



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Март 2016.

Взгляд на долговой рынок

В стройный хор пессимистов, предрекающих крах развивающимся странам, производителям нефти и сырья, недавно вклинились голоса ведущих мировых инвесторов, которые увидели в перепроданном и вышедшем из моды сегменте финансового рынка одну из лучших инвестиционных возможностей десятилетия.

Несмотря на удручающую годовую отчетность и «санкции» со стороны рейтинговых агентств на финансовых рынках началось избирательное ралли в ценных бумагах сырьевых компаний. Так, акции и облигации Anglo American в преддверии публикации отчетности и понижения рейтингов до «мусорного уровня» обновили в начале января рекордные минимумы, а по факту выхода новостей начали бурно расти, подорожав за полтора месяца на 130% и 40% соответственно.

На наш взгляд, пока рано говорить о полномасштабном восстановлении развивающихся рынков, но ценные бумаги отдельных компаний уже прошли ценовое дно и являются актуальными инвестиционными идеями.

■ ■ ■

В феврале ряд эмитентов из развивающихся стран и глобальных сырьевых компаний показали впечатляющее ралли в условиях неоднозначного новостного фона. Так, облигации крупнейшей мировой горнодобывающей и трейдинговой компании Glencore подорожали относительно январских минимумов на 25-30%, облигации Anglo American, крупнейшего в мире производителя платины, алмазов и бриллиантов подорожали на 35-40% несмотря на downgrade кредитного рейтинга до «мусорного уровня» всеми тремя основными рейтинговыми агентствами.

На первый взгляд, ралли в облигациях не обосновано динамикой сырьевых рынков.

С начала года индекс сырьевых товаров Bloomberg Commodities упал на 4%. После достижения очередного исторического минимума 20 января (индекс рассчитывается с 1991 года) цены на commodities немного подросли, однако 5-недельный период стабильности сложно назвать надежным индикатором разворота. В прошлом году стабилизация длилась существенно дольше – с января по начало июля, после чего падение цен возобновилось.

26.02.2016 Bloomberg
Trade of Decade or Value
Trap? Emerging Markets
Debate Heats Up

Bloomberg Commodities Index



Источник: Bloomberg

После провального для развивающихся рынков 2015 года и такого же января 2016, в феврале, наконец, настроения инвесторов начали меняться. На защиту развивающихся рынков встали такие титаны как BlackRock Inc., Franklin Templeton и PIMCO. На страницах мировых СМИ они высказали аргументы «за»:

- Оцененность акций компаний из развивающихся стран опустилась до уровня, от которого в прошлом начинался долгосрочный рост, который приносил инвесторам почти 200% прибыли;
- Нефтяной и сырьевые рынки показывают признаки стабилизации, ожидания повышения ставки ФРС сходят на нет, многолетний тренд на укрепление доллара теряет силу;
- Ряд развивающихся стран, таких как Мексика, Южная Корея, Индонезия продолжают демонстрировать сильные макроэкономические показатели, и при этом подверглись распродаже вместе с остальными странами, где

действительно наблюдаются проблемы.

В то же время остаются скептики, которые отмечают риски:

- Увеличение вероятности мировой рецессии, в особенности из-за продолжающихся проблем в экономике Китая;
- Долговая нагрузка в крупных развивающихся странах приблизилась к критическому уровню и продолжает нарастать.
- Отсутствие прогресса в отходе от гос. капитализма в странах, где эта политика явно спровоцировала значительные проблемы.

На наш взгляд, пока рано говорить о полномасштабном восстановлении развивающихся рынков, но ценные бумаги отдельных компаний уже прошли ценовое дно и являются актуальными инвестиционными идеями.

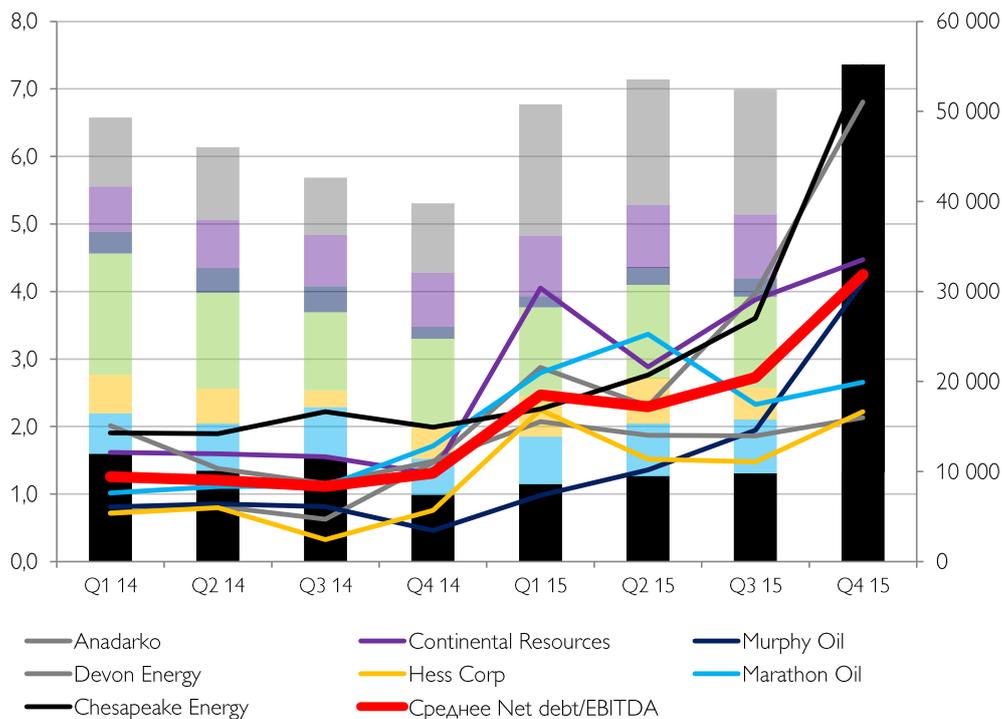
Основание для избирательного оптимизма мы нашли в финансовых отчетах за 2015 год, опубликованных большинством компаний в последние недели. Мы пришли к двум выводам:

1. Ушедшие глубоко в минус североамериканские нефтепроизводители больше не могут сохранять уровень добычи. Это возрождает надежды на восстановление цен на нефть.
2. Ряд крупных сырьевых компаний продемонстрировали успехи в сокращении долга и взяли на себя обязательства по дальнейшим действиям, что снимает опасения по поводу их платежеспособности.

Рынок нефти прошел дно?

Сейчас гораздо больше оснований поверить в прохождение дна цен на нефть, чем год назад. В 2015 никто из производителей так и не снизил добычу, а лидер ОПЕК - Саудовская Аравия, наоборот, ее нарастила, развеяв все надежды на балансировку спроса и предложения. В феврале 2016 года Саудовская Аравия и Россия договорились о замораживании добычи на нефти, что может быть первым шагом для дальнейших действий. Но гораздо более серьезным аргументом выглядят вышедшие недавно годовые финансовые отчеты публичных компаний. Судя по результатам 4 квартала, независимые американские нефтепроизводители несостоятельны при цене нефти 40-45 долл. за баррель.

Динамика финансовых показателей крупных нефтепроизводителей США
 (левая шкала – Net debt/ EBITDA, правая шкала – чистый долг)



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

Как видно на графике, крупные американские нефтепроизводители уверенно себя чувствовали вплоть до конца 2014 года, им удавалось сокращать долг и удерживать уровень относительной долговой нагрузки на комфортном уровне Net Debt / EBITDA 1,1-1,3. В первом квартале 2015 года резкое падение цен на нефть стало первым серьезным ударом по финансовому состоянию, однако инвесторы позволили нарастить долг, за счет которого нефтяники продолжили финансировать свои инвест. программы. Большинство из них даже увеличили добычу в 2015 году.

Вышедшие в феврале 2016 годовые финансовые отчеты превзошли худшие ожидания. Результаты 4 квартала позволяют с уверенностью говорить, что независимые американские нефтепроизводители не имеют перспектив продолжить работу при сложившихся средних ценах на нефть: 42 долл. за баррель WTI, 45 долл. за баррель Brent. Мы проанализировали отчетность 6 из Топ-15 крупнейших нефтяных компаний, потерявших в феврале кредитный рейтинг инвестиционного уровня (понижение затронуло долговые обязательства объемом более 50 млрд. долл.). По данной группе среднее соотношение Net debt / EBITDA за 2015 год выросло с 1,3 до 4,3, а совокупный денежный поток за квартал составил минус 3,5 млрд. долл. У многих компаний запас ликвидности сократился до уровня, недостаточного для поддержания работы даже

на следующий квартал (без резкого сокращения капиталовложений).

