Пойти на риск

HIGH YIELD–ИДЕИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Неопределенность на рынке, резкое ослабление рубля, повышение ключевой ставки Банком России усиливают пессимистичные настроения на рынке. Но только не у любителей высокодоходных бумаг — для них это время интересных возможностей. Почему стоит обратить внимание на облигации «Кузбассэнерго» и Абсолют Банка, сколько нужно удерживать позиции и почем продавать, читайте в специальных рекомендациях ведущих аналитиков для Cbonds Review.

Евгений ШАГО,
руководитель группы инвестиционного анализа, Доверительная Инвестиционная Компания

РЕКОМЕНДУЕТ:

ТГК–5, 6, 9 — компании «КЭС-холдинга», бенефициаром которого является Виктор Вексельберг. Именно по этой причине доходность этих инструментов не слишком высока — 10–12% годовых. Собственные же денежные потоки компаний отрицательны, соотношение долга и EBITDA выражается двузначными цифрами.

Активы **«Кузбассэнерго»**, как и ТГК-13, акционером которых является Сибирская угольная энергетическая компания (СУЭК), были выделены в несколько отдельных компаний. Сейчас генерирующие активы формально не принадлежат «Кузбассэнерго», и юридически в случае дефолта держатели облигаций не смогут на них претендовать. Их погашение зависит, по сути, от доброй воли акционера, в порядочности которого участники рынка не сомневаются, иначе доходность была бы значительно выше 20–22% годовых.

ТГК-2 имеет более слабого акционера, на поддержку которого сложно рассчитывать, и уже допустила дефолт по погашению первого выпуска биржевых облигаций. Стоимость этих бумаг в конце прошлого года была ниже 50%, сейчас немного выросла, что отражает неуверенность держателей в платежеспособности эмитента.

В строительном секторе пока не наблюдается спада, поэтому премия по доходности отражает скорее непрозрачность компаний и специфику бизнеса. Дело в том, что строительство само по

Бумага	Рейтинги	Дата погашения	Оферта	Купон, %	YTM/YTP, %	Дюрация, лет	G-спред, б.п.	Текущая цена, %[1]	Целевой уровень по цене, %	Срок удержания позиции
ТГК–5, 01	–/–/–	06.10.2017	15.04.2015	10.50	14.1	1.02	700	96.88	100	1 год
ТГК–6, 01	–/–/–	24.08.2017	03.03.2015	10.50	10.8	0.95	380	100	100	1 год
ТГК–9, 01	–/–/–	07.08.2017		8.10	12.5	3.02	460	90.03	100	2–3 года
«Кузбассэнерго–Финанс», 01	–/–/–	14.06.2021	26.06.2014	8.05	28.1	0.3	2200	94.99	100	3 мес.
«РСГ–Финанс», 01	B–/–/–	18.06.2014		13.25	11.9	0.28	590	100.5	100	3 мес.
«РСГ–Финанс», 02	B–/–/–	13.10.2015	21.04.2014	13.75	11.8	0.11	680	100.2	100–101	40 дней
«СУ–155 Капитал», 04	–/–/–	18.05.2015	24.11.2014	13.25	13.6	0.67	730	99.8	100–101	8 мес.
«СУ–155 Капитал», 05	–/–/–	23.02.2016	03.03.2015	13.25	14.7	0.94	760	99.2	100–101	1 год
«СУ–155 Капитал», 06	–/–/–	23.02.2016	03.03.2015	13.25	15.1	0.94	800	98.81	100–101	1 год
«СУ–155 Капитал», 07	–/–/–	23.02.2016	03.03.2015	13.25	14.9	0.94	780	99	100–101	1 год
«О1 Пропертиз Финанс», 01	B+/–/–	02.08.2018	09.08.2016	12	12.6	2.15	510	99.51	100	2 года

[1] На 06.03.2014

ВЕРОЯТНОСТЬ ИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ «КУЗБАССЭНЕРГО» ОЧЕНЬ ВЫСОКАЯ

Елена ФЕДОТКОВА,
главный аналитик,
Промсвязьбанк

Вадим ПАЛАМАРЧУК,
аналитик по облигациям,
Промсвязьбанк

РЕКОМЕНДУЮТ:

