

Дмитрий ТИХОНОВ,
вице–президент, кредитный аналитик, Commerzbank

Пять причин, почему стоит инвестировать в еврооблигации российских компаний

Оглядываясь на события последних нескольких лет, когда годовые доходности еврооблигаций российских эмитентов показывали худшие результаты в 2014 году и демонстрировали лучшие показатели в 2015 году, самое время проанализировать, чем эти инструменты могут быть привлекательны для инвесторов в ближайшие 12 месяцев. Год ожидается волатильный, ситуация на рынках будет больше зависеть от внешних факторов, например таких как взаимоотношения с новой администрацией США, возможное ослабление или отмена части санкций, а также решение ФРС по поводу изменения основной ставки. Тем более интересно выделить пять факторов, благодаря которым российские еврооблигации уже сейчас выглядят довольно привлекательно.

ПРИЧИНА 1: ВОССТАНОВЛЕНИЕ ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

По ожиданиям аналитиков и рейтинговых агентств, цены сырьевых товаров прошли дно в 2016 году. Наилучшими по динамике цен среди металлов выглядят никель ($11 тыс./т) и цинк ($2438/т) из-за ожидаемого дефицита. Цены на уголь и железную руду ($57/т) должны несколько снизиться по сравнению с 2016 годом. При этом ожидается положительное влияние политических факторов на цены в связи с увеличением инфраструктурных расходов. Особо стоит упомянуть ситуацию на рынке нефти, цена на которую остается очень важным фактором для российской экономики. В начале 2016 года цены на нефть упали ниже $30 за баррель. Это самый низкий уровень за предыдущие 12 лет. По сути, цены смогли закрепиться на уровне выше $50 за баррель только после последней встречи ОПЕК. Это произошло благодаря тому, что страны-участники после длительных прений смогли договориться о снижении добычи на 1.2 млн баррелей в день с января 2017 года. Изначально решение было рассчитано на шесть месяцев с возможностью продления на следующие шесть месяцев. При условии, что договоренности будут соблюдаться, рынок нефти уйдет в дефицит в первой половине 2017 года впервые с 2013 года даже без снижения добычи странами, не являющимися членами ОПЕК.

В 2017 году ожидается восстановление добычи в США. С мая 2016 года, по данным Baker Hughes, начался постоянный рост числа буровых установок. В начале декабря 2016 года страны, не входящие в ОПЕК, включая Россию, также решили присоединиться к решению о снижении добычи на 558 тыс. баррелей в день. Совокупный объем снижения в Саудовской Аравии и России соответствует примерно половине общего запланированного снижения добычи, при этом ожидается, что Ирак, ОАЭ и Кувейт также внесут значительный вклад. На текущий

момент общее снижение предложения составляет порядка 1.2 млн баррелей в день, или около 70% от договоренности. По сути, на рынке нефти уже существует недостаток предложения. Консенсус-прогноз предполагает, что цена барреля составит $56 на конец 2017 года и $61.5 в конце 2018 года. При этом бюджет России был сформирован исходя из среднегодовой цены в $40 за баррель.

ПРИЧИНА 2: НЕБОЛЬШИЕ ОБЪЕМЫ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ

Объем новых размещений российских эмитентов начал восстанавливаться в 2016 году и достиг $15.7 млрд. Это больше, чем $11.6 млрд и $5.7 млрд, размещенные в 2014 и 2015 годах соответственно, но при этом меньше одной трети от $54.2 млрд, которые российские заемщики привлекли в 2013 году. Наиболее активно в новых размещениях в 2016 году были представлены нефтегазовый сектор, транспортные компании и суверенный заемщик, в основном это были пяти- и семилетние выпуски. В этом году мы ожидаем сопоставимый объем нового предложения, если не произойдет геополитических изменений и санкционный режим останется в силе. Погашения 2017 года составляют примерно $22 млрд, более половины приходится на банковский сектор, вторым по объемам является нефтегазовый сектор. Скорее всего, часть погашений будет рефинансирована через новые выпуски, но стоит помнить, что более половины погашений приходится на санкционные имена. В 2017 году горнодобывающий сектор уже проявил себя на рынке: «Русал» разместил дебютный выпуск на $600 млн, «Полюс Золото» привлек $800 млн. Менеджмент «Северстали» заявил, что следит за рыночной ситуацией, которая выглядит очень привлекательно. В феврале–марте ожидается выход на рынок «Газпрома», у компании три номинированных в евро выпуска с погашением в текущем году общим объемом 2.4 млрд евро. В банковском секторе планы о возможном бенчмарке озвучил БИНБАНК. Стоит упомянуть и комментарии министра финансов РФ о новом размещении на $3 млрд и потенциальном обмене $4 млрд на новый выпуск.

