Дмитрий ГЛАДКОВ,
управляющий директор, глава группы финансирования, ИК «Ренессанс Капитал»

«Инвесторы по–прежнему ищут правильную комбинацию доходности и качественного риска»

Главный редактор Cbonds Review встретился с управляющим директором, главой группы финансирования ИК «Ренессанс Капитал» Дмитрием Гладковым и поговорил с ним о том, есть ли у евробондового рынка шансы повторить результаты 2017 года, будут ли в паплайне у инвестбанков новые имена, сохранится ли на рынке аппетит к инструментам в локальных валютах, какие ставки делает «Ренессанс Капитал» на африканский бизнес по сравнению с российским и почему объявление новых санкций вряд ли будет иметь глобальные последствия для российских заемщиков.

— Каковы для вас главные итоги 2017 года на рынках капитала? Какие ключевые тенденции лучше всего характеризуют ситуацию, которую мы наблюдали в российских евробондах в 2017 году?

— Пожалуй, главный итог 2017 года — рост активности эмитентов на рынках капитала. Не без гордости отмечу, что «Ренессанс Капитал» сыграл в этом не последнюю роль: мы активно участвовали в организации сделок и способствовали выводу новых имен на рынок.

Однозначно активность эмитентов из России и второго ключевого для нас региона — Африки вернулась на пики, которые мы наблюдали много лет назад. «Ренессанс Капитал» провел более 20 евробондовых сделок в 2017 году.

Причем рост количества размещений новых инструментов и новых имен проходил на фоне существенного улучшения кредитного качества многих эмитентов. И это положительно сказалось на динамике повышения кредитных рейтингов российских региональных компаний. Например, в металлургическом секторе многие компании в результате укрепления своих балансов и усиления бизнес-показателей смогли улучшить рейтинги от международных рейтинговых агентств, многие даже не один раз в течение года. Это то, что подпитывало интерес инвесторов к эмитентам на протяжении всего 2017-го. Честно говоря, юрисдикций, в которых имела место подобная положительная динамика, на развивающихся рынках не так много. Так

что Россия и СНГ в этом плане выгодно отличались от других рынков EM.

Еще один главный итог года — позитивный и конструктивный рынок, без которого такое количество сделок было бы невозможно. Все еще низкие американские ставки, рекордно низкие европейские ставки — эти факторы стимулировали инвесторов к активному участию в сделках с суверенными, квазисуверенными и корпоративными бумагами.

Все ключевые факторы сошлись в прошлом году: качество рынка, интерес инвесторов к новым выпускам, интерес эмитентов к исполнению новых сделок по целому ряду причин, многообразие сделок, новизна инструментов и географии.

— Приведете примеры?

— Одной из тем 2017 года был рост активности эмитентов из СНГ на международных рынках. И мы эту тему очень хорошо помогли эмитентам и инвесторам раскрыть. Хороший пример — Казахстанские железные дороги (КТЖ). В предыдущие годы основной валютой заимствований для компании был доллар. Ослабление курса тенге за последние пару лет привело к тому, что у КТЖ очень сильно вырос долг в национальной валюте. В том числе по этой причине менеджмент компании совершенно справедливо начал рассматривать для нового выпуска рубли. Такая сделка могла бы стать некой промежуточной стадией для компании между заимствованиями в долларах и выпусками в собственной валюте. Рубль по существу является наиболее близкой к тенге валютой. Так что макроэкономическая подоплека этой истории вполне понятна.

Локальным инвесторам, как оказалось, эта идея тоже очень понравилась: они увидели нового качественного заемщика, по сути blue cheap, на внутреннем рынке. Конечно, спрос был очень значительным. Такие истории способствуют диверсификации внутреннего рынка, это новые страновые и корпоративные лимиты, которые до этого были не открыты или не заполнены.

И пример КТЖ не единичен. В середине года мы работали над сделкой для Банка Грузии. Это было качественно новое размещение. Разумеется, Банк Грузии — хорошо известный заемщик, который ранее уже выпускал долларовые бонды. Но мы помогли эмитенту выйти на рынок с совершенно новым инструментом — еврооблигациями, номинированными в лари. В этом смысле тема локальных валют вообще стала одним из трендов 2017 года.

— Этому в немалой степени способствовал благоприятный макрофон, согласны?

— Разумеется, такие сделки происходят не случайно, для этого нужна определенная макроэкономическая конъюнктура. Для того же Банка Грузии лари является естественной валютой для займов, потому что большой объем корпоративных и частных кредитов, выданных фининститутом, номинирован в лари. Но интерес к лари как к валюте инвестиций в предыдущие годы был не настолько явно выражен. Лари коррелирует с целым рядом региональных валют, в том числе с рублем и турецкой лирой. Подобно рублю и турецкой лире лари пережил определенное ослабление, при этом валюта стала более интересной с этой точки зрения. Этот макроинтерес удачным образом совпал с потребностью эмитента провести международный заем в родной валюте. Кстати, IFC назвала выпуск Банка Грузии лучшей международной сделкой на рынке облигаций в локальной валюте в 2017 году.

