Никита ГОЛОЩЕКОВ,
аналитик, Schildershoven Finance B.V.

С начала 2012 года еврооблигации на большинстве развивающихся рынков значительно подорожали. Индекс EMBI Global за этот период показал совокупный доход более 5.2%. Если в Латинской Америке и Азии рост был обеспечен притоком новых средств со стороны глобальных фондов, то в регионе CEEMEA (Центральная и Восточная Европа, Ближний Восток и Африка) динамика котировок была обусловлена лишь спросом со стороны локальных игроков при сравнительно низкой активности иностранных инвесторов.

Развивающиеся рынки: цены растут

Дмитрий АЛЕКСАНДРОВСКИЙ,
аналитик, Schildershoven Finance B.V.

Роман РЫБАЛКИН,
аналитик, Schildershoven Finance B.V.

Отчасти это подтверждается статистикой EPFR. Так, фонды, инвестирующие в облигации развивающихся рынков, привлекли более $4.8 млрд, большая часть из которых пришлась на еврооблигации. Фонды, специализирующиеся на регионе CEEMEA, зафиксировали нетто-отток в размере $127 млн, тогда как фонды Латинской Америки и Азии привлекли $140 млн и $345 млн соответственно. Лидерами роста выступили глобальные фонды облигаций, собравшие около $4 млрд, большая часть которых, по нашим оценкам, была направлена также в Латинскую Америку и Азию.

Приток средств отразился на структуре первичных рынков: на регион CEEMEA пришлось лишь 15% всех размещений с начала 2012 года. Кроме этого, в отличие от СНГ, Восточной Европы и Ближнего Востока, где с начала года первенство удерживают суверенные и квазисуверенные заемщики, на рынках Латинской Америки и Азии в январе-феврале разместилось более 15 эмитентов с рейтингом ниже инвестиционного уровня.

Неравномерное распределение капитала между регионами, с одной стороны, объясняется фундаментальными факторами: страны СНГ и Восточной Европы в большей степени завязаны на экономику еврозоны (см. Рисунок 1), являющуюся основным поставщиком негативных новостей. С другой стороны, определенную лепту внесли предвыборный период и изменения законодательства в России, призванные пополнить дефицит бюджета, сформированный в том числе за счет предвыборных обещаний (налог на процентные доходы по еврооблигациям, новая экспортная пошлина на нефтепродукты).

ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА

Рынок еврооблигаций Латинской Америки — крупнейший среди развивающихся рынков (см. Рисунок 2). Наибольшее количество эмитентов находится в Бразилии, Мексике, Аргентине и Чили. Важной особенностью этих стран является стабильный экономический рост, умеренная долговая нагрузка и сравнительно низкий уровень торгово-экономических связей с Европой. На долговые бумаги эмитентов из Латинской Америки существует устойчивый спрос со стороны североамериканских фондов, которые воспринимают регион как хорошую альтернативу локальному

рынку, обеспечивая необходимый пул ликвидности для эффективного функционирования как первичного, так и вторичного рынка.

Для региона, как и для других развивающихся стран, характерно наличие своих «национальных чемпионов»: среди металлургических компаний это бразильские Vale (A-/Baa2/BBB+) и Gerdau (BBB-/BBB-), а также чилийская Codelco (A/A1/A+), в нефтяной отрасли — бразильский Petrobras (BBB/A3/BBB), мексиканский Pemex (BBB/Baa1/BBB) и венесуэльская PDVSA (B+/B+). В то же время, в регионе наиболее широкий спектр эмитентов со спекулятивными рейтингами, к которым относятся еврооблигации компаний, производящих сахар и этанол, сырье для изготовления бумаги, а также занимающихся мясопереработкой, авиаперевозками и электрогенерацией.

В целом, еврооблигации Латинской Америки с рейтингом инвестиционного уровня предлагают относительно низкую номинальную доходность по отношению к сопоставимым бумагам эмитентов из стран СНГ. При этом бумаги с рейтингами ниже BBB выглядят привлекательно — в том числе за счет более богатой практики правоприменения в вопросах реструктуризации обязательств, выработанной во время кризисов начала 2000-х годов, а также хорошего информационного покрытия.