В общей сложности мы ожидаем до $10 млрд новых размещений в ближайшее время и примерно $20 млрд в течение всего года. В случае отмены санкций объем будет более значительным.

ПРИЧИНА 3: ХОРОШИЕ ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ

Большинство нефинансовых эмитентов еврооблигаций являются экспортерами. Слабый рубль по умолчанию положительно сказывается на ситуации в экспортных компаниях, так как большая часть, а зачастую и вся их выручка номинирована в валюте, при том что значительная доля операционных и капитальных расходов, наоборот, выражена в рублях. В целом эмитенты выглядят очень привлекательно благодаря хорошему кредитному качеству и низкой долговой нагрузке. Компании нефтегазового сектора извлекают выгоду из относительно низких расходов на добычу, а также налогового режима. При этом низкий уровень задолженности позволяет продержаться в случае затяжного кризиса в секторе. Большинство компаний оставалось прибыльными в последние несколько лет, несмотря на сложный период для индустрии.

По мнению Fitch, кредитное качество эмитентов металлургического сектора является лучшим в мире. При этом ожидаемое улучшение конъюнктуры рынка должно привести к дальнейшему росту кредитного качества. Российские банки и в особенности банковские эмитенты первого эшелона тоже относительно неплохо прошли последние несколько лет, некоторые даже смогли увеличить уровень достаточности капитала, который и ранее находился в приемлемом диапазоне. Но при этом условия для деятельности остаются непростыми. Низкие темпы роста и высокая стоимость фондирования приведут к относительно низкой рентабельности и, возможно, даже к смене существующих моделей бизнеса.

Высокое кредитное качество эмитентов нашло свое отражение в рейтингах. «Норильский Никель» и «Лукойл» остались в инвестиционной категории. В прошлом году «Новатек», НЛМК и «Северсталь» также получили инвестиционные рейтинги. Таким образом, в России стало увеличиваться количество эмитентов с рейтингом выше суверенного.

ПРИЧИНА 4: ВОССТАНОВЛЕНИЕ ЭКОНОМИКИ ПОСЛЕ РЕЦЕССИИ

По данным Росстата, ВВП России за прошлый год снизился чуть меньше, чем ожидалось. Падение за 2016 год составило 0.2% при ожиданиях 0.5–0.6%. А по уточненным результатам за 2015 год итоговое снижение на 2.8% оказалось чуть лучше, чем изначально прогнозируемые 3.0%. Все указывает на завершение самой продолжительной рецессии за два последних десятилетия. Стабилизация цен на нефть в совокупности с результатами отдельных секторов экономики, включая горнодобывающий сектор, промышленность и сельское хозяйство, были основными факторами, повлиявшими на разворот экономики. Внешние санкции, связанные с ограничением финансирования, остаются в силе. МВФ в своем последнем мировом обзоре в октябре 2016 года ожидал падение ВВП на 0.8% в 2016 году и рост на 1.1% в 2017 году. При этом общемировой рост в 2017 году ожидался на уровне 3.4%, а совокупный рост в развивающихся странах — на уровне 4.6%. Текущий консенсус-прогноз ожидает восстановление роста экономики России, хотя при относительно невысоких темпах: 1.2% в 2017 году и 1.5% в 2018 году. Это, с одной стороны, совсем немного, но является явным улучшением по сравнению с предыдущими годами. На наш взгляд, именно разворот и, пусть небольшой, но рост вселяют оптимизм по поводу экономики в целом, что положительно сказывается на кредитном качестве российских эмитентов. Это улучшает их привлекательность в глазах инвесторов. Частично этот факт уже подтверждается действиями рейтинговых агентств. В сентябре S&P, а в октябре Fitch изменили прогноз по суверенным рейтингам с негативного на стабильный. Скорее всего, в ближайшее время последует аналогичное решение Moody's.

ПРИЧИНА 5: УЛУЧШЕНИЕ ГЕОПОЛИТИЧЕСКОГО КЛИМАТА

Этот пункт стоит пятым по порядку, но не по важности. После президентских выборов в США, где победу одержал Дональд Трамп, появилось довольно много комментариев по поводу ослабления или отмены санкций в отношении Российской Федерации. На наш взгляд, говорить о стопроцентной гарантии их полной отмены пока преждевременно. При этом есть ощущение, что дальнейшего ухудшения не будет. Текущую ситуацию можно назвать краткосрочной нормальностью. Рынок прошел через процесс адаптации. Тем не менее любые шаги в сторону ослабления действующего санкционного режима будут очень положительно сказываться на восприятии России в целом и российских эмитентов за пределами страны.