«Охота за доходностями продолжается»

В интервью Cbonds Review портфельный управляющий ИК «Третий Рим» Алексей Бизин рассуждает о том, почему рынок благоприятствует эмитентам в плане увеличения срочности долга, почему роста количества дефолтов стоит ждать не ранее 2015 года, на какие факторы стоит полагаться, когда становится сложно управлять процентным риском, в каких сегментах российского долгового рынка присутствует нераскрытая стоимость, а также рассказывает, какие бумаги он готов купить себе в портфель именно сейчас и почему.

Алексей БИЗИН,
портфельный управляющий,
ИК «Третий Рим»
ПОКУПАЕТ:

– Какова ваша инвестиционная стратегия на данном этапе?

– В целом, есть ориентация на сохранение низкого показателя композитной дюрации. Дело в том, что риски на данном этапе скорее сконцентрированы в плоскости роста базовых ставок, чем их снижения. Например, в портфеле еврооблигаций со спекулятивным кредитным рейтингом условно пороговым значением для меня является 3.5. В рублевых портфелях я стараюсь сохранять дюрацию не выше 1.5 года. Однако то, что происходит на рынках долгового финансирования при прочих равных условиях в среднесрочной перспективе, безусловно, внесет свои коррективы. В течение последних полутора лет так называемая стена погашений (пик погашения по корпоративным выпускам) была перенесена с 2015-го на 2017 год. Рынок благоволит эмитентам в части увеличения срочности долга. Причем глобально этот тренд настолько мощный, что его признаки можно увидеть даже на достаточно специфических рынках, например рынке локального рублевого долга. Если раньше годовые пут-опционы были, по сути, негласным правилом даже в первом эшелоне, то сейчас мы видим, что часто в high yield-сегменте эмитенты выходят с предложениями от 1.5 года. Поэтому за последнее время в портфелях отмечено естественное в данном контексте движение в сторону увеличения дюрации.

– Как вы действуете в этой ситуации?

– Мы стараемся находить «короткие» по

Эмитент/бумага	Валюта	Купон, %	Оферта	Погашение	Цена последней сделки, % от номинала[1]	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Примечание
Ukrlandfarming-18	USD	10.88		26.03.2018	100	10.9	3.7	
RCCF-18 sub	USD	13.5		21.06.2018	112.7/8	10.2	3.9	
Petropavlovsk-2015	USD	4		18.02.2015	87.5	11.9	1.45	
МОРСКОЙ Банк, 01	RUB	12.75	05.03.2014	09.03.2016	100.5	12.4	0.8	
«Каркаде», БО-01	RUB	12.25–12.75		25.04.2016		12.8–13.4	2.2	Идет первичное размещение. Амортизация с седьмого купона

[1] Цена последней сделки на 25.04.13

срочности выпуски с кредитным риском, который поддается нашей оценке. Хеджировать процентный риск в high yield-стратегиях довольно тяжело и дорого, из-за того что корреляция с базовыми ставками достаточно низкая и зачастую неочевидная. Самым простым вариантом является поддержание низкой дюрации в портфеле. Поэтому мы акцентируем свое внимание на изучении кредитного качества эмитентов. На мой взгляд, когда политика ЦБ в части регулирования базовых ставок перестает быть конвенциональной (QE как наиболее яркий пример), становится сложно управлять процентным риском, потому что приходится в значительной степени полагаться на единственное решение регулятора, в то время как прочие факторы теряют свое значение. В таких условиях стоит полагаться на те вещи, где дискреционные решения имеют не такой сильный вес для определения качества и перспектив актива. Собственно поэтому мы и фокусируемся на кредитном анализе краткосрочных инструментов, где каждое отдельное решение со стороны условного совета директоров, как правило, обладает более мягким влиянием на стоимость долга компании, чем решение об окончании политики количественного смягчения со стороны Комитета по операциям на открытых рынках.

– На каких ключевых рисках в текущих условиях стоит сосредоточиться управляющему облигационным портфелем?

– Мне кажется, процентный риск является главным на данный момент. Собственно этим и объясняется мой выбор низкой дюрации в портфелях. Все вроде бы в курсе, что ФРС сократит активные операции на рынке американского госдолга и квазигосударственного ипотечного долга. При этом достаточно естественно предположить, что с сокращением активности крупного игрока баланс сил на рынке может измениться. Тем не менее на первичном рынке в сегменте облигаций с инвестиционным кредитным рейтингом по-прежнему сохраняется бешеный спрос, несмотря на низкие ставки, узкие спреды и высокую дюрацию новых серий. В общем, осознание этого риска в какой-то момент придет и, безусловно, вызовет коррекцию как минимум в наиболее дорогих сегментах глобального рынка облигаций.

Если говорить о другой плоскости рисков инвестиций в облигации, то риск роста количества дефолтов, конечно, присутствует, так как доля дефолтов находится на крайне низких уровнях. Однако из-за усилий в части рефинансирования долга HY-эмитентов говорить о качественных, а не статистических причинах роста уровня дефолтов можно будет, на мой взгляд, не ранее 2015 года. Разумеется, вся эта конструкция имеет право на жизнь только в случае отсутствия шоков, подобных событиям 2007–2008 годов. Но вероятность их наступления при текущей политике крупнейших ЦБ крайне низка.

– На какую инвестиционную идею вы бы поставили на ближайший квартал или полугодие?

– Я вообще не сторонник определения идей на заданный отрезок времени, потому что такие вещи предполагают наличие способностей идеально определять моменты входа и выхода из инвестиций (так называемый тайминг рынка). По моим представлениям, управляющий может попытаться определить ключевые риски в инвестиции (как положительные, так и отрицательные), однако момент их наступления вряд ли поддается точному прогнозированию. Скорее, такие вещи либо угадываются, либо для этого используются ресурсы, не доступные широкому кругу инвесторов (например, близкий доступ к эмитентам). Хотя, возможно, я так считаю просто потому, что сам не умею «таймить» рынок.

Так или иначе, я могу только назвать сегмент, где, как мне кажется, почти всегда присутствует не раскрытая рынком стоимость, и ближайшие кварталы вряд ли станут исключением. Дебютные выпуски облигаций практически всегда на размещении предлагают премию за сам факт дебюта, хотя часто сами по себе компании заслуживают того, чтобы торговаться ниже по доходности, чем уже существующие аналоги на рынках. «Горячий» первичный рынок будет способствовать появлению новых эмитентов. Конечно, дебют — это вовсе не гарантия успеха на вторичных торгах, однако детальный предынвестиционный анализ позволяет хотя бы субъективно попытаться определить вероятность успеха.

– Назовите три ключевых принципа, по которым вы сегодня отбираете бумаги.

– Наличие премии к собственной кривой либо аналогам. Total debt/EBITDA < 4.0X. Объем эмиссии — более $200 млн.

Конечно, этим все не ограничивается. Эти три пункта как афоризм: вроде звучит просто и понятно, но при серьезной дискуссии вряд ли может стать отдельным

ПРОЦЕНТНЫЙ РИСК ЯВЛЯЕТСЯ ГЛАВНЫМ НА ДАННЫЙ МОМЕНТ. СОБСТВЕННО ЭТИМ И ОБЪЯСНЯЕТСЯ МОЙ ВЫБОР НИЗКОЙ ДЮРАЦИИ В ПОРТФЕЛЯХ

аргументом. Дьявол всегда в деталях, и зачастую слабые кредитные метрики могут избыточно окупаться спредом по выпуску либо объясняться молодостью компании. Кроме того, любые финансовые показатели лишены смысла, если не проводится анализ исторических рядов и сценарных прогнозов на будущее. В сухом остатке я всегда пытаюсь найти какие-то факторы, которые позволят бумаге быть лучше сектора. Таким образом, большую часть времени я пытаюсь оценить стоимость инвестиции относительно прочих альтернатив, которые присутствуют в схожих классах активов.

ДЕБЮТНЫЕ ВЫПУСКИ ОБЛИГАЦИЙ ПРАКТИЧЕСКИ ВСЕГДА ПРЕДЛАГАЮТ ПРЕМИЮ ЗА САМ ФАКТ ДЕБЮТА, ХОТЯ ЧАСТО КОМПАНИИ ЗАСЛУЖИВАЮТ ТОГО, ЧТОБЫ ТОРГОВАТЬСЯ НИЖЕ ПО ДОХОДНОСТИ

– Какие секторы являются перегретыми в настоящий момент, а в каких именах или отраслях вы видите интересный потенциал?

– Представляется, что по уровню спредов субординированный банковский долг в еврооблигациях по большому счету находится на достаточно узких уровнях относительно старших кривых. В особенности это касается сегмента инвестиционного кредитного качества, где спреды находятся на уровне 70 пунктов в среднем. При таких характеристиках, на мой взгляд, более осмысленно держать старший долг, даже несмотря на более низкие ставки.

– Вы следите за distressed-идеями?

– Любопытная идея — евробонд Petropavlovsk PLC с погашением в 2015 году. Выпуск Petropavlovsk PLC продавали в апреле на фоне значительной коррекции в золоте. Как правило, в конвертируемых облигациях достаточно много инвесторов, для которых родными рынками являются опционы, и они пытаются реализовывать арбитражные стратегии. В данном случае инвесторы, скорее всего, продавали опционную дельту, хотя, конечно, этот выпуск уже надо воспринимать как plain fixed income, потому как шансы на конвертацию в акции при погашении скорее из области фантастики. А вот если оценивать этот выпуск как классический бонд, то спред в нем лично мне представляется избыточным относительно существующего кредитного риска. Что касается бондов казахских банков, то аппетитные доходности по ним объясняются высоким уровнем NPL. В то же время основным владельцем «Центркредита» является южнокорейская группа Kookmin, а АТФ буквально недавно вернулся из группы «ЮниКредит» прежнему владельцу, в связи с чем есть определенные ожидания по улучшению работы со старой просроченной задолженностью.

– Какие еще интересные high yield-идеи в евробондах вы бы выделили?

– Дебютный евробонд крупнейшего украинского агрохолдинга Ukrlandfarming с погашением в 2018 году предлагает доходность 10.9%. Возделываемая земля распределена равномерно по всей территории Украины. 55% EBITDA приходит от зерновых, около 40% — от производства яиц. NetDebt/EBITDA равен 1.2X за прошлый фискальный год. Урожайность зерновых ULF выше аналогичного показателя у конкурентов — МХП и агрохолдинга «Мрія». Разумеется, такая высокая доходность на безоблачном небе не формируется. Сразу стоит отметить определенные ограничения по выводу средств из дочерних предприятий в пользу материнского холдинга, который, по сути, и является эмитентом. Этим, конечно, риски не ограничиваются, но в моем представлении рынок их немного переоценивает. Облигации украинского металлургического холдинга «Метинвест» с погашением в 2018 году на данный момент торгуются с доходностью 8.05%. Total Debt/EBITDA на уровне 2X (после сокращения EBITDA почти в два раза за 2012 год). Холдинг принадлежит группе SCM Рината Ахметова. В доходности бумаги учтен существенным образом суверенный украинский риск. Для инвесторов, которые готовы принять его на себя, это выпуск будет крайне интересным, потому как сама по себе компания по кредитному и операционному качеству выглядит весьма уверенно.

– Чего вы ожидаете от рынков на ближайший квартал?

– Повторюсь, что, на мой взгляд, формирование ожиданий на ближайший квартал — довольно неблагодарное занятие. Просто у меня в данный момент есть понимание, что охота за доходностями продолжается. То, что происходит на первичных аукционах, указывает на избыток средств, которые должны быть аллоцированы в риск развивающихся рынков. Соответственно, коррекции возможны и, безусловно, будут иметь место, однако более мощный тренд спроса на высокодоходные истории с вменяемым кредитным качеством вряд ли окажется переломлен в ближайшее время.

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ

ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК РОССИИ • 2013
ВЫЗОВЫ НОВОЙ РЕАЛЬНОСТИ

V ежегодная конференция для инвесторов и эмитентов долгового рынка России

27-28 июня 2013 года

ЛОТТЕ Отель Москва

реклама

www.bondcongress.uralsibcap.ru