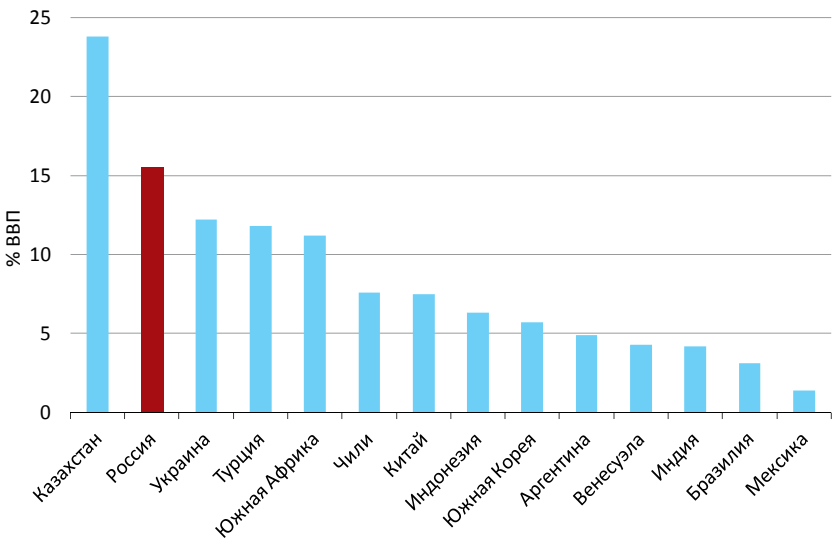
Типичной проблемой для компаний региона являются проводимые в ряде стран, например в Аргентине и Венесуэле, социалистические реформы. В то же время, в отличие от СНГ, где преобразования законодательства начинаются сравнительно спонтанно, правительства стран Латинской Америки зачастую более планомерны и предсказуемы в своих действиях.

АЗИЯ

Азиатский рынок еврооблигаций характеризуется наличием эмитентов двух категорий риска — инвестиционной (IG) и спекулятивной (HY) в сопоставимых с остальными регионами пропорциях 65% на 35%.

Подавляющее большинство корпоративных HY-бумаг приходится на Китай (AA-/Aa3/A+), большая часть из которых была выпущена в течение 2010–2011 годов. Традиционно основными заемщиками на этом рынке были девелоперы. Однако по причине проведения сдерживающей монетарной политики со стороны ЦБ Китая многие промышленные компании средних размеров были вынуждены также привлекать внешнее фондирование. Если до 2010 года ежегодный объем размещаемых еврооблигаций составлял $2–3 млрд, то в 2010 и 2011 годах он превысил $12 млрд и $29 млрд соответственно. В Индонезии (BB+/Baa3/BBB-), которая вновь получила инвестиционный рейтинг (от Fitch и Moody's) лишь спустя 14 лет в середине декабря 2011 года, основными поставщиками еврооблигаций являются угольные и электрогенерирующие компании, а также эмитенты, предоставляющие кабельные и телевизионные услуги. Таким образом, корпоративные HY-евробонды из Китая и Индонезии предлагают широкий спектр возможностей по диверсификации отраслевых рисков (см. Рисунок 3).

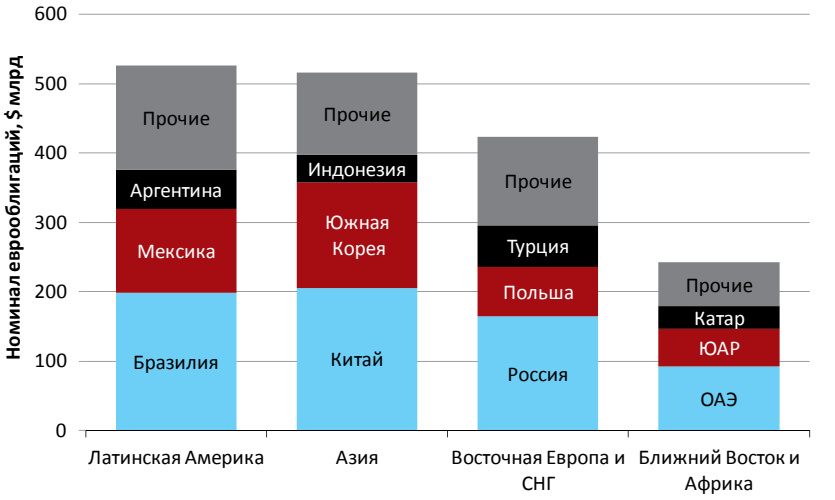
Относительно низкая ликвидность HY-бумаг (спред bid/offer — 1–2 п.п.)



Источники: UNCTAD, IMF

Рисунок 1

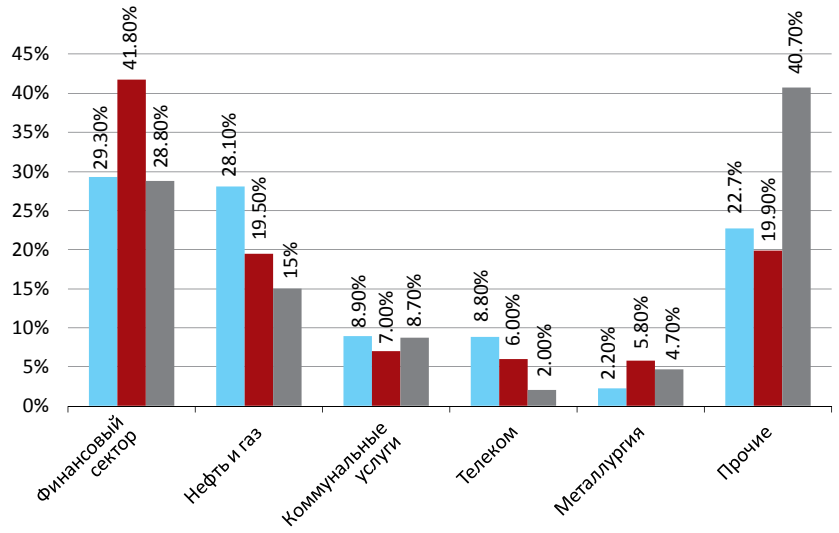
Объем экспорта в Европу из стран СНГ, Латинской Америки и Азии



Источник: BIS

Рисунок 2

Рынок долга в Латинской Америке опережает по размерам другие регионы



Источник: Schildershoven по данным Debtwire

Рисунок 3

Распределение объемов первичных размещений еврооблигаций по отраслям в 2011 г.

компенсируется привлекательным, на наш взгляд, соотношением доходности и кредитного качества эмитентов (см. Рисунок 4), несмотря на относительно маленькие размеры бизнеса многих из них.

Однако не стоит забывать о характерном для Китая риске, относящемся к качеству корпоративного управления. Наиболее ярким примером на рынке еврооблигаций является история, связанная с мошенничеством в компании Sino Forest, которая в своей отчетности завышала объем плантаций и уровень продаж.

В Индии (BBB-/NR/ BBB-) и Южной Корее (A/A1/A+) доминирующее положение занимают IG-выпуски, при этом основная доля этих бумаг относится к банковскому сектору. Рынки еврооблигаций в Таиланде (BBB+/Baa1/BBB), Малайзии (A-/A3/A-) и Филиппинах (BB/Ba2/BB+) представлены в основном квазисуверенными бумагами энергетических компаний, которые вряд ли вызовут большой интерес у инвесторов, учитывая их низкую доходность по сравнению с российскими аналогами. Так называемые frontier markets, к которым относятся Вьетнам и Шри-Ланка, предлагают инвесторам исключительно набор из двух суверенных кривых еврооблигаций.

> «ФОНДЫ, СПЕЦИАЛИЗИРУЮЩИЕСЯ НА РЕГИОНЕ СЕЕМЕА, ЗАФИКСИРОВАЛИ НЕТТО-ОТТОК В РАЗМЕРЕ $127 МЛН, ТОГДА КАК ФОНДЫ ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКИ И АЗИИ ПРИВЛЕКЛИ $140 МЛН И $345 МЛН СООТВЕТСТВЕННО»

БЛИЖНИЙ ВОСТОК И АФРИКА

Торговая активность на рынках еврооблигаций Ближнего Востока и Африки преимущественно сосредоточена в бумагах эмитентов из Персидского залива, в первую очередь из ОАЭ и Катара. Это обусловлено сравнительно невысокой популярностью других арабских стран в результате «арабской весны», а также тем, что облигации африканских компаний, как правило, оседают в крупных американских фондах, которым необходимо поддерживать аллокации, заявленные в инвестиционных декларациях.

На рынке еврооблигаций аравийским монархиям удалось создать модель, при которой аккумуляция долга происходит на квазисуверенных компаниях, а не на центральных правительствах стран/эмиратов. Это обуславливает сравнительно высокие рейтинги стран и, как следствие, самих эмитентов, несмотря на высокую долговую нагрузку компаний. В частности, большинство квазисуверенных выпусков Абу-Даби (AA/Aa2/AA) и Катара (AA/Aa2) имеет рейтинг в диапазоне от A3 до Aa3 от Moody's. В то же время, местные эмитенты дают премию к бумагам из Азии и Латинской Америки с аналогичными рейтингами.

Для инвестора из СНГ рынок Персидского залива (в отличие от Азии и Латинской Америки) не дает уникальных возможностей получить большую доходность или диверсифицировать отраслевые риски. В структуре рынка долга помимо суверенных и банковских облигаций заметны лишь бумаги нефтегазового сектора, электроэнергетических компаний и девелоперов.

В то же время, котировки бумаг здесь значительно стабильнее, чем в СНГ, так как они поддерживаются спросом со стороны локальных инвесторов — до 80% инвесторов ограничены в своих инвестициях регионом, причем половина из них — исламскими облигациями (сукук). Это позволяет избежать значительных потерь на переоценке портфеля. События лета 2011 года также показали, что регион стал своеобразной «тихой гаванью» — в первую очередь за счет значительных объемов золотовалютных резервов и сравнительно низкой цены на нефть, обеспечивающей бездефицитный бюджет (около $80 за баррель в Абу-Даби и свыше $100 для России).

К ключевым рискам региона, вероятно, следует отнести политическую ситуацию вокруг Ирана. Также следует помнить о проблемах с корпоративным управлением, выражающихся, в первую очередь, в активном предоставлении банками кредитов для связанных сторон (в частности, в Дубае соотношение таких ссуд и капитала банков составляет примерно 130%).

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ

Liansu LIANSU'16 (Страна: Китай. Сектор: пластиковые трубы. Рейтинг: Moody's Ba2; Fitch BB. YTM 9.5%)

Компания Liansu занимает лидирующие позиции по объему продаж пластиковых труб в Китае. Производственные мощности достигают 1.15 млн тонн продукции в год.

Долговая нагрузка Liansu, выраженная в терминах общий долг/12M EBITDA, — одна из самых низких среди китайских компаний high yield и составляет 1.4x по результатам первого полугодия 2011 года, в то время как 12M EBITDA /процентные платежи превышает 24x. Стоит отметить, что стоимость нефтехимического сырья (около 75% производственных затрат) для компании снизилась на 20% с июня 2011 года, при этом Liansu удалось повысить среднюю цену продажи продукции на 5% за тот же период, что позволяет рассчитывать на дальнейшее улучшение операционных показателей по результатам второго полугодия 2011 года.

Еврооблигации LIANSU'16 с доходностью 9.5% выглядят привлекательно при сравнении с бумагами SHASHU'16 (YTM 8.5%), премия к которым может быть нивелирована в дальнейшем.

Благодаря правительственным инвестициям на развитие ирригационной системы страны, общий объем которых может составить $275 млрд в период с 2011 до 2015 год, а также наметившейся тенденции по замене стальных труб пластиковыми при строительстве нового жилья, мы рассчитываем на рост объемов продаж в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Dar Al Arkan DARARK'15 (Страна: Саудовская Аравия. Сектор: девелопмент. Рейтинг: S&P BB-. YTM 10.29%)

Dar Al Arkan — девелопер из Саудовской Аравии с основными участками в Эр-Рияде, Медине и Мекке. Облигации DARARK'15 дают премию к девелоперам из ОАЭ (Aldar и Emaar Holdings) около 250–300 б.п. при сопоставимых кредитных метриках. Мы ожидаем, что Dar Al Arkan станет основным бенефициаром мер по поддержке рынка недвижимости, предпринятым саудовским правительством в 2011 году. Спред к региональным аналогам должен начать сужаться после погашения FRN DARARK'12 в июле 2012 года (погашение за счет собственных средств приведет к резкому сокращению коэффициента «совокупный долг/EBITDA» с 5.4x до 3.0x и может стать поводом для повышения рейтинга).

Virgolino de Oliveira GVOBR'18 (Страна: Бразилия. Сектор: сахар и этанол. Рейтинг: S&P B. YTM 10.68%)

Virgolino de Oliveira — бразильский производитель сахара и этанола, основанный в 1921 году. Компания является членом и одним из основателей объединения Copersucar — крупнейшего экспортера сахара и этанола Бразилии.

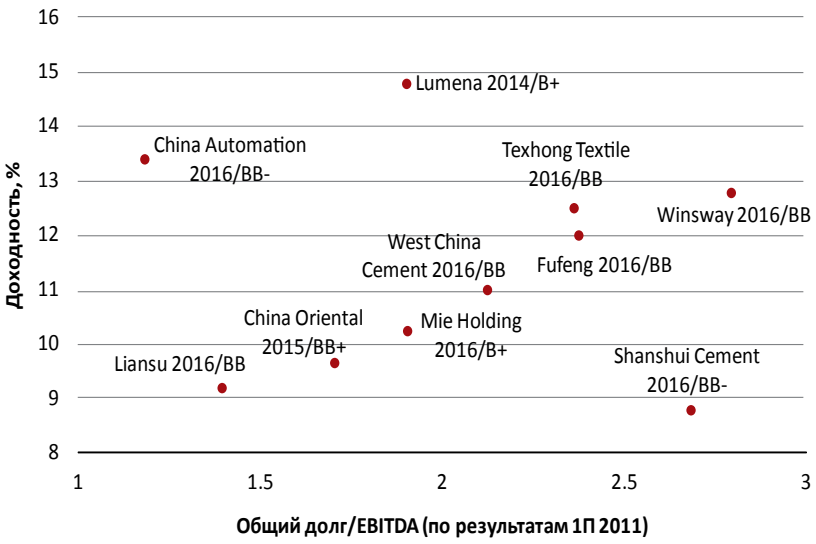
По результатам последнего отчетного периода, закончившегося в октябре 2011 года, компания значительно увеличила объем производства сахара, воспользовавшись ростом цен на продукцию. Рентабельность бизнеса по EBITDA выросла до рекордного значения 47.7%. Учитывая отмену импортных пошлин на этанол в США с начала 2012 года и разницу стоимости производства бразильского и американского этанола (примерно 30%), мы ожидаем дальнейшего роста спроса на продукцию Virgolino de Oliveira в среднесрочной перспективе. За 12 месяцев, заканчивающихся в октябре 2011 года, показатель чистый долг / EBITDA составлял 4.7x.

Достаточно большая долговая нагрузка смягчается структурой срочности долга (более 70% —долгосрочный долг) и перспективами роста объемов продаж. Кредиты от Copersucar и Бразильского банка экономического и социального развития составляют 21% и 15% от общего долга соответственно.

«СТРАНЫ СНГ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ В БОЛЬШЕЙ СТЕПЕНИ ЗАВЯЗАНЫ НА ЭКОНОМИКУ ЕВРОЗОНЫ, ЯВЛЯЮЩУЮСЯ ОСНОВНЫМ ПОСТАВЩИКОМ НЕГАТИВНЫХ НОВОСТЕЙ»

Рисунок 3

Еврооблигации китайских эмитентов high yield



Источники: Bloomberg, Schildershoven Finance