себе — бесприбыльный бизнес, как бы странно это ни звучало. Составляя смету, строители не могут предусмотреть в ней такой раздел, как собственная маржа. Поэтому маржу они зарабатывают на поставках стройматериалов или в девелоперском бизнесе. Все это ведет к усложнению конфигурации строительной организации, реальное финансовое положение которой понимает только ее руководство. Самой непрозрачной является СУ–155, доходность отдельных выпусков которой доходит до 20% годовых. Несмотря на то что СУ–155 — крупнейшая организация, специализирующаяся на жилищном строительстве, в отличие от многих конкурентов, это полностью частная компания, раскрывающая не так много информации о себе.

«РеноваСтройГрупп» («РСГ–Финанс»), бенефициаром которой является Виктор Вексельберг, не обеспечивает доходность заметно выше 10% годовых по причине большей прозрачности компании. Также на рынке существует определенный кредит доверия бенефициару, который располагает значительными запасами наличных после реализации доли в нефтяном бизнесе и способен поддержать компанию в случае кризисной ситуации. В последнее время возможность внешней поддержки со стороны акционера зачастую становится решающим фактором при приобретении облигаций.

Такая же ситуация с **«О1 Пропертиз Финанс»**, которая занимается девелоперским бизнесом, и ее денежные потоки более понятны рынку. Бенефициаром компании является Борис Минц, который едва ли обладает сопоставимыми активами с Виктором Вексельбергом. Но у самой компании бизнес более прозрачный — она управляет портфелем офисной недвижимости в Москве, не неся строительных рисков. В то же время организация имеет значительный объем долга (свыше $2 млрд), а доход от аренды в первом полугодии 2013 года составил $122 млн — соотношение долга к арендным доходам довольно высокое.

При текущей волатильности вхождение в спекулятивную позицию может нести в себе дополнительные риски. Мы предлагаем придерживаться более долгосрочных стратегий и посмотреть на двух эмитентов, бумаги которых, на наш взгляд, не вполне справедливо обделены вниманием инвесторов.

Во-первых, следует отметить **«Кузбассэнерго»**, у которого в настоящее время обращается два выпуска: «Кузбассэнерго-Финанс», 01 (10 млрд руб.) и «Кузбассэнерго-Финанс», 02 (5 млрд руб.).

По первому выпуску оферта наступает совсем скоро — менее чем через 4 месяца (23 июня). При этом в последнее время бумага торговалась по цене ниже номинала: 97% и ниже. Доходность к оферте была на уровне около 25% годовых. Причина таких высоких уровней, безусловно, связана с негативом вокруг сектора после реструктуризации в сентябре прошлого года выпуска ТГК-2. Однако финансовое положение «Кузбассэнерго» отличается от незадачливого коллеги, и, на наш взгляд, вероятность исполнения обязательств очень высокая. Причем уже активно ведется работа: часть средств выделено из собственного денежного потока (порядка 4 млрд руб.), часть — за счет рефинансирования банковскими кредитами, переговоры о которых уже начались. Впрочем, у компании достаточно и открытых, но не выбранных кредитных линий для исполнения обязательств по бумагам (6 млрд руб.). Кроме того, дополнительную

Выпуск	Рейтинги	Дата погашения	Оферта	Купон, %	YTM/ YTP, %	Дюрация, лет	G-спред, б.п.	Текущая цена[1], %	Целевой уровень по цене, %	Срок удержания позиции
Абсолют Банк, БО–03	B1/–/B	28.05.18	02.12.14	9.3	9.65	0.73	332	99.85	100.3–100.4	6 мес.
«Кузбассэнерго–Финанс», 01	–/–/–	14.06.21	26.06.14	8.05	24.81	0.32	1853	96.49	100	4 мес.
«Кузбассэнерго–Финанс», 02	–/–/–	15.04.21	26.04.16	8.7	21.73	1.92	1485	80.03	92–95	6 мес.

[1] На 28.02.2014

уверенность внушает сильный акционер в лице угольной компании СУЭК, где конечным бенефициаром является Андрей Мельниченко, владеющий также другим крупным активом — компанией «ЕвроХим».

По более длинному выпуску серии 02 цена находится на уровне 80% от номинала. Таким образом, доходность к погашению складывается также на уровне выше 20% годовых. Оферта по нему не скоро — в апреле 2016 года. Однако выпуск может быть даже интереснее более короткого по доходности, поскольку после успешного прохождения оферты в июне текущего года и подтверждения кредитоспособности компании цена на бумаги серии 02 может приблизиться к номиналу (по сравнению с текущими 80%), что даст заметно более высокий экономический эффект.

В финансовом секторе интересным эмитентом является **Абсолют Банк** — более ликвидный заем серии БО-03 с офертой в декабре 2014 года. В целом текущий год — не самый простой период для Абсолют Банка. Ему предстоит объединение с «КИТ Финансом». Отметим, что сам Абсолют Банк только недавно (в мае 2013 года) перешел под косвенный контроль РЖД (ранее принадлежал группе КВС). Тем не менее, принимая во внимание акционерную структуру и возможность поддержки со стороны РЖД, а также финансовые метрики банка, проблем у эмитента с обслуживанием долга быть не должно.

АБСОЛЮТ БАНКУ ПРЕДСТОИТ ОБЪЕДИНЕНИЕ С «КИТ ФИНАНСОМ» В 2014 ГОДУ

Кроме того, можно провести некоторую аналогию с выпусками Связь-Банка и ГЛОБЭКСБАНКа, которые, будучи санированными, торговались с существенной премией к другим частным банкам, однако сейчас воспринимаются инвестсообществом в первую очередь как «дочки» ВЭБа и торгуются с премией около 50 б.п. к госбанкам. Торговая идея с Абсолют Банком основана на схожести процессов: то есть со временем этот эмитент будет восприниматься как аффилированный с РЖД, что позволит бумагам сузить спред. Однако мы ожидаем, что это произойдет не ранее присоединения к «КИТ Финансу» — во втором полугодии текущего года. Сейчас доходность бумаг к оферте находится на уровне ниже номинала (99.85%). На наш взгляд, облигации могут достигнуть уровня 100.4% и выше. К тому же они входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 17.5%.

Промсвязьбанк, 13 — данный выпуск дает привлекательную доходность и одновременно с этим обладает немного большей дюрацией, чем сейчас хотелось бы иметь. Но позиция на уровне 10–15% в портфеле для данной бумаги будет актуальной.

ФК «ОТКРЫТИЕ», 06 — сегодня компания по сумме активов, входящих в группу, занимает лидирующее место среди частных банков. Доходность 10.89% на срок до середины августа выглядит интересно.

ГТЛК, 01 — государственная транспортная лизинговая компания находится в собственности Российской Федерации, управление осуществляет Министерство транспорта РФ. Эта бумага дает 10-процентную доходность при квазисуверенном риске и не очень большой дюрации.

«Ренессанс Кредит», БО-05 — основным владельцем «Ренессанс Кредита» является Группа ОНЭКСИМ, один из крупнейших в России частных инвестиционных фондов. Риск под 12.32% выглядит очень привлекательно.

Евгений СМИРНОВ,
главный управляющий активами,
УК «АТОН–менеджмент»
РЕКОМЕНДУЕТ:

Эмитент/бумага	Валюта	Купон, %	Оферта	Погашение	Цена последней сделки , % от номинала	Доходность к оферте/ погашению, %	Дюрация, лет
Промсвязьбанк, 13	Руб.	12.25	–	01.02.2018	103.6	11.4	2.89
ФК «ОТКРЫТИЕ», 06	Руб.	11	14.08.2014	09.08.2018	100.23	10.89	0.42
ГТЛК, 01	Руб.	10	26.01.2016	23.01.2018	100.35	10.03	1.62
КБ «Ренессанс Кредит», БО–05	Руб.	11.35	30.01.2015	30.07.2018	99.46	12.32	0.8

[1] На 06.03.2014