

Ноябрь 2022 года

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК РОЗНИЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПОСЛЕ 24 ФЕВРАЛЯ

объемы, ставки, организаторы, рейтинги

АВТОРЫ:

Дмитрий Александров
aleksandrov@ivolgacap.com

Марк Савиченко
savichenko@ivolgacap.com

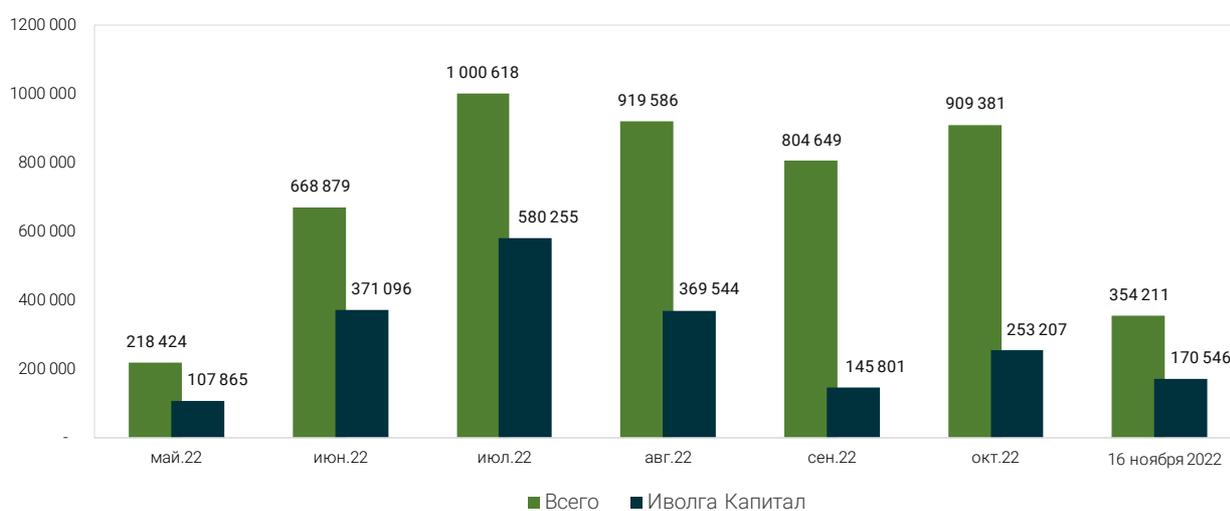
КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

- **Объемы новых размещений ВДО стабилизировались на уровне 750 – 1000 млн рублей в месяц.** По всей видимости, это минимум для рынка: даже старт частичной мобилизации, существенно повысивший доходности сегмента, не смог существенно снизить объемы размещений.
- Объем первичных размещений рынка ВДО после 24 февраля составил 4,5 млрд рублей, по итогам года объем рынка может быть около 12 млрд рублей. В 2021 году, согласно данным CBonds, объем размещений составил около 44 млрд рублей, то есть объем первичных размещений сократился в 3,6 раза.
- Премия сегмента к доходностям госбумаг (G-Spread) по состоянию на середину ноября составляет в среднем около 7 п.п. До старта СВО премия составляла менее 5 п.п. В среднем купон новых размещений составляет 17% годовых.
- **Самые пессимистичные оценки дефолтности сегмента не сбылись.** Рейтинговые агентства, в большинстве случаев, подтверждают рейтинги эмитентов в сегменте ВДО, при этом основные понижения произошли весной. Бизнес успешно адаптируется к экономической ситуации.
- Новые размещения, в основном, происходят в рейтинговом сегменте В – ВВ+. Размещений с рейтингами ВВВ– – ВВВ практически нет, но потенциал этой категории оцениваем как высокий.
- **В 2023 году мы ждем более низкую дефолтность, чем прогнозируют рейтинговые агентства,** мы не видим потенциала для 20 – 25 дефолтов. Вместе с этим, доходности ВДО покрывают риски сегмента, и при отсутствии новых форс-мажоров мы ждем рост объемов первичных размещений на 20 – 30%.
- **Мы видим возможность размещений ВДО в юанях.** Даже с учетом затрат на хеджирование рисков, стоимость привлечения в этой валюте дешевле, чем размещение в рублях. Но для экспортеров в Китай, имеющих «натуральный» хедж в виде валютной выручки, ставки на горизонте 6 – 9 месяцев являются беспрецедентно привлекательными из-за недостатка доходных инструментов, номинированных в китайской валюте.

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

После начала СВО 24 февраля, за 6 полных месяцев, с мая, когда рынок вновь был открыт, по октябрь включительно, сумма первичных размещений рынка ВДО составила 4,5 млрд рублей. Если сравнивать с результатами 2021 года – падение почти в 5 раз (за 12 месяцев прошлого года первичных размещений было на 40 – 42 млрд рублей). С одной стороны - разгромные показатели. С другой - рынок подает признаки жизни, постепенно адаптируясь к новым вызовам.

Объемы первичного рынка ВДО после 24 февраля

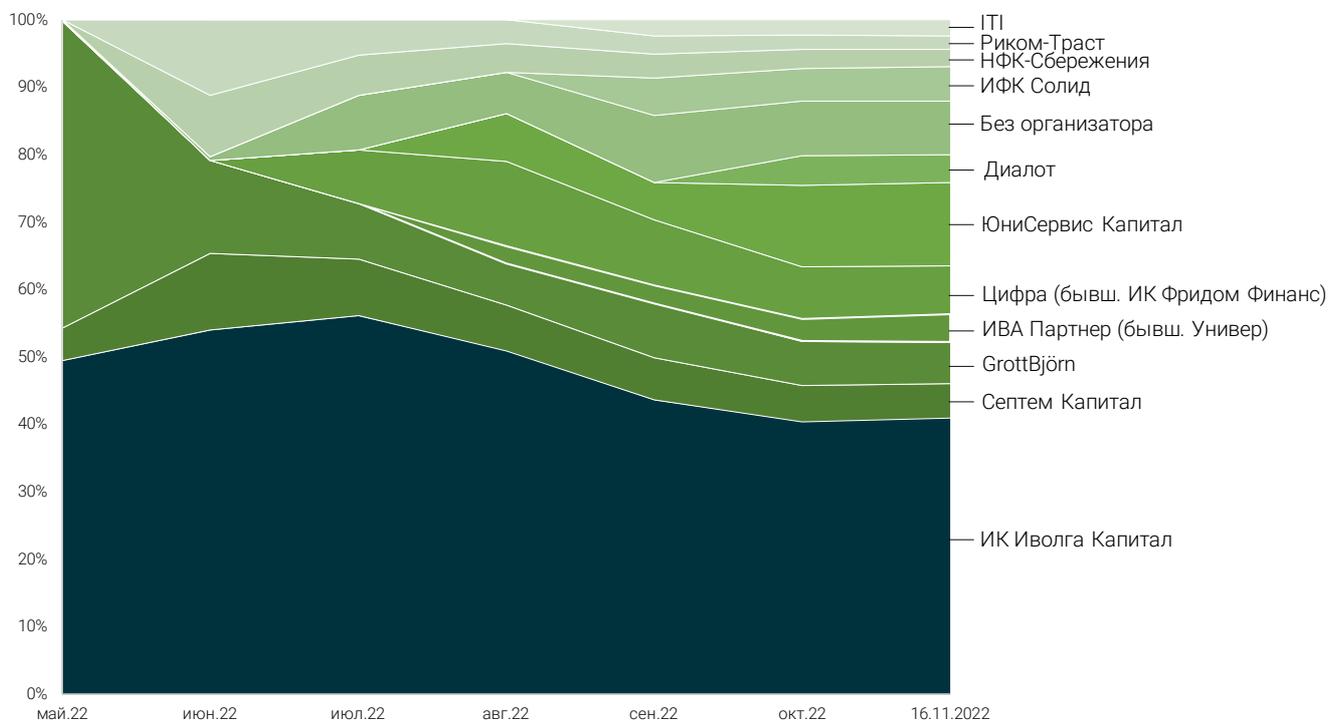


Источник: расчеты ИК «Иволга Капитал»

