Сергей ЛЯШЕНКО,
Руководитель проектов Cbonds.Info:
Украина, Польша, СНГ, Балтия

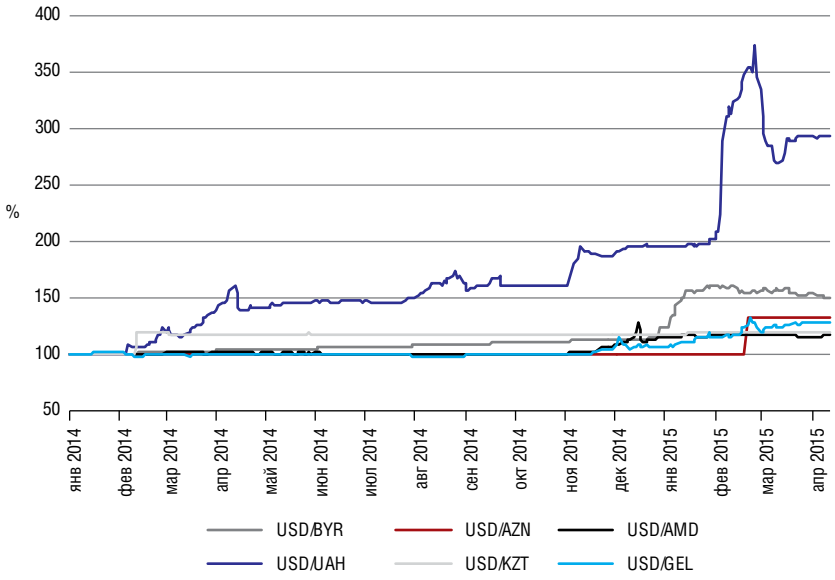
Время собирать камни

Один из советов богатейшего американца в истории Джона Рокфеллера звучит так: «Покупай, когда льется кровь». Сейчас, когда во всем мире крови льется немало, к этому совету стоит прислушаться. Страны СНГ очень сильно ощущают на себе действие военных конфликтов либо напрямую (Украина), либо опосредованно — через финансовые рынки (Беларусь, Казахстан, Армения, Грузия). Однако для тех, кто сохраняет крепость духа и ясность ума, даже неблагоприятные ветра могут быть попутными, а инвестиции, сделанные в смутные времена — высокодоходными.

Ключевым эффектом высокой нестабильности на рынках в 2014 г. – начале 2015 г. стала девальвация национальных валют стран СНГ. Если принять во внимание тот факт, что зачастую либо хеджирование валютных рисков невозможно в связи с отсутствием инструментов на рынке, либо его стоимость превышает потенциальную доходность, то единственной возможностью компенсировать потери остаются инвестиции в валютные облигации и очень тщательный отбор бумаг в локальных валютах.

Украина. На первый взгляд, покупка украинских бумаг выглядит очень рискованной: экономика страны упала на 6,2% в 2014 г. и ожидается дальнейшее снижение до 7,5% в 2015 г., девальвация национальной валюты составила 200%, произошло резкое снижение ЗВР, идут сложные переговоры по реструктуризации еврооблигаций, в котировках государственных евробондов фигурируют двух- и трехзначные цифры, внешние рынки закрыты. Но если внимательно оценить указанные риски, то картина не выглядит столь печальной: на востоке страны военно-политическая ситуация медленно стабилизируется, ожидается

Рисунок 1
Динамика курсов валют стран СНГ к долл. США (100% — 01.01.2014)



Источник: Cbonds.ru

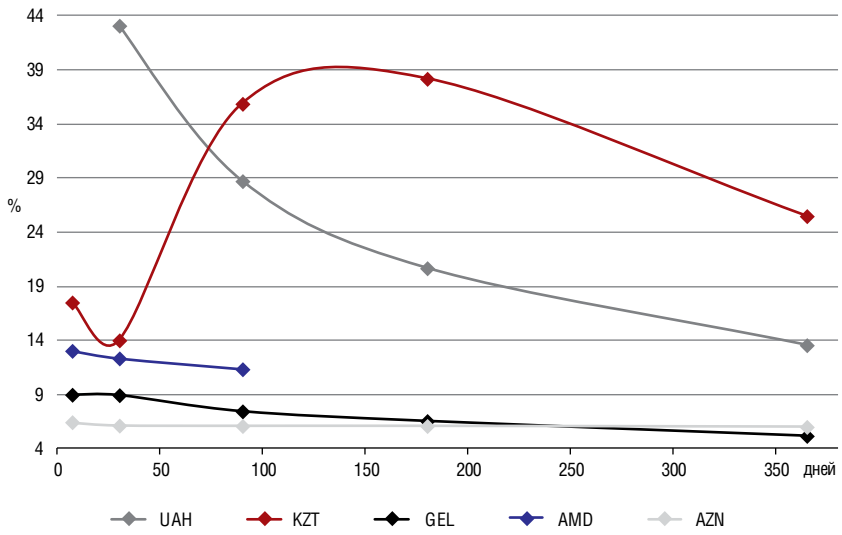


Рисунок 2
Стоимость хеджирования валют стран СНГ, % годовых

рост экономики в 2016 г. (+2%), планируется выпуск евробондов на $1–2 млрд под гарантию правительства США, а сотрудничество с МВФ дает основание для осторожного оптимизма. Относительно реструктуризации еврооблигаций страны следует отметить два важных факта. Во-первых, меморандум с МВФ предусматривает реструктуризацию именно внешних обязательств. Во-вторых, их совокупный объем составляет $15 млрд, что в четыре раза превышает объем локального валютного долга. Таким образом, в случае договоренности с глобальными инвесторами (а шансы на это есть) реструктуризация значительно снизит давление на валютные резервы и позволит Минфину Украины без проблем погашать валютные ОВГЗ. Таким образом, инвестиции в бумаги с погашением через 1–1,5 года и с доходностью 13–15% выглядят довольно привлекательно.

Грузия. Локальный рынок корпоративного долга Грузии пока только формируется: в обращении находится всего семь выпусков облигаций на общую сумму $92 млн в эквиваленте. Однако даже на таком узком рынке можно найти интересные инвестиционные идеи. Напрмер, долларовые бумаги компании M2 Real Estate и «Грузинской лизинговой компании». M2 Real Estate — девелоперская компания, основана в 2006 г., совокупный объем активов составляет $100 млн. «Грузинская лизинговая компания» — одна из крупнейших в стране, рабо-

Таблица 1
Инвестидеи в долларовых облигациях стран СНГ

Бумага	Рейтинги эмитента (M/S&P/F)	Объем, $ млн	Ставка купона	Организатор	Доходность		Дюрация, лет к погашению**	Цена (без НКД)	
					Bid	Ask		Bid	Ask
Азербайджан									
Муган Банк, 2, USD	–/B–/–	7	11%	Baltikums Bank	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
ЮниБанк, 07, USD	B2/–/B	25	LIBOR + 8%	Unicapital	14,2%	13,2%	0,93	95,53%	96,32%
Банк «Баку», 09, USD	B2/–/–	12	11%	Standard Capital	15,2%	14,2%	1,02	96,29%	97,20%
UniLeasing, 07, USD	B2/–/B*	5	12%	Unicapital	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Армения									
АрарратБанк, 05, USD		1	9%	Renesa	7,3%	6,8%	0,49	100,96%	101,18%
АрарратБанк, 06, USD		1	8,5%	Renesa	7,4%	6,9%	1,04	101,91%	101,41%
АрарратБанк, 08, USD		1	8%	АрарратБанк	8,1%	7,6%	2,73	100,34%	101,65%
Армсвисбанк, 01, USD		2	7,5%	Армсвисбанк	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Грузия									
M2 Real Estate, 11Jun2015, USD	B1/BB–/BB–*	10	8,42%	Galt & Taggart	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
«Грузинская лизинговая компания», 01, USD	B1/BB–/BB–*	10	8,75%	Galt & Taggart	9,4%	7,8%	2,23	98,5%	102%
M2 Real Estate, 20Mar2017, USD	B1/BB–/BB–*	20	9,5%	Galt & Taggart	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Украина									
188361 USD 09dec2015	Ca/CCC–/CC	130	9%		15,0%	13,0%	0,62	96,72%	97,82%
152441 USD 27jan2016	Ca/CCC–/CC	321,9	8,25%		15,0%	13,0%	0,78	95,54%	96,84%
153282 USD 03feb2016	Ca/CCC–/CC	8,9	8,25%		15,0%	13,0%	0,80	95,44%	96,78%
160923 USD 16mar2016	Ca/CCC–/CC	300	7,5%		15,0%	13,0%	0,91	94,22%	95,73%
160907 USD 23mar2016	Ca/CCC–/CC	28,7	8%		15,0%	13,0%	0,92	94,53%	96,07%
166847 USD 25may2016	Ca/CCC–/CC	74,5	8%		15,0%	13,0%	1,05	93,60%	95,39%
172506 USD 10aug2016	Ca/CCC–/CC	225,8	8,75%		15,0%	13,0%	1,25	93,34%	95,46%
186720 USD 07sep2016	Ca/CCC–/CC	8,0	8,1%		15,0%	13,0%	1,33	92,21%	94,41%
177414 USD 26oct2016	Ca/CCC–/CC	298,5	7,75%		15,0%	13,0%	1,41	91,10%	93,47%
177752 USD 30nov2016	Ca/CCC–/CC	49,9	7,75%		15,0%	13,0%	1,51	90,56%	93,08%
178305 USD 14dec2016	Ca/CCC–/CC	99,8	7,75%		15,0%	13,0%	1,55	90,37%	92,93%

Источники: Cbonds.ru

* Кредитные рейтинги ключевого акционера

** По средней доходности

Бумага	Рейтинги эмитента (M/S&P/F)	Объем, млн AZN/AMD	Ставка купона	Организатор	Доходность		Дюрация, лет к погашению*	Цена (без НКД)	
					Bid	Ask		Bid	Ask
Азербайджан									
Банк «Баку», 07, AZN	B2/–/–	5	12%	Standard Capital	13,2%	12,2%	1,14	99,13%	100,23%
Банк «Баку», 08, AZN	B2/–/–	5	12%	Standard Capital	12,8%	12,6%	2,52	104,57%	104,98%
ЮниБанк, 09, AZN	B2/–/B	5	14%	UniCapital	13,1%	12,5%	0,28	101,12%	101,28%
Армения									
EBRD, 30jul2015, AMD	Aaa/AAA/–	2000	8,5%	Америабанк	13,1	12,6%	0,32	100,50%	100,66%
EBRD, 11aug2015, AMD	Aaa/AAA/–	2000	9%	Америабанк	13,6%	12,1%	0,76	99,02%	100,26%

*По средней доходности

Источники: Cbonds.ru

Таблица 2
Облигации в национальных валютах стран СНГ

тает на рынке с 2001 г., владеет портфелем в $12 млн (доля рынка — 36%) и обслуживает более 400 клиентов. Обе компании являются лидерами своей отрасли, а также входят в состав холдинга Банка Грузии. Банк Грузии — ведущий банк страны с объемом активов около $4 млрд (доля рынка — 33%), обслуживает 1,3 млн розничных и 7 тыс. корпоративных клиентов. С 2006 г. акции банка котируются на Лондонской фондовой бирже, а в феврале 2012 г. были включены в листинг этой биржи. В том же 2012 г. банк разместил пятилетние евробонды на $400 млн с купонной доходностью 7,750%. В настоящее время доходность этих бумаг составляет 6,38–7,38%, а это значит, что бумаги его дочерних компаний с погашением в 2017 г. предлагают достаточно интересную премию (150–250 б.п.) к доходности еврооблигаций банка.

Армения. В качестве наиболее инвестиционно привлекательных бумаг на внутреннем рынке Армении можно выделить долларовые выпуски двух крупных локальных банков (АрараттБанка и Армсвисбанка) и краткосрочные облигации ЕБРР, номинированные в армянских драмах. АрараттБанк — один из крупнейших банков страны, входит в топ-10 по объему активов, собственному капиталу и чистой прибыли. В настоящее время в обращении находятся три выпуска валютных бумаг номиналом по $1 млн со сроками обращения от шести месяцев до трех лет и с доходностью на вторичном рынке на уровне 6,8–8,1% годовых. Также интерес представляет дебютный выпуск облигаций Армсвисбанка на $2 млн со сроком обращения три года и ставкой купона 7,5%. В настоящее время на рынке обращаются две серии драмовых выпусков ЕБРР со сроком обращения три и четыре месяца, с доходностью 12,5–13,1% годовых. Здесь стоит обратить внимание на уникальное соотношение высочайшего кредитного качества эмитента (рейтинги на уровне AAA от трех ведущих рейтинговых агентств), короткого срока обращения и доходности, обеспечивающей премию в 140–160 б.п. к долларовым евробондам ЕБРР.

Азербайджан. Наибольший интерес для инвестирования представляют бумаги финансового сектора. Из долларовых выпусков можно выделить эмиссии Муган Банка, банка «Баку», ЮниБанка и его дочерней компании UniLeasing. Муган Банк с капиталом в $70 млн и объемом активов в $500 млн входит в топ-15 банков страны, дважды (в 2007 г. и 2013 г.) выходил на NASDAQ OMX Riga с выпусками долларовых облигаций. В настоящее время в обращении находятся бумаги на $7 млн с погашением в 2016 г., а также банк планирует в 2015 г. повторный выход на рынок с трехлетним выпуском на $10–15 млн, ориентир по доходности составляет 11%.

В обращении сейчас находится выпуск банка «Баку» объемом $11 млн с погашением в следующем году и доходностью на вторичном рынке на уровне 14–15% годовых. ЮниБанк также входит в десятку крупнейших банков Азербайджана, находясь по размеру капитала ($180 млн) и объему активов ($1 млрд) на пятом и шестом месте соответственно. Дополнительным преимуществом является наличие двух сильных миноритарных акционеров в виде ЕБРР (доля в капитале — 15%) и немецкой инвестиционной корпорации DEG (доля в капитале — 8%). Выпуск валютных облигаций банка на $25 млн с погашением через год, купоном на уровне шестимесячного LIBOR + 8% и доходностью на вторичном рынке на уровне 13–14% выглядит привлекательно. Также интересен выпуск UniLeasing, совместного предприятия ЮниБанка (доля в капитале — 67%) и ЕБРР (доля в капитале — 33%), на сумму $6 млн со сроком обращения три года и фиксированной доходностью в 12% годовых. Из бумаг, выпущенных в национальной валюте, можно отметить два выпуска облигаций банка «Баку» на 20 млн манатов с погашением через 0,5–1,5 года и доходностью на вторичном рынке 12–14%, а также выпуск ЮниБанка на 20 млн манатов с погашением через три года и доходностью в 12,6–12,8% на вторичном рынке.

НА ВОСТОКЕ УКРАИНЫ ВОЕННО-ПОЛИТИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ СТАБИЛИЗИРУЕТСЯ, ОЖИДАЕТСЯ РОСТ ЭКОНОМИКИ В 2016 Г. (+2%), ПЛАНИРУЕТСЯ ВЫПУСК ЕВРОБОНДОВ НА $1–2 МЛРД