Для нас это тоже был интересный и успешный опыт: с одной стороны, мы провели действительно нужную эмитенту сделку, которая имела абсолютный смысл. С другой стороны, мы смогли предложить инвесторам интересный инструмент и увидели очень значительный спрос.

— Означает ли успех КТЖ, например, что в 2018 году мы с большой вероятностью увидим новые истории из этой серии?

— Этот вопрос мне задают часто. На наш взгляд, предпосылки для новых размещений довольно весомые. Размещение КТЖ показало, что с точки зрения инструментария и спроса локальный рынок может предложить интересные возможности. Мы глубоко убеждены, что есть целый ряд имен среди качественных региональных игроков из СНГ, будь то Казахстан или другие юрисдикции, которые в данный момент серьезно анализируют возможности выхода на локальный рынок со своими облигациями. Пока я не готов анонсировать публично конкретные сделки. Мы на этапе переговоров с потенциальными заемщиками. Это должна быть комбинация качественного и знакомого риска для локальных инвесторов — продать какие-то экзотические истории будет, наверное, сложно. Будем следить за развитием рынка, регулятивным полем.

— Тренд, связанный с ростом размещений евробондовых выпусков в локальных валютах, сохранится в 2018 году?

— Объективно набор локальных валют довольно ограничен. Но сделки с использованием новых инструментов мы однозначно увидим. В 2017 году мы уже видели продолжение тенденции евробондовых размещений в рублях. В конце года прошла международная сделка из Казахстана в тенге. Ряд африканских заемщиков, включая Министерство финансов Нигерии, тоже успешно реализовывали проекты по размещению в локальных валютах.

Во-первых, выпуски в локальных валютах очень интересны самим эмитентам, так как позволяют заемщикам снижать валютные риски благодаря фондированию в родной валюте. В то же время это остается интересным направлением для вложений инвесторов. Целый ряд крупных международных фондов создают внутри себя специализированные направления, которые занимаются исключительно локальным долгом. Причем речь не просто про участие в госбумагах на локальных рынках, это достаточно сформированный сегмент. Я говорю именно про корпоративный, банковский долг. Я думаю, что это будет способствовать активной динамике на рынках локальных валют в международном разрезе.

Правда, стоит отметить, что круг эмитентов, которые размещаются в локальных валютах, остается довольно узким. Это 2–3 имени из каждой конкретной юрисдикции. По определению это не оставляет места для большого роста.

— Последние пару лет основным трендом развития рынка является размещение преимущественно крупных займов крупных эмитентов. Как вы считаете, этот тренд сохранится? Или вы не исключаете изменения структуры заемщиков за счет более активного участия новых имен?

— Кстати, 2017 год в этом смысле уже стал исключением. И речь не только о российском рынке. Нам было интересно наблюдать за тем, как на рынок вышло большое количество новых имен. К примеру, размещение белорусского корпоративного эмитента — компании «Евроторг» стало настоящим событием. Как правило, на рынке существует некая иерархия: сначала инвесторы фокусируются на размещение суверена, затем квазисуверенных заемщиков и только потом заходят в бумаги частных компаний. Здесь ситуация была совершенно иная. Белоруссия в 2017 году успешно разместила выпуск евробондов, но за ней последовал не квазисуверен, а частная компания, успешно получившая рейтинги на уровне суверенных. Неудивительно, что инвесторы восприняли эту историю очень позитивно. Мы провели большое road show совместно с менеджментом «Евроторга» и увидели большой спрос из Соединенных Штатов, Континентальной Европы и Великобритании. Но интересно и то, что маркетирование выпуска достаточно активно проходило также в Москве, что привело к большому спросу из России.

По уровню переподписки, по качеству книги и по объему в целом сделка была исключительно успешной, особенно с учетом того, что это была дебютная история для рынка. Выпуск «Евроторга» — пример того, что инвесторы в этом году активно смотрели на новые инструменты, новые биографии и новые имена.

— Все ищут доходности…

— Я бы сформулировал несколько иначе: все хотят найти правильную комбинацию доходности и качественного риска. Существует определенное убеждение, что при нынешней структуре низких процентных ставок на рынке инвесторы готовы скупать все подряд в поисках доходностей. Я в это не особо верю. На мой взгляд, инвесторы по-прежнему хотят видеть качественные истории. Выпуск «Евроторга» — это как раз интересная, качественная история, где есть состоявшийся бизнес, компетентный и харизматический менеджмент. Собственно говоря, все факторы сошлись. В каком-то смысле это был, что называется, «совершенный дебют».