Отчасти неожиданно, что старт частичной мобилизации не оказал какого-то существенного влияния на объемы размещений, хотя в моменте у всего рынка были максимально (обоснованные) панические настроения, а ставки новых размещений улетели к 20+%. С учетом текущих темпов ноября, видимо, рынок стабилизировался вблизи 0,75 – 1 млрд рублей первичных размещений в месяц. На наш взгляд, это дно рынка: если даже столь серьезные новые вводные не приводят к обвалу, можно рассчитывать на рост объемов в моменты стабилизации. В отсутствии новых форс-мажоров можно спрогнозировать рост рынка первичных размещений в следующем году на 20 – 30%. Также мы ожидаем развития сегмента размещений в юанях. Первые выпуски могут произойти уже в декабре, они могут дать премию порядка 550 б.п. к наиболее надежным эмитентам «панда-бондов». Из-за недостатка предложения инструментов, номинированных в китайской валюте, образуется ниша для облигаций относительно небольших компаний с купонами 8 – 10%. В первую очередь, это интересно экспортерам в Китай, имеющим выручку в юанях, однако даже при необходимости хеджирования валютных рисков, стоимость привлечения остается более низкой, чем рублевые ставки для небольших компаний.

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

Доля организаторов на первичном рынке ВДО после 24 февраля 2022 года



Источник: расчеты ИК «Иволга Капитал»

Крупнейшим организатором в сегменте ВДО остается ИК «Иволга Капитал». По итогам 2021 года, согласно [рэнкингу Cbonds](#), тройка лидеров выглядела следующим образом:

Организатор	Объём, млн рублей	Доля рынка, %
1. ИК Иволга Капитал	8 025	18,1
2. УНИВЕР Капитал	4 519	10,19
3. ИК Фридом Финанс	4 030	9,09

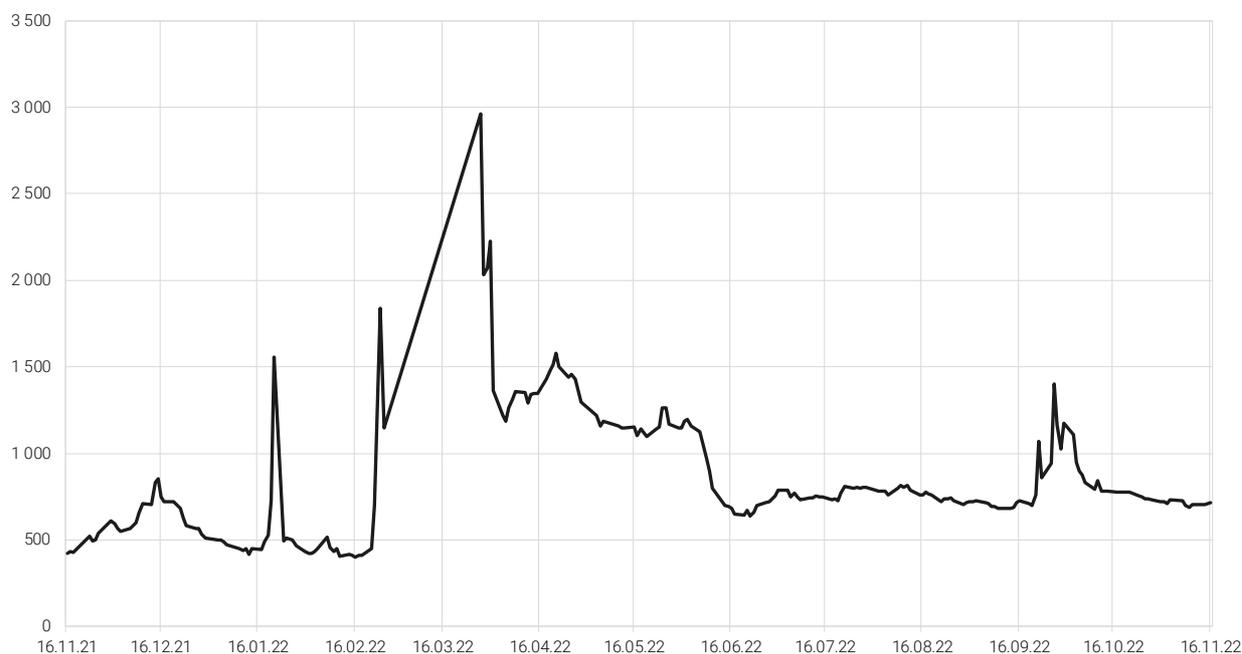
После старта СВО список лидеров существенно изменился. Согласно нашим данным за период с 24 февраля по 16 ноября 2022 года, результаты организаторов выглядят так :

Организатор	Объём, млн рублей	Доля рынка, %
1. ИК Иволга Капитал	2 000	41
2. ЮниСервис Капитал	600	12,3
3. Без организатора	380	8

Организаторы с трудом адаптируются к новым реалиям рынка. На первый план выходит наличие собственной базы инвесторов, готовых инвестировать в ВДО. Если ее нет, то факт наличия организатора не становится решающим, как показывает 3 место.

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

Cbonds-CBI RU High Yield G-Spread



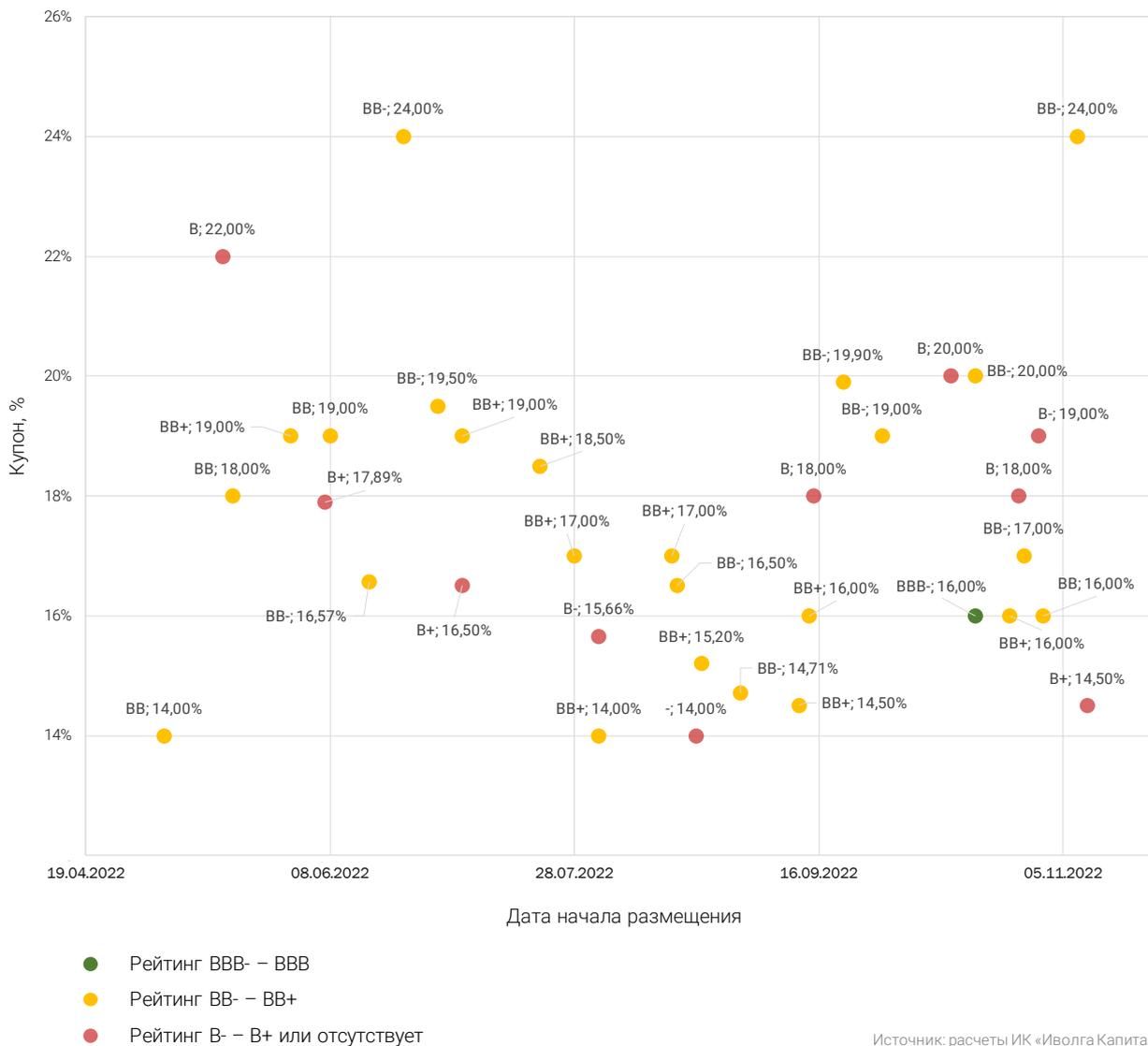
Источник: данные ИА CBonds

Доходности вторичного рынка ВДО можно оценить по индексу Cbonds-CBI RU High Yield G-Spread. Он отражает премию высокодоходных бумаг, собранных по методике ИА CBonds, к доходности ОФЗ соответствующей длины. Если в начале года эта премия составляла около 500 б.п., то к ноябрю она стабилизировалась на значении 700 б.п. Однако, это не означает, что премия ставок первичных размещений составляет около 7% к госбумагам. Данный индекс включает в себя широкий спектр бумаг, в том числе довольно крупный бизнес и рейтинговую категорию BBB- – BBB+, которая сейчас слабо представлена в первичных размещениях.

Главный вывод, который можно сделать из графика – инвесторы переоценили риски сегмента и требуют большего покрытия потенциальной дефолтности доходом, премия выросла на 40% или на 2 п.п.

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

Карта купонов первичных размещений



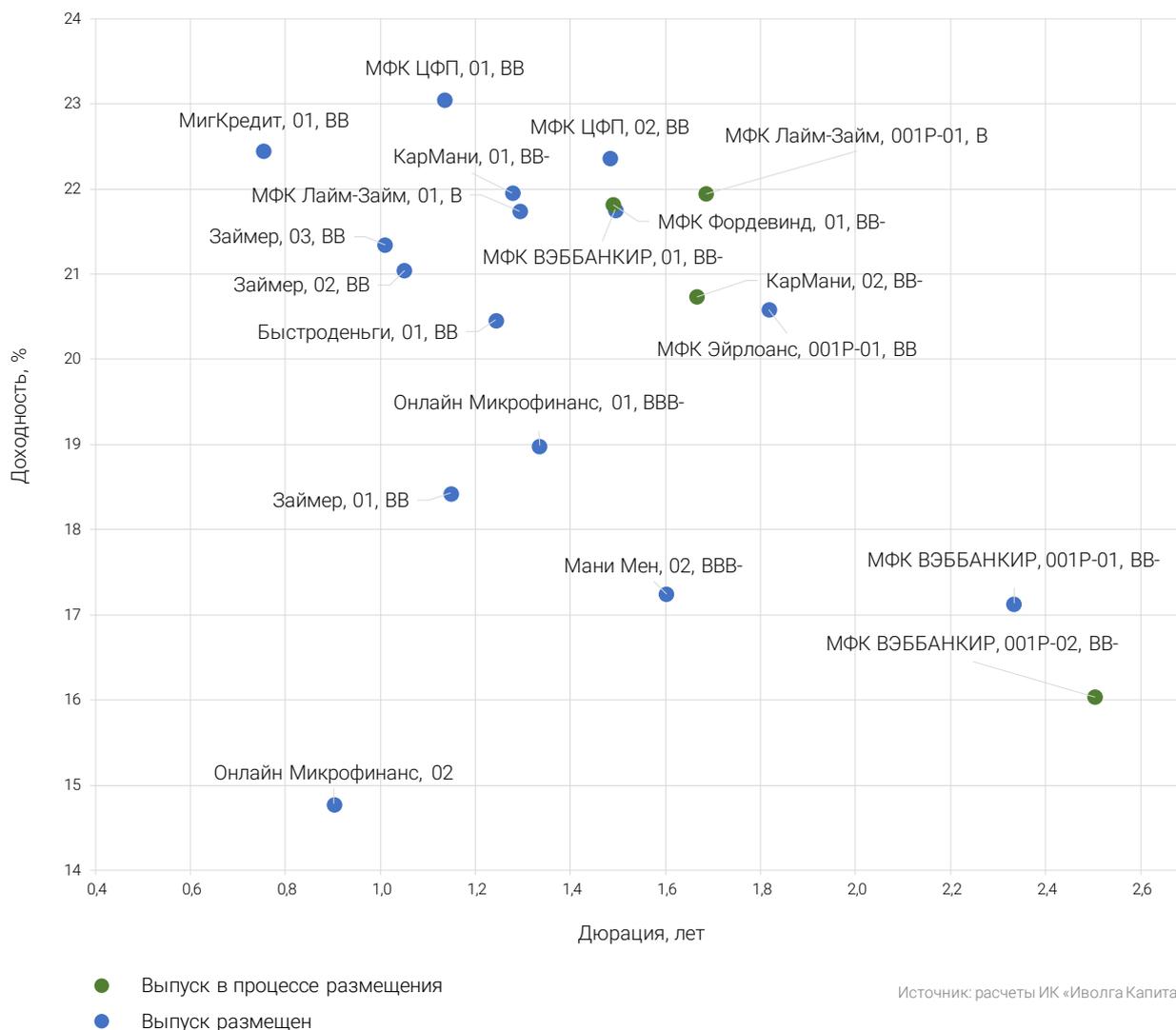
Средняя ставка купона первичных размещений после старта СВО составила 17,34%.

На графике отражены фактические старты размещений, однако 19 размещений все еще не завершены, так что данные ставки находятся не выше уровня толерантности инвесторов. С мая, когда после паузы начались первые размещения, ключевая ставка упала на 9,5 п.п.. При этом видно, что ставка привлечения оставалась примерно на одном уровне. Сохранилось и распределение рейтингов: в основном это категория BB. Такая ситуация скорее создает возможность для инвесторов, и мы ожидаем постепенного снижения ставок.

Размещения с купонами, превышающими 20% годовых, резко ускорили свои темпы в ноябре, и после их завершения спрос перейдет в более низкие купоны, что обеспечит постепенное удешевление денег в сегменте ВДО.

КАРТЫ РЫНКА ОТДЕЛЬНЫХ ОТРАСЛЕЙ

Карта рынка облигаций МФО

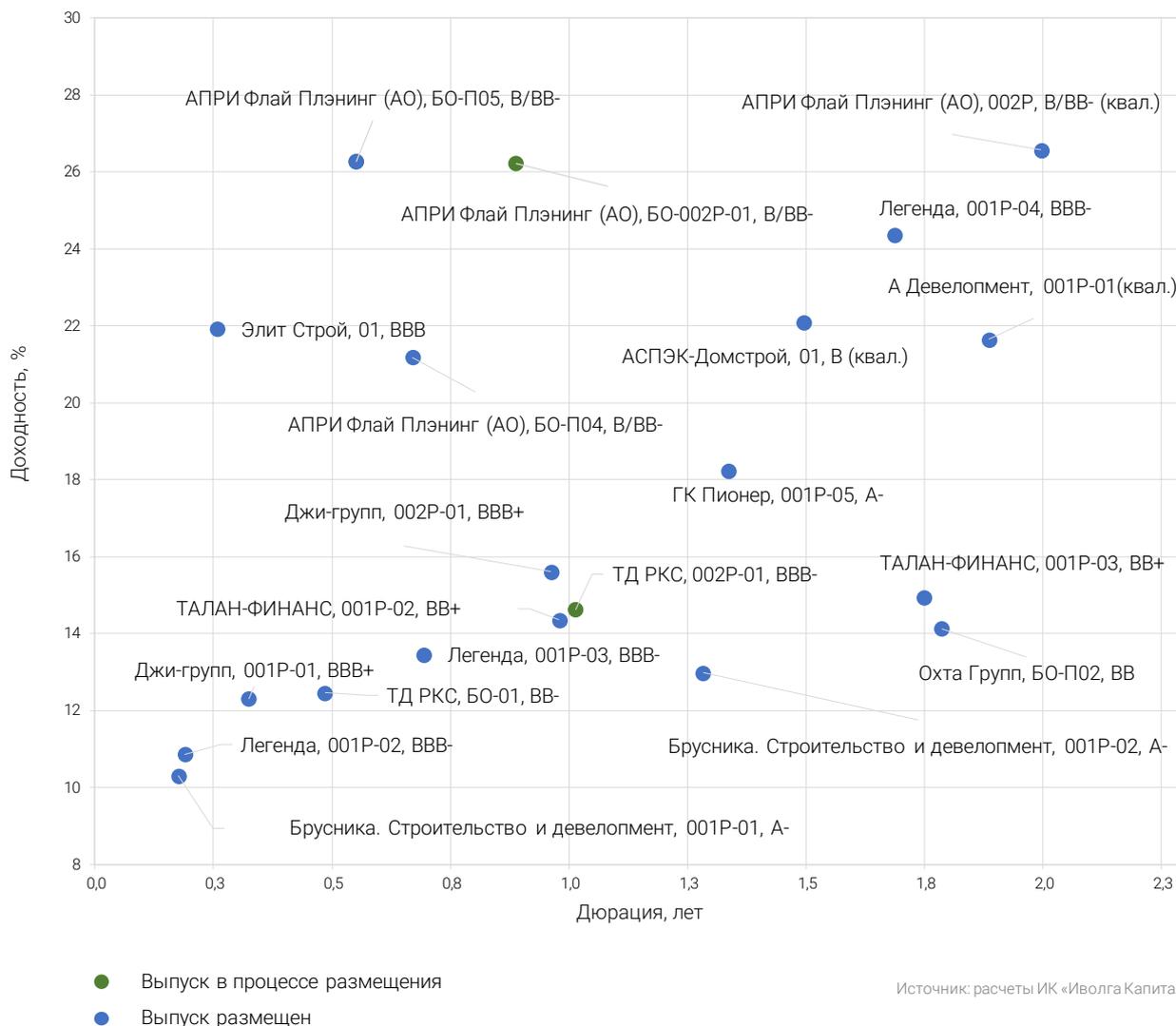


Микрофинансы остаются отраслью с наибольшей премией к своим рейтингам. Доходности в основной массе находятся на уровнях выше 20% годовых при среднем рейтинге ВВ-. Ставки купонов при первичных размещениях зафиксировались на уровне 19 – 20% годовых. На наш взгляд, сектор является наиболее привлекательным на рынке в плане соотношения риска и доходности. Мы не видим существенного ухудшения показателей МФО, при этом доходности остаются стабильно высокими. Главным риском, на наш взгляд, является отождествление эмитентов сегмента между собой со стороны инвесторов, так что даже единственный дефолт может привести к массовой распродаже в сегменте. Тем не менее, на сегодняшний день нет предпосылок и для одного дефолта, так что диверсифицированный портфель эмитентов микрофинансовой отрасли выглядит привлекательно.

Мы готовим ежеквартальную аналитику по всем эмитентам сектора МФО, последний анализ был проведен по данным 6 месяцев. [Ссылка на исследование МФО.](#)

КАРТА РЫНКА ОТДЕЛЬНЫХ ОТРАСЛЕЙ

Карта рынка облигаций девелоперов

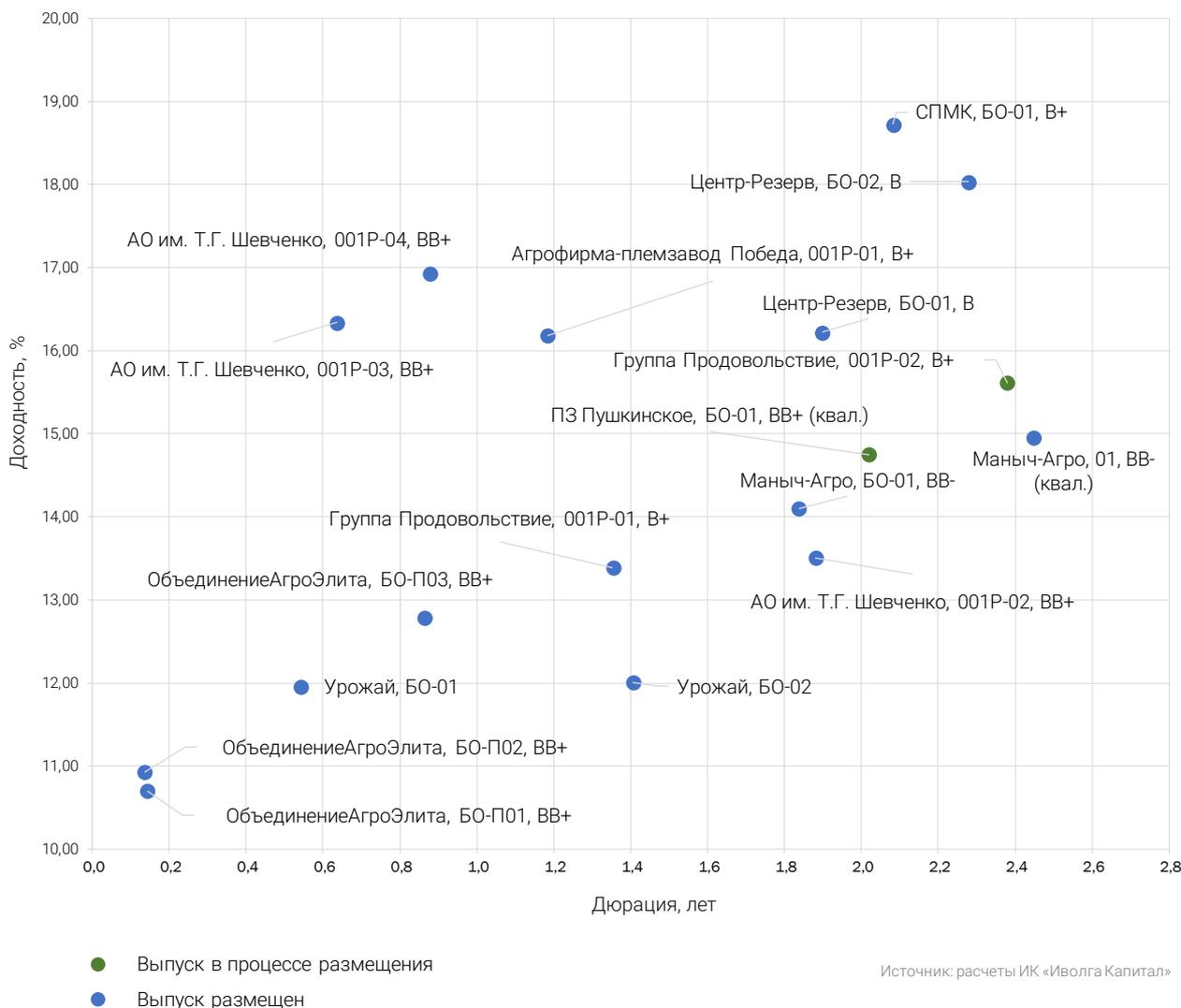


Строительная отрасль стала одной из самых пострадавших в 2022 году. Большинство крупных эмитентов отчиталось о снижении продаж на десятки процентов, а на будущие продажи давят как демографические факторы, так и общее снижение потребительской способности населения. В сегменте ВДО после старта спецоперации размещался только один эмитент – АО АПРИ «Флай Плэнинг», ставка привлечения составила 24% на 1 год. Рынок справедливо оценивает риски сектора как высокие, однако для инвесторов это создает ряд возможностей. Так, мы не видим снижения кредитных рейтингов девелоперов, у многих из них долг в большой мере или полностью обеспечен остатками на счетах эскроу, так что на горизонте 1 – 2 лет, даже в самых жестких условиях, их запас прочности должен быть достаточен.

[Ссылка на исследование по девелопменту.](#)

КАРТА РЫНКА ОТДЕЛЬНЫХ ОТРАСЛЕЙ

Карта рынка облигаций АПК



Сельскохозяйственный сегмент остается одним из самых востребованных на рынке ВДО. Старые выпуски торгуются на значениях менее 14% годовых, что обеспечивает спрос на новые выпуски. Именно в этом сегменте размещения проходили наиболее быстрыми темпами в 2022 году. Вместе с тем, новые размещения проходят по довольно высоким ставкам, в диапазоне 17 – 20%. Размещения с купонами 14 – 15% на сегодняшний день не пользуются спросом, так что можно предположить, что граница толерантности инвесторов проходит около 16 – 17%.

Скорее всего, отношение к сектору эмоционально, оно вызванное сообщениями о поддержке отрасли со стороны государства и о высоких ценах на продовольствие в мире. Тем не менее, эти факторы далеко не всегда транслируются на эмитентов ВДО, а стоимость продовольствия снижается с лета. Уже сейчас мы видим снижение выручки практически у всех сельхозпроизводителей, так что сектор нам кажется перекупленным.

РЕЙТИНГИ И РИСКИ СЕГМЕНТА