Крупнейшие нефтегазовые производители США по итогам 2015 года

	Revenue in 2015	Выручка от продаж в 2015, млрд. долл.	Кредитные рейтинги
1	Exxon Mobil	237	AAA/Aaa/-
2	Chevron	123	AA-/Aa1
3	ConocoPhillips	30	A/Baa2/A
4	Devon Energy	15	25/02/16 Moody's понижение с Baa1 до Ba2
5	Occidental Petroleum	12	A/A3/A
6	Chesapeake Energy	12	CCC/Caa2/B-
7	Anadarko Petroleum	9	18/02/16 Moody's понижение с Baa2 до Ba1
8	EOG Resources	9	BBB+/Baa1/-
9	Hess Corp	7	18/02/16 Moody's понижение с Baa2 до Ba1
10	Apache Corp	7	BBB/Baa3/BBB+
11	Marathon Oil	6	26/02/16 Moody's понижение с Baa1 до Ba1
12	Noble Energy	4	BBB/Baa3/-
13	Pioneer Natural	4	BBB-/Baa3/BBB-
14	Murthy Oil	3	9/02/16 Fitch понижение с BBB- до BB+ 16/02/16 Moody's с Baa3 до B1
15	Continental Resources	3	2/02/16 S&P понижение с BBB- до BB+ 18/02/16 Moody's с Baa3 до Ba3

Источник: Bloomberg

Не удивительно, что 4 квартал 2015 года показал первое значительное сокращение капиталовложений американских нефтепроизводителей. С учетом ухудшения конъюнктуры рынка в начале нового года, снижения кредитных рейтингов, обвала стоимости акций и истощения внутренних ресурсов ликвидности, сокращение нефтедобычи по группе Топ-15 за исключением тройки лидеров (Exxon, Chevron, ConocoPhillips) может оказаться сильнее ожиданий. Хотя на рынке распространена точка зрения, что американские нефтесланцевые производители быстро нарастят добычу при восстановлении цен на нефть, не очень понятно, откуда возьмутся на это средства.

Нефтяные гиганты, такие как Exxon Mobil или Chevron демонстрируют отсутствие интереса к испытывающим проблемы нефтесланцевым производителям. Более того, они сами резко сокращают инвестиции, что дало повод рейтинговому агентству Moody's снизить кредитные рейтинги шестерки ведущих нефтесервисных компаний, занимающихся бурением и обслуживанием скважин на шельфе. И это выглядит как полный нонсенс. Может ли быть поддержана шельфовая добыча, составляющая 30% мирового производства нефти, если обанкротятся все ведущие провайдеры услуг? Это заставляет задуматься, не зашло ли падение цен на нефть слишком далеко? Мир нуждается в

инвестициях в новые месторождения, но с учетом трудностей, пережитых отраслью, возникает вопрос, насколько цены должны вырасти, чтобы нефтяные компании и их инвесторы поверили в целесообразность новых вложений? Разворот цен на нефть может стать отправной точкой для начала повышательного тренда и в других commodities, хотя в каждом сегменте, безусловно, есть свои нюансы.

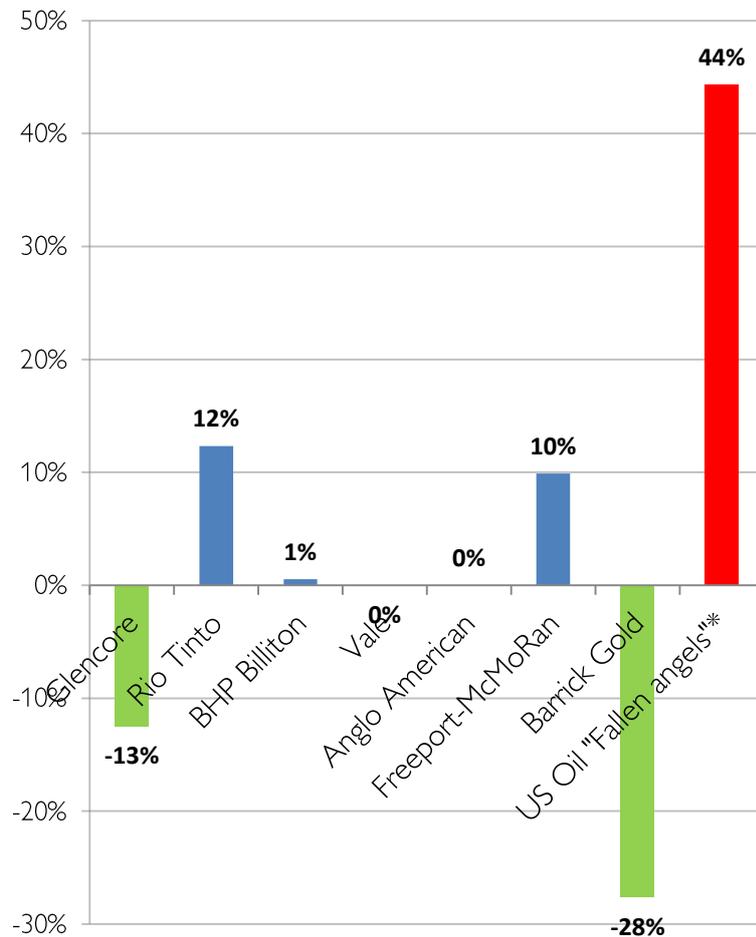
От аутсайдеров к лидерам

Сезон отчетности более четко очертил круг компаний-лидеров, чьи ценные бумаги могут показать опережающий рост не только при улучшении конъюнктуры сырьевых рынков, но хотя бы стабилизации.

Среди крупнейших сырьевых компаний, чьи ценные бумаги подверглись повсеместной распродаже, выделились лидеры, показавшие отличные результаты по сокращению долга и снижению издержек. В тройку лучших торговых идей мы бы включили Anglo American, Glencore и крупнейшего мирового производителя золота Barrick Gold. Штаб-квартиры всех трех компаний расположены в развитых странах (соответственно, в Великобритании, Швейцарии и Канаде), а основной объем производства – в развивающихся. Такие компании использовали преимущества от девальвации местных валют, снизив себестоимость производства металлов и руды. В то же время, более профессиональная корпоративная культура развитых стран, а может быть, отсутствие господдержки и необходимости учитывать политические факторы, помогли (или вынудили) провести решительные мероприятия по сокращению долговой нагрузки и оптимизации денежного потока.

Barrick Gold за 2015 год добился рекордного среди крупнейших мировых сырьевых компаний сокращения чистого долга в относительном выражении – на 28% с 10,4 до 7,5 млрд. долл. Glencore выполнил обещание по рекордному сокращению долга в денежном выражении – на 8,5 млрд. долл. Компания Anglo American после публикации слабой годовой отчетности объявила самый большой в отрасли досрочный выкуп облигаций на 1,3 млрд. долл., предложив инвесторам погасить все выпуски с погашением вплоть до 2018 года. Все три компании объявили целью дальнейшее сокращение долга в 2016 году. Сокращение объема облигаций в обращении может привести к повторению ситуации на российском рынке еврооблигаций в 2015 году, когда дефицит предложения привел к восстановлению стоимости российских еврооблигаций, невзирая на кредитные рейтинги и геополитические риски.

Изменение чистого долга в относительном выражении по итогам 2015 года крупнейшими сырьевыми компаниями



* - US Oil "Fallen angels" – американские нефтедобывающие компании из Топ-15 с кредитными рейтингами, пониженными до спекулятивной категории

Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

В ноябрьской статье [«Как заработать на будущем восстановлении сырьевого рынка»](#) мы сформулировали критерии, которыми можно руководствоваться при покупке долгосрочных облигаций:

- выбирать компании-лидеры по себестоимости;
- анализировать финансовое состояние;
- учитывать корпоративную историю и перспективы к долгосрочному продолжению существования компаний.

Пример американских нефтепроизводителей показал, что в условиях нынешнего сырьевого кризиса даже идеальные начальные финансовые показатели не могут уберечь от проблем. Более важны динамические индикаторы, по которым можно оценить внутреннюю силу компаний, их способность к регенерации, а именно:

- способность к динамическому сохранению лидерства по себестоимости;

- способность генерировать положительный денежный поток, чтобы показать возможность хотя бы незначительного сокращения долга в условиях закрытых рынков капитала;

- способность сохранять стабильные долговые метрики в ухудшающихся условиях (в том числе за счет продажи активов, при условии, что это не подрывает первые два фактора).

Облигации компаний, которые способны удовлетворять всем указанным параметрам, и при этом торгуемых с дисконтом 10-20% от цен годичной давности, на наш взгляд, можно активно покупать даже с учетом сохраняющихся рисков и неопределенности. В конечном счете, их доходность обеспечивает справедливую компенсацию за риск, в условиях когда процентные ставки в развитых странах остаются на рекордно низком уровне.

В отношении компаний из развивающихся стран мы рекомендуем проявлять осторожность. Несмотря на наличие там компаний мирового уровня, основным риском остается ухудшение макроэкономической ситуации и рост долговой нагрузки.