Я бы не сказал, что сейчас открыта дорога на рынок для компаний, которые не обладают сильной кредитной историей. Для успешной сделки по-прежнему нужно много условий. В 2017 году, к примеру, мы также вели сделку по размещению Промышленно-металлургического холдинга (ПАО «Кокс»)». Эмитент вернулся на рынок с самым крупным евробондовым выпуском в своей истории — на $500 млн. Мы провели очень подробное road show, обеспечили сильную поддержку со стороны аналитики. Здесь инвесторы тоже увидели историю, которую искали: это и рост в сфере продаж, и усиление баланса компании путем снижения долга, и положительная рейтинговая динамика.

> ПАЙПЛАЙН СДЕЛОК ДОСТАТОЧНО ПЛОТНЫЙ, И ЭТО ПОЛОЖИТЕЛЬНО ВЫДЕЛЯЕТ НАЧАЛО 2018 ГОДА НА ФОНЕ ПРЕДЫДУЩИХ ЛЕТ

Такие примеры, на мой взгляд, хорошо показывают, что погоня за доходностью не всегда является главной мотивацией для инвесторов.

— Что будет их мотивировать в 2018 году? Насколько я понимаю, сейчас главный вопрос для всех — долго ли продлится ситуация эйфории на рынках капитала…

— Я думаю, тенденция усиления кредитного качества целого ряда корпоратов и финансовых институтов продолжится и будет довольно устойчивой. Поэтому я бы не ожидал в этом контексте каких-то негативных изменений. Это очень важно. Инвесторы в начале года вернулись к активному поиску качественных историй. Естественно, макрориски никто не отменял. Но на этом фоне качество эмитентов и правильный выбор инструментов будут иметь особое значение. В более волатильной среде правильность выбора валют и качество имен приобретают ключевую роль. Здесь совсем не будет места погоне за доходностью в чистом виде.

— Если говорить о ваших ожиданиях от первичного рынка, какие основные риски вы закладываете для своего бизнеса в 2018 году?

— Я бы сначала отметил положительные моменты. С этой точки зрения 2017 год закрылся на высокой ноте. Большинство сделок, включая выпуски российских, африканских, ближневосточных эмитентов, торгуются выше номинала. Инвесторы ушли на каникулы с ощущением увеличения стоимости вложений и заработанных денег.

Мы ожидаем, что начало года будет очень конструктивным. Наши ценовые ориентиры остаются достаточно агрессивными, даже лучше, чем в начале 2017 года. Если некоторым эмитентам и придется платить определенные премии в силу ряда рыночных рисков, то это по-прежнему будут конструктивные уровни, сравнимые с началом 2017 года. Это позволяет нам ожидать дальнейшего притока средств в развивающиеся рынки или как минимум стабильного присутствия инвесторов и фондов под управлением на emerging markets.

Поэтому, согласно нашим прогнозам, первый квартал будет положительным для рынка. Мы ждем высокой активности от заемщиков. Пайплайн сделок достаточно плотный, и это положительно выделяет начало 2018 года на фоне предыдущих лет.

Теперь о рисках. Самый предсказуемый риск — повышение американских ставок, это уже реальность, в которой мы живем. Есть ощущение, что пока у участников рынка нет понимания, насколько это его замедлит, но однозначно этот фактор окажет влияние на весь сектор emerging markets.

Главный вопрос, касающийся перспектив российских выпусков, — возможное расширение санкционного списка. Новые санкции, естественно, негативно затронут некоторых эмитентов. Но глобального эффекта на общую активность заемщиков из России я бы

не прогнозировал. Как мы увидели, для целого ряда заемщиков последние два года были пиковыми с точки зрения объема заимствований или качества ставок, качества инвесторских книг. Поэтому я надеюсь, что масштабных последствий ожидаемые санкции для российских компаний иметь не будут.

В корпоративном секторе сильных рисков я не вижу. Мы с вами уже говорили о том, что, по мнению рынка, рейтинговых агентств, кредитное качество эмитентов продолжает улучшаться, многие компании продолжают активную кампанию по рефинансированию долга, удлиняют обязательства, снижая риски рефинансирования. Если бы ситуация у самих заемщиков была иной, нам было бы сложно планировать большое количество сделок.

— Как чувствует себя сейчас ваш африканский бизнес?

— В африканских юрисдикциях темы и тенденции примерно те же, что и в России. В прошлом году мы увидели возвращение целого ряда нигерийских банков на рынки международного капитала. Это имена, которые во многом были знакомы инвесторам по предыдущим сделкам, но некоторые из заемщиков отсутствовали на рынках около 4–5 лет. Во всех случаях были, с одной стороны, определенные предпосылки роста балансов и интерес к фондированию со стороны заемщиков. С другой стороны, мы наблюдали снижение волатильности в некоторых юрисдикциях. В результате инвесторы стали активнее инвестировать в этот регион. Вы знаете, что мы открыли дополнительный офис в Каире в 2017 году. Это отражает не только нашу бизнес-модель, но и сферу интересов наших инвесторов. Например, тот же Египет вернулся на орбиту интересов широкого круга инвесторов в последние несколько лет. Поэтому наше присутствие там оправдано не только возможностями и интересом самих эмитентов в Египте, но и общим спросом международных инвесторов на этот регион.

— Однако, судя по количеству сделок, сегодня основной фокус вы делаете все же на российский рынок?

— Объективно в 2017 году из России действительно было больше сделок. Но с точки зрения инфраструктуры, аналитики оба рынка — и российский, и африканский — для нас имеют принципиальное значение. Мы — один из немногих глобальных инвестбанков, которые сфокусированы на такой комбинации. И нам это очень нравится. Международный рынок развивается в этом направлении: есть большая категория инвесторов, которая инвестирует в выпуски облигаций, в акции компаний целого ряда юрисдикций. Их интерес к широте географии предложения очевиден.

Бизнес-модель «Ренессанс Капитала» во многом основана на идее перекрестных потоков между инвесторами, которые вкладывают в развивающиеся рынки, будь то Африка или Россия, и между эмитентами, которые хотят присутствовать на перекрестных рынках. У нас есть целый ряд южноафриканских инвесторов, которые давно и активно следят и инвестируют в акции и облигации эмитентов из России и СНГ. При этом ряд инвесторов из России с интересом покупают отдельные истории в Африке. Может быть, в несколько меньших объемах. Но это ведь во многом вопрос понимания ситуации на рынке, рисков и эмитентов. Здесь мы как раз ведем своеобразную просветительскую работу. Африканский рынок показал достаточно хороший performance в 2017 году. А когда есть хороший performance, инвесторы очень активно за ним следуют, и российские инвесторы здесь не исключение.

— Каковы приоритеты «Ренессанс Капитала» на рынках долгового капитала в 2018 году? На каких направлениях вы планируете сосредоточиться, где видите наибольший профит и возможности?

— Евробондовый рынок однозначно остается приоритетом для нас. Он был хорошей точкой роста для нашего бизнеса в 2017 году. Поэтому мы ожидаем, что эта ситуация сохранится и в ближайшие 10 месяцев. Здесь у «Ренессанс Капитала» достаточно уникальная структура с точки зрения ключевых рынков. Это влияет на круг инвесторов, с которыми у нас строятся отношения, на наши возможности по исполнению сделок, консультированию эмитентов. Уникальность платформы ведет к уникальности предложения, которое мы делаем нашим клиентам. Поэтому евробондовый бизнес мы продолжим активно развивать. У нас есть существенный пайплайн сделок, над которыми мы в данный момент работаем. Есть целый набор имен, которые мы планируем выводить на рынок: это компании из России, СНГ, Африки и Ближнего Востока.

С другой стороны, рублевый рынок тоже был для нас очень важным в 2017 году. Мы закрыли целый ряд успешных сделок на локальном рынке. Этот бизнес остается для нас значимым, и мы хотели бы продолжать работу в этом направлении. Думаю, есть все основания ожидать, что у нас будут интересные локальные сделки в 2018 году.

— Но конкурировать полноценно с ведущими игроками на локальном рынке вы не планируете?

— Мы планируем максимально конкурировать с другими игроками. Но при этом мы всегда фокусировались в первую очередь на рыночных историях, новых именах. Модель бизнеса «Ренессанс Капитала» — это рыночные размещения с максимизацией роли сторонних инвесторов в процессе размещений. Есть большое количество сделок на российском рынке, которые можно квалифицировать как своего рода private placement среди очень ограниченного круга игроков. Наверное, справедливо сказать, что это не наш приоритет, здесь мы, как правило, действуем ситуационно.

— В конце прошлого года Минфин объявил, что планирует выпустить новые евробонды для возвращения капиталов в Россию. Вам интересно было бы поучаствовать в подобной сделке в качестве организатора размещения?

— На уровне идеи этот проект очень интересный, здравый и вполне жизнеспособный. Насколько я знаю, пока Министерство озвучило свои планы в очень общем виде. Чтобы оценить интерес к планируемой сделке, рынок должен получить больше информации. Вопрос структурирования — это та стадия, которую самому Минфину еще предстоит подробно пройти.

Мы, со своей стороны, остаемся заинтересованными в любой форме сотрудничества. Будем ждать уточнения планов от Минфина.

Беседовала
Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА