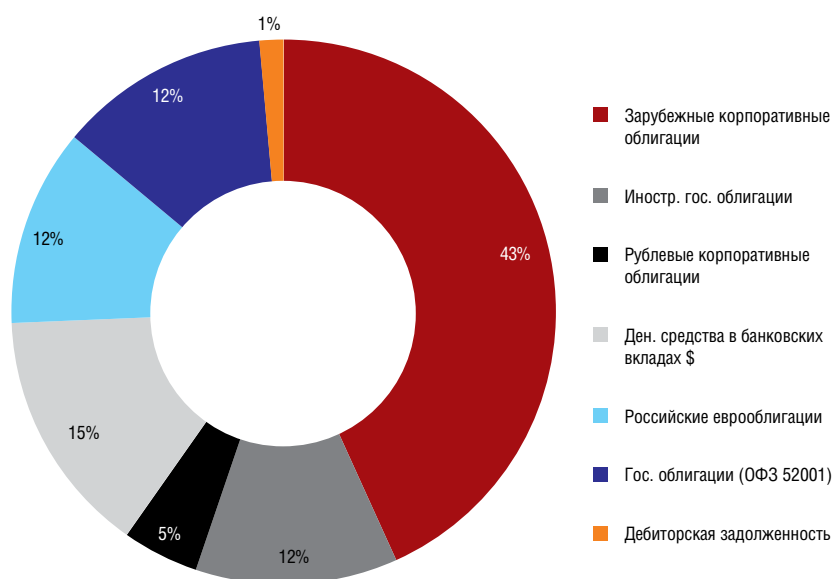


Рисунок 2
Структура активов ОПИФ облигаций «Арикапитал — Чистые деньги» на 31.03.2016

собственных облигаций, что, пожалуй, является одним из наиболее позитивных сигналов для облигационного инвестора.

В облигациях колумбийской нефтяной монополии Ecopetrol мы использовали арбитражную возможность переложиться из первоначально приобретенного выпуска с погашением в 2045 г. в более короткий с погашением в 2043 г. и при этом более доходный. Между двумя выпусками исторически сложился спред на уровне 0.2%, но, видимо, из-за закрытия позиций каким-то крупным инвестором спред между данными двумя выпусками в начале февраля расширился до 0.8%, таким образом, только за счет восстановления к исходному уровню на своей кривой инвестиция в Ecopetrol-43 могла бы принести более 5%, что частично и произошло в следующие два месяца.

Подобные арбитражные возможности не только могут принести дополнительный доход, но и являются подтверждением неэффективности ценообразования на рынке, дополнительным сигналом к покупке.

Весеннее ралли на рынке еврооблигаций развивающихся стран и в глобальных сырьевых компаниях стало для нас не-

скольким неожиданным — как и неадекватно глубокое падение в декабре-январе. Мы ожидали восстановления котировок скорее во втором полугодии 2016 г. по мере устранения дисбаланса спроса и предложения в нефти и промышленных металлах.

Возможно, теперь инвесторы забегают несколько вперед, и сырьевые облигации скорректируются вниз от текущих уровней в ходе традиционной майской коррекции. Тем не менее, заработанная положительная торговая переоценка (по состоянию на момент написания статьи, 21.04.16 — 11–25% по сравнению с ценами покупки) и высокая купонная доходность (в среднем 6% годовых) создают запас прочности, с которым комфортно удерживать позиции. Большинство включенных в портфель фонда облигаций остаются актуальными инвестиционными идеями. Эталонным примером поведения сырьевой компании в кризис мы считаем Glencore, которая менее чем за год предприняла меры по сокращению долга более чем на \$10 млрд, при этом сохранив в неприкосновенности ключевые активы. Трейдинговый бизнес компании на деле показал способность генерировать прибыль вне зависимости от поведения цен на сырьевые ресурсы. Даже при текущих низких ценах ключевой показатель долговой обремененности Net debt/EBITDA, по прогнозу компании, улучшится до 2.0 уже в 2016 г., в то время как в 2013–2014 гг. он находился на уровне 2.7–2.8. Рейтинговые агентства Standard&Poor's и Moody's подтвердили кредитный рейтинг Glencore на инвестиционном уровне BBB- со стабильным прогнозом, а сама компания объявила целью заслужить повышение до BBB+. На наш взгляд, хотя по доходности к погашению облигации Glencore уже не самые привлекательные (до 5% в евро и 8% годовых в долларах), долгосрочные выпуски незаслуженно торгуются с дисконтом 20% к номиналу и благодаря восстановлению котировок могут принести двузначную доходность в ближайший год-два.

Таблица 1
Основные зарубежные корпоративные эмитенты в портфеле фонда на 31.03.16

Компания	Страна	Описание	Кредитные рейтинги эмитента (Fitch/Moody's/S&P)			Рыночные цены, %	Доходность к погашению, %	Доля в портфеле
Anglo American	Великобритания	Одна из крупнейших в мире диверсифицированных горнодобывающих компаний. Владеет 85% акций De Beers, крупнейшего в мире производителя бриллиантов. Является крупнейшим в мире производителем платины, входит в топ-10 по производству меди, угля и железной руды.	BB+	Ba3	BB	81–82%	7.0–8.0	10.0%
Ecopetrol	Колумбия	Государственная нефтяная монополия. Является единственной в Колумбии вертикально интегрированной нефтяной компанией, осуществляющей добычу, переработку и транспортировку нефти.	BBB	Baa3	BBB	91.3%	8.3	10.0%
Glencore	Швейцария	Одна из крупнейших в мире диверсифицированных горнодобывающих компаний и крупнейший трейдер сырьевыми товарами.	–	Baa3	BBB–	76–85%	4.5–5.2	5.8%
Gerdau	Бразилия	Крупнейшая в Латинской Америке сталелитейная компания.	BBB–	Ba3	BBB–	78.1%	9.7	5.3%
Enesco	Великобритания	Ведущая мировая нефтесервисная компания, специализирующаяся на шельфовом бурении.		B1	BBB	51–57%	12.1–14.3	4.8%