

Инвестиционная идея по еврооблигациям OCINCC 6.65'31

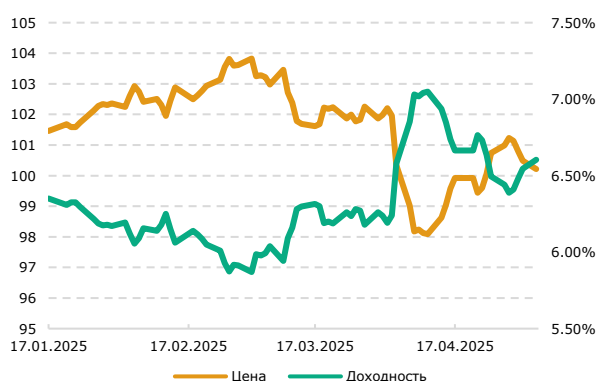
16 мая 2025 г.

Доре Анна
a.dore@halykfinance.kz

Основные сведения	
Компания	Blue Owl Credit Income Corp.
Тикер еврооблигаций	OCINCC
Страна риска	США
Сектор	Финансовый
Кредитные рейтинги (M/S/F)	NR / BBB- St/ BBB- St
Рекомендация	Покупать на 2 года
Целевая доходность за период	7.0%
Выпуск	OCINCC 6.65'31
ISIN	US69120VAZ40
Рынок	Global
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	6.65%
Доходность к погашению	6.52%
Доходность к худшему	6.52%
G-Spread	239 бп
Текущая цена	100.62%
Дата погашения	15.03.2031
Объем в обращении	\$747 млн
Минимальный лот	\$2 тыс.

Финансовые показатели, \$ млн	2022	2023	2024
Инвестиционные доходы, в том числе:	670	1550	2 565
Процентные доходы	614	1489	2 438
Дивидендные доходы	41	46	96
Чистая прибыль	347	819	1 355
Активы	11 036	17 256	28 064
Кредиты выданные	9 803	15 218	24 873
Обязательства	5 787	8 364	13 542
Капитал	5 250	8 893	14 522
Лeverидж (D/E) (макс. 2)	1.04	0.88	0.87
Уровень покрытия активов (A/D) (мин. 150%)	195.8%	213.6%	214.5%

Рисунок 1. Динамика доходности и цены



Источник: Bloomberg

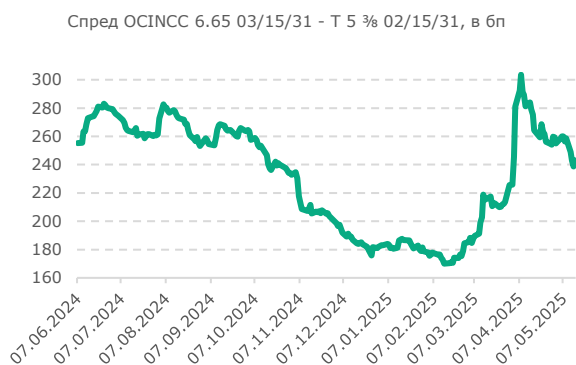
Инвестиционный тезис

Представляем вашему вниманию еврооблигации крупного фонда прямого кредитования из США — Blue Owl Credit Income Corp., с погашением в 2031 году. Облигации в настоящее время торгуются с доходностью к погашению 6.46%-6.57% годовых, что подразумевает премию в 20-30 базисных пунктов к аналогичным облигационным выпускам (OBDC 5.95'29, BCRED 6'32). Фонд имеет диверсифицированный, высококачественный портфель, состоящий преимущественно из старших обеспеченных кредитов (90% портфеля), напрямую предоставляемых компаниям middle и upper-middle сегмента рынка в США. Инвестиции компании диверсифицированы по нециклическим, устойчивым к рецессии секторам, менее чувствительным к изменениям спроса. На фоне роста неопределенности в США и возросших рисков рецессии, доходности компаний прямого кредитования возросли и данный выпуск предлагает, на наш взгляд, хорошее соотношение риска/доходности. Мы ожидаем, что кредитные показатели компании будут поддерживаться благодаря концентрации на инвестициях в старшие обеспеченные кредиты и высокой диверсификации портфеля. **Мы иницируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску OCINCC 6.65'31 с ожидаемой доходностью за время удержания 7.0% годовых.**

О компании

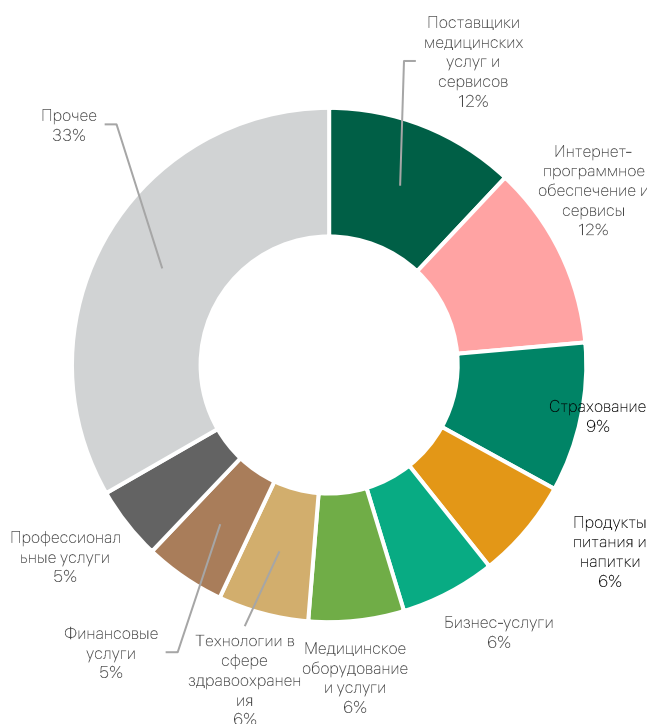
Blue Owl Credit Income Corp. (далее – «OCIC», «Blue Owl», «компания») – фонд прямого кредитования, компания сосредоточена на предоставлении займов и осуществлении долговых (95% на 31.12.24 г.) и долевыми инвестициями (5% на 31.12.24 г.) в компании среднего сегмента рынка США. Имеет диверсифицированный, высококачественный портфель, состоящий преимущественно из старших обеспеченных кредитов (first lien, senior secured – 90% кредитного портфеля на 31.12.24 г.), напрямую предоставляемых компаниям middle и upper-middle сегмента рынка в США (компании с EBITDA от \$10 до \$250 млн и выручкой от \$50 млн до \$2.5 млрд), с низким коэффициентом отношения суммы займа к стоимости активов (loan-to-value) в 39%. Инвестиции компании диверсифицированы по нециклическим, устойчивым к рецессии секторам (подробнее см. рис. 3). По состоянию на 31.12.2024 г.

Рисунок 2. Динамика кредитного спреда по выпуску



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Структура кредитного портфеля по отраслям, %



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

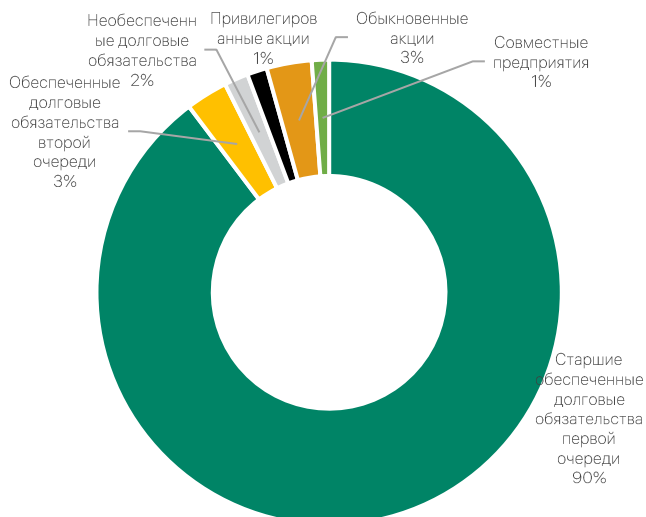
кредитный портфель распределён между 31 отраслью. Крупнейшей отраслью были поставщики медицинских услуг, на долю которых приходилось 12.0% портфеля. На конец 2024 г. общие активы Blue Owl Credit Income составили \$28.1 млрд, инвестиции (по справедливой стоимости) составили \$26.4 млрд, чистые активы – \$14.5 млрд.

Компания является дочерней компанией группы Blue Owl Capital Inc. (BBB+ St) — американской компании по управлению альтернативными инвестиционными активами, которая включает 3 направления: Credit (Кредитование) (активы под управлением (далее – «AUM») - \$136 млрд), GP Strategic Capital (AUM \$66 млрд) (предоставляет финансирование хедж-фондам и компаниям прямых инвестиций (private equity) путём приобретения миноритарных долей в них), Real Assets (Реальные активы) (AUM \$49 млрд). Общий AUM группы \$251 млрд, рыночная капитализация материнской компании на май 2025 г. составляет \$27.3 млрд. Численность персонала группы Blue Owl Capital Inc. насчитывает 1.1 тыс. человек. Штаб-квартира расположена в Нью-Йорке. Стратегия прямого кредитования осуществляется в рамках платформы группы Blue Owl Credit, включающей несколько стратегий, таких как прямое кредитование, альтернативное кредитование, инвестиции в облигации (с инвестиционным рейтингом), ликвидный кредит и другие направления, и осуществляется через инвестиционных советников Blue Owl Credit Advisers. совокупный объём активов, под управлением (AUM) которых составляет \$135.7 млрд. Blue Owl Credit входит в Топ-3 крупных фондов прямого кредитования в США по NAV после Blackstone Private Credit Fund и Cliffwater Corporate Lending Fund.

Blue Owl Credit Income Corp. зарегистрирована как непубличная компания по развитию бизнеса (non-traded BDC, business development company¹) в 2020 г. BDC компании предоставляют финансирование частным компаниям, чаще всего в форме обеспеченных займов или долевого участия. Такие компании обязаны инвестировать не менее 70% активов в малые и средние предприятия США и выплачивать акционерам не менее 90% прибыли. В 2020 г., 2022 г., и 2024 г. компания запустила серию публичных размещений и размещений акций в частном порядке, где в общей сложности был привлечен капитал в размере \$15.2 млрд. Поскольку компания непубличная, она проводит ежеквартальные тендеры, программы обратного выкупа акций. Долговая нагрузка законодательно ограничена Комиссией по

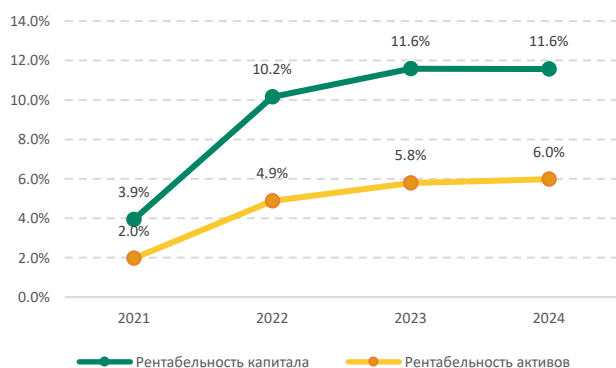
¹ Компании по развитию бизнеса (BDC — Business Development Companies) — это инвестиционные структуры, созданные Конгрессом США в рамках Закона об инвестиционных компаниях 1940 года, с важными поправками, внесёнными в 1980 году для стимулирования финансирования малого и среднего бизнеса в США.

Рисунок 4. Структура инвестиционного портфеля, %



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

Рисунок 5. Рентабельность капитала и активов, %



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

ценным бумагам и биржам США (SEC) на уровне 2:1 (D/E).

О выпуске

Выпуск OCINCC 6.65'31 является старшим необеспеченным долговым обязательством Blue Owl Credit Income Corp. Облигационный выпуск имеет провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: в любое время до 15 января 2031 года эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене, равной большому из: (1) 100% от номинала или (2) суммы приведённой стоимости всех будущих платежей (ставка дисконтирования рассчитывается следующим образом: доходность казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 45 бп, используя конвенцию подсчёта дней 30/360). Если компания воспользуется данной провизией, то она будет вынуждена выкупить выпуск по цене сильно выше от номинала. Однако мы оцениваем вероятность вышеописанного сценария как очень низкую. Также выпуск имеет встроенный колл-опцион, который начинает действовать с 15 января 2031 года и даёт компании право выкупить данный выпуск по цене 100% от номинала.

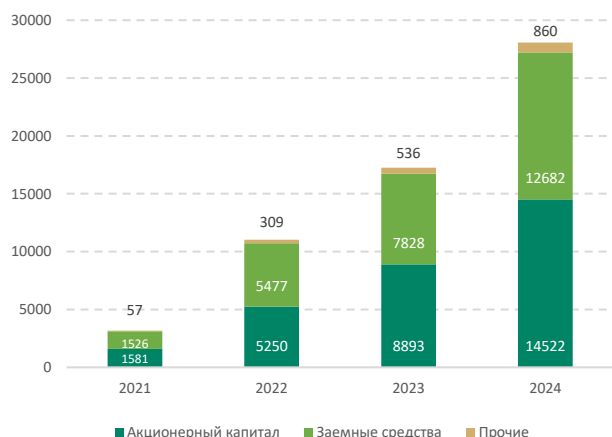
Качественный кредитный портфель, устойчивый к рецессии

По состоянию на конец 2024 г. OCIC инвестировала в 339 портфельных компаний с общей справедливой стоимостью портфеля \$26.4 млрд. По состоянию на конец 2024 г. кредитный портфель состоял из 89.7% старших обеспеченных долговых займов с приоритетом первой очереди (first-lien, senior secured) (полный состав инвестиционного портфеля см. на рис. 4). Несмотря на то, что существует риск роста просрочек на фоне неблагоприятной макроэкономической ситуации, мы ожидаем, что кредитные показатели OCIC будут поддерживаться благодаря концентрации на инвестициях в старшие обеспеченные кредиты и высокой диверсификации портфеля по нециклическим, устойчивым к рецессии секторам (см. рис. 3). Кредитное качество портфеля остается стабильным. На конец 2024 г. доля не приносящих доход (non-accrual²) выданных займов OCIC составляла 0.2% кредитного портфеля (по амортизированной стоимости). Чистые реализованные убытки OCIC составили 0.1% от среднего объема портфеля по справедливой стоимости за 2024 г. Доля так называемых PIK³ («Payment-in-kind») займов в кредитном портфеле составляет 7.75% на конец 2024 г.

² Займы, как правило, переводятся в статус не приносящих доход (non-accrual), когда возникают обоснованные сомнения в том, что основная сумма или проценты будут полностью взысканы.

³ Проценты, выплачиваемые в виде дополнительных обязательств (Paid-in-kind, PIK) — это форма неденежной выплаты процентов, при которой заемщик не выплачивает проценты наличными, а вместо этого начисляет их к основной сумме долга или выдает дополнительные ценные бумаги кредитору.

Рисунок 6. Структура капитала и обязательств, \$млн



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

(средний показатель по BDC компаниям составляет 15.2% по данным JPMorgan).

Компания также применяет систему инвестиционного рейтинга для классификации инвестиций и присваивает всем инвестициям кредитный рейтинг по шкале от 1 до 5⁴ для отражения уровня риска инвестиции по сравнению с ее первоначальной стоимостью. Инвестиции с рейтингом 3-5 - присваивается заемщикам, риск по займу, которым существенно увеличился, составляют 4.5% портфеля на конец 2024 г.

Заемщики в портфеле имеют средневзвешенный показатель EBITDA в размере \$263 млн, при этом целевой диапазон по EBITDA составляет от \$10 до \$250 млн и, по нашему мнению, такой масштаб выше среднего способствует устойчивости заемщиков и их способности адаптироваться к различным экономическим сценариям.

Средневзвешенная доходность портфеля составила 9.9% в 2024 г. (11.4% в 2023 г.) Средневзвешенный кредитный спред по всем долговым инвестициям составил 5.2% (в качестве бенчмарка, как правило, используется SOFR) (5.9% в 2023 г.) Чистая процентная маржа (NIM) при этом остается на стабильном уровне 8.2% по результатам 2024 г. (8.1% в 2023 г.). Прогнозируется снижение процентной маржи в 2025 г. в связи с ожидаемым снижением ставок и сужением кредитных спредов, таким образом, процентная маржа будет испытывать понижающее давление, но по мере рефинансирования фондирования по более низким процентным ставкам, в долгосрочной перспективе NIM будет нормализовываться. Также ожидаемое снижение ставок ФРС должно позитивно отражаться на компании как результат устойчивости качества кредитного портфеля и большей доступности кредита для клиентов и больших объемов бизнеса вследствие этого.

Рост операционных и финансовых показателей на фоне активного наращивания кредитного портфеля в 2024 г.

За 12 месяцев 2024 г. компания заработала \$1 355 млн, прибыль выросла на 65.4% по сравнению с прошлым годом в связи с ростом кредитного портфеля. Рентабельность капитала составила 11.6% (11.6% в 2023 г.). Чистая процентная маржа (NIM) остается на стабильном уровне 8.2% по результатам 2024 г. (8.1% в 2023 г.). Blue Owl активно наращивает кредитный портфель, который за 2024 г. вырос на 63.4% при сохранении высокой диверсификации портфеля. Основу

⁴ Инвестиции с рейтингом 2 подразумевают приемлемый уровень риска, сопоставимый с уровнем риска на момент выдачи займа. Заемщик, как правило, выполняет обязательства в соответствии с ожиданиями, а факторы риска нейтральны или благоприятны. Всем новым инвестициям в портфельные компании первоначально присваивается рейтинг 2. Инвестиции с рейтингом 1 сопряжены с наименьшим уровнем риска по отношению к первоначальной стоимости кредита. Рейтинг 3-5 присваивается заемщикам, риск по займу, которым существенно возрос в разной степени увеличения (от 3 до 5).

фондирования для соответствующего наращивания кредитного портфеля составили заемные средства (+62.0% г/г), и привлеченный на публичном и частном размещениях капитал (+63.3% г/г).

Процентные доходы выросли соответственно росту портфеля в 2024 г. – на 63.7% г/г до \$2 438 млн. При этом доля неденежных процентных доходов, так называемых PIK («Payment-in-kind⁵»), достаточно низкая и составляет 6.8% (9.1% в 2023 г.), соответственно доля денежных процентных доходов – 93.2%. Операционные расходы компании также выросли на 64.9% г/г до \$1 201 млн в результате масштабирования бизнеса, главным образом, за счет роста процентных расходов на 69.4%. Отношение операционных расходов к операционным доходам (CIR) составило 46.8% в 2024 г., данный показатель стабильно снижается с 2021 г. и отражает растущую операционную эффективность компании.

Компания обязана выплачивать акционерам не менее 90% прибыли. Коэффициент покрытия дивидендов чистыми инвестиционными доходами в 2024 г. составил 114.2% (118.0% в 2023 г.), за вычетом неденежного процентного дохода покрытие чуть ниже — 98.3%. Но стоит отметить, что по программе реинвестирования дивидендов было реинвестировано 42% объявленных дивидендов в 2024 г. (37% в 2023 г.).

Низкий уровень долговой нагрузки с достаточным буфером и запасом ликвидности

На конец 2024 г. объем валового долга составил \$12.7 млрд, а чистый долг находился на уровне \$11.7 млрд. Соотношение валового долга к капиталу OCIC составило 0.87x (эквивалентно уровню покрытия активов 215% при регуляторном минимуме 150%) на конец 2024 года, что обеспечивает достаточный запас по требованиям SEC к леввериджу (максимум 2.0x) с учетом возможной волатильности рыночной переоценки NAV и выкупов акций. Целевой диапазон леввериджа, поставленный менеджментом — от 0.90x до 1.25x. Ликвидность насчитывала около \$3.2 млрд, которая состояла из денежных средств и эквивалентов в размере \$1.0 млрд и открытых кредитных линий в размере \$2.2 млрд. Ликвидности достаточно для покрытия \$3.1 млрд кредитных обязательств перед портфельными компаниями (в том числе \$1.4 млрд по открытым кредитным линиям) и нескольких кварталов возможных выкупов акций. Средний объем выкупов акций составляет 1.5% от обыкновенных акций в квартал в 2024 г. (около \$234 млн по NAV на дату отчета). Тем не менее, максимальный объем выкупов акций составляет

⁵ Проценты, выплачиваемые в виде дополнительных обязательств (Paid-in-kind, PIK) — это форма неденежной выплаты процентов, при которой заемщик не выплачивает проценты наличными, а вместо этого начисляет их к основной сумме долга или выдает дополнительные ценные бумаги кредитору.

5% от общего количества обыкновенных акций в квартал (около \$789 млн по NAV на дату отчета). В условиях рыночного стресса это может оказать давление на ликвидность и леверидж, особенно в сочетании с переоценкой активов в сторону понижения и замедлением темпов привлечения капитала.

Рейтинговые агентства о Blue Owl Credit Income Corp.**Fitch**

Рейтинг BBB- (прогноз: «стабильный»). Fitch отмечает, что несмотря на ограниченную историю деятельности, OCIC выигрывает за счёт доступа к инвестиционным ресурсам Blue Owl Capital, стабильных показателей кредитоспособности, опытного менеджмента, ориентации на старшие обеспеченные кредиты, высокой диверсификации портфеля, выше среднего значения уровень покрытия активов, а также достаточной ликвидности. Прогноз по рейтингу — стабильный, что отражает ожидания Fitch в отношении сохранения инвестиционной стратегии, контроля за уровнем заёмных средств и достаточного буфера по покрытию активов.

S&P

Рейтинг BBB- (прогноз: «стабильный»). S&P отмечает адекватный леверидж OCIC, который находится в пределах целевого диапазона 0.9х–1.25х. Коэффициент покрытия активов значительно выше нормативного минимума в 150%. Качество активов остается стабильным, хотя S&P ожидает определенного давления на качество активов из-за высоких процентных ставок, поскольку заемщики продолжают испытывать давление на ликвидность. Стабильный прогноз отражает ожидания S&P, что компания сохранит стабильное качество активов и леверидж в диапазоне 0.9х–1.25х с достаточным запасом в следующие 12–24 месяца. S&P также ожидает, что OCIC будет поддерживать существенную подушку над нормативным уровнем покрытия активов в 150% и достаточную ликвидность для выполнения требований по выкупу акций в рамках своей программы обратного выкупа.

Риски:

- ухудшение качества кредитного портфеля в случае дальнейшей геополитической, экономической и финансовой нестабильности в США может привести к уменьшению собственного капитала и потребовать докапитализации для поддержания требований к уровню долговой нагрузки, что в стрессовых условиях может быть затруднительным.
- повышенные риски ликвидности при неблагоприятных рыночных условиях

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2021	2022	2023	2024
Инвестиционные доходы, в том числе:	65	670	1 550	2 565
Рост инвестиционных доходов (г/г)	93875.4%	933.6%	131.3%	65.5%
Процентные доходы	61	614	1 489	2 438
Рост процентных доходов (г/г)	101136.7%	911.0%	142.5%	63.7%
Дивидендные доходы	-	41	46	96
Рост дивидендных доходов (г/г)	0.0%	0.0%	14.4%	106.2%
Операционные расходы	33	323	729	1 201
Рост операционных расходов (г/г)	-	867.0%	125.4%	64.9%
Чистые инвестиционные доходы	31	347	821	1 364
Рост чистых инвестиционных доходов (г/г)	(4427.5%)	1004.3%	136.7%	66.0%
Чистая прибыль	31	347	819	1 355
Рост чистой прибыли (г/г)	(4426.0%)	1004.4%	136.2%	65.4%

Основные финансовые коэффициенты

Рентабельность капитала ТТМ	3.9%	10.2%	11.6%	11.6%
Рентабельность активов ТТМ	2.0%	4.9%	5.8%	6.0%
Чистая процентная маржа, % (NIM)	3.1%	6.5%	8.1%	8.2%
Отношение операционных расходов к операционным доходам (CIR)	51.5%	48.2%	47.0%	46.8%
Покрытие дивидендов, %	-	115.1%	118.0%	114.2%

Основные показатели отчета о финансовом положении

Активы	3 164	11 036	17 256	28 064
Рост общих активов (г/г)	13892.7%	248.8%	56.4%	62.6%
Кредиты выданные	2 992	9 803	15 218	24 873
Рост кредитов выданных (г/г)	21804.4%	227.7%	55.2%	63.4%
Доля проблемных кредитов, по которым не начисляются проценты	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%
Валовый долг	1 526	5 477	7 828	12 682
Рост валового долга (г/г)	15 158.1%	259.0%	42.9%	62.0%
Денежные ср-ва и эквиваленты	21	225	415	1 003
Чистый долг	1 504	5 252	7 413	11 679
Рост чистого долга (г/г)	81 348.4%	249.1%	41.1%	57.6%
Собственный капитал	1 581	5 250	8 893	14 522
Рост собственного капитала (г/г)	12779.7%	232.1%	69.4%	63.3%
D/E (макс. 2)	0.97	1.04	0.88	0.87
Уровень покрытия активов (A/D) (мин. 150%)	203.6%	195.8%	213.6%	214.5%

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:
Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance