Портфельный менеджер УК «Тройка Диалог» Евгений Коровин ответил на пять вопросов Cbonds Review о рынке и рассказал, какие бумаги он советует приобрести в облигационный портфель именно сейчас и почему.

«Интересных идей много»

Евгений КОРОВИН,
портфельный менеджер,
УК «Тройка Диалог»
ПОКУПАЕТ:

ПЯТЬ ВОПРОСОВ УПРАВЛЯЮЩЕМУ

– Как будут себя вести рынки в краткосрочной перспективе?

– Сейчас рынок находится, по сути, на развилке. Мы только что прошли небольшую коррекцию, в ближайшее время рынки акций попытаются обновить максимумы этого года.

С начала года мы видели сильный рост, рынки отыграли большую часть потерь 2011 года и в ряде случаев достигли максимальных значений с начала кризиса. Спрос на рисковые активы поддержала мягкая денежная политика ведущих центральных банков мира, в том числе дополнительные меры по предоставлению ликвидности ЕЦБ и ЦБ Японии, а также улучшение состояния экономики США, где наконец оживились рынки труда и жилья.

– Что нужно рынкам, чтобы продолжить расти?

– Для того чтобы рынки продолжили расти, необходимы два фактора: чтобы мировая экономика вернулась на устойчивую траекторию роста и чтобы страхи, о которых я сказал выше, не реализовались. Цены большинства активов по-прежнему привлекательны и при таком сценарии имеют большой потенциал роста.

Для российского рынка ключевым событием в ближайшие месяцы станет формирование нового правительства и определение приоритетов его политики. Для рынка облигаций самым важным будет руководство финансового блока и новая бюджетная политика на ближайшие годы. Сейчас на рынке многие опасаются ослабления фискальной политики правительства, наращивания необеспеченных расходов для реализации предвыборных обещаний и снижения политических рисков. Я не разделяю эту точку зрения и ожидаю, что фискальная политика останется контрциклической, а долговая политика — консервативной.

Валюта	Эмитент	Купон	Оферта	Погашение	Цена последней сделки, % от номинала[1]	Доходность к оферте/погашению	Дюрация, лет
USD	SCF CAPITAL LTD	5.38%		27.10.2017	96.100	6.31%	4.62
USD	VIMPELCOM HLDGS	7.50%		01.03.2022	97.750	7.99%	6.81
RUB	ОФЗ-26205	7.6%		14.04.2021	99.31	7.85%	6.21
RUB	«Гидромашсервис»	10.75%		13.02.2015	101.6	10.34%	2.40
RUB	«РСГ-Финанс»	10.75%	25.12.2012	18.06.2014	99.67	11.70%	0.70
RUB	«Ренессанс Капитал»	9.90%	12.08.2013	05.08.2014	97.97	11.85%	1.23
RUB	ТКС Банк	14.00%	22.08.2012	18.02.2014	100.59	12.66%	0.38
RUB	«Трансаэро»	12.50%	05.09.2013	03.03.2015	100.05	12.83%	1.27

Многие участники рынка по-прежнему скептически смотрят на ралли 2012 года. Поводов для опасений действительно немало. Основные страхи связаны с замедлением китайской экономики, возможным развитием новой фазы европейского долгового кризиса, геополитическими рисками в Персидском заливе и с чрезмерным ростом цены на нефть, способным вызвать новую рецессию, а также с тем, что регуляторы решат преждевременно свернуть крайне мягкую денежную политику.

[1] По данным на 28.03.2012.

– Какую динамику показывают облигации по сравнению с другими классами активов?

– Облигации остаются интересным сектором для инвесторов с различным аппетитом к риску при любом сценарии. С начала года облигации российских эмитентов уже продемонстрировали неплохую динамику: рынок российских еврооблигаций вырос на 7.8% в долларах, корпоративные и государственные рублевые облигации выросли на 3% и 4% в рублях плюс рубль укрепился более чем на 10% к доллару. Тем не менее, потенциал роста в ближайшие 12 месяцев остается.

По сравнению с большинством рисковых инструментов облигации являются в целом защитным классом активов и более чем уместны в составе практически любого сбалансированного инвестиционного портфеля. Разумеется, «рискованность» и «защитность» облигационной части определяются выбором сектора и бумаг внутри облигационной вселенной.

– Какие истории в облигациях вам как портфельному менеджеру сейчас наиболее интересны?

– В последнюю неделю марта произошло знаковое событие — разместился новый суверенный выпуск еврооблигаций, который включает три транша, в том числе 30-летний с погашением в 2042 году. У российского рынка появился новый бенчмарк на длинном конце. Краткосрочно эта бумага интересна, но в первую очередь как спекулятивная идея.

Длинные еврооблигации самых надежных российских эмитентов, с моей точки зрения, реализовали значительную часть потенциала роста. Спреды приближаются к минимальным значениям с начала кризиса, доходности по многим бумагам уже находятся на исторически низких уровнях благодаря по-прежнему низким доходностям КО США. Но такая ситуация не может сохраняться долго. С начала марта доходности десятилетних КО уже выросли на 30 б.п., и рост может продолжиться в ближайшие месяцы, особенно в случае улучшения американской экономики.

Интереснее выглядят бумаги менее надежных российских эмитентов, где премия за кредитный риск все еще высока, а кредитное качество является достаточно приемлемым. В качестве примера можно привести длинные еврооблигации «ВымпелКома» и «Совкомфлота».

«ВымпелКом» — один из крупнейших операторов сотовой связи в мире, компания действует в стабильном секторе с низкой цикличностью и высокой рентабельностью, у заемщика умеренный уровень долговой нагрузки. После сделки по объединению с Wind Telecom активы компании стали более диверсифицированными географически, это снижает в том числе политические риски. В 2012 году можно ожидать улучшения финансовых показателей.

Бумаги «Совкомфлота» — самый дешевый квазисуверенный риск. Высокая долговая нагрузка и отраслевые бизнес-риски компенсируются благоприятной структурой долга и долгосрочными контрактами, обеспечивающими загрузку флота. Компания реализует важную инфраструктурную функцию по обеспечению морского экспорта российской нефти, фактически продолжение трубы «Транснефти». Риски, связанные с приватизацией, с моей точки зрения, переоценены.

В рублевых облигациях есть много интересных идей на более долгий горизонт. Рублевые процентные ставки по-прежнему выше инфляции, что является скорее исключением, чем правилом сегодня в мире. Потенциал укрепления рубля не исчерпан полностью, особенно с учетом планов ЦБ не снижать процентные ставки в ближайшее время из-за инфляционных рисков.

Наиболее интересной идеей этого года остаются ОФЗ, рынок которых будет полностью либерализован к середине года. Это приведет к расширению базы инвесторов и может снизить дисконт локальных бумаг к рублевым суверенным еврооблигациям.

– Есть ли сейчас в третьем эшелоне имена, на которые стоит обратить внимание инвесторов с высоким аппетитом к риску?

– Интересных идей много. Вот несколько примеров: «Трансаэро», «РСГ-Финанс», КБ «Ренессанс Кредит», ТКС, «Гидромашсервис».

«Трансаэро» — вторая по величине пассажирооборота и количеству перевезенных пассажиров авиакомпания России. Она занимает сильное конкурентное положение в отрасли и демонстрирует высокие операционные показатели. Очень высокая долговая нагрузка остается главным риском. Кризис 2008–2009 годов эмитент прошел без дефолта, в том числе благодаря социальной значимости бизнеса и административному ресурсу акционеров, облегчивших доступ к рефинансированию.

КБ «Ренессанс Кредит», ТКС — розничные банки с комфортным уровнем капитализации, растущим бизнесом и высокой рентабельностью. Розничный бизнес, который исторически рынок рассматривал как наиболее рискованный, помог банкам выжить в кризис за счет низкой дюрации кредитного портфеля, постоянного притока ликвидности и высокой маржи, абсорбирующей рост ставок.

«РСГ-Финанс» — одна из крупнейших девелоперских компаний, реализующая крупный проект комплексного освоения территории в Екатеринбурге. В 2012 году можно ожидать улучшения финансовых показателей за счет роста бизнеса и восстановления рынка недвижимости. Поддержка со стороны акционера является одной из основных сильных сторон кредитного профиля.

ГМС — один из крупнейших в СНГ производителей насосного оборудования для нефтегазового комплекса, энергетики, ЖКХ, водного хозяйства. Компания имеет очень сильные рыночные позиции, достаточно высокую рентабельность и большой портфель заказов. Плюсами также являются комфортный уровень ликвидности и низкая долговая нагрузка. Риски возможных сделок M&A смягчаются успешным опытом менеджмента по реализации таких проектов в течение нескольких последних лет и исторически консервативным подходом к финансовой политике. Исторически компания получала доступ к заказам крупнейших государственных компаний, что свидетельствует в том числе об административном ресурсе акционеров.

У каждого эмитента своя интересная кредитная история и двузначная доходность, которая, с моей точки зрения, адекватно компенсирует кредитный риск. Понятно, что портфель из таких эмитентов должен быть высоко диверсифицированным для снижения кредитных рисков отдельных заемщиков. Концентрированная ставка на несколько имен может принести печальные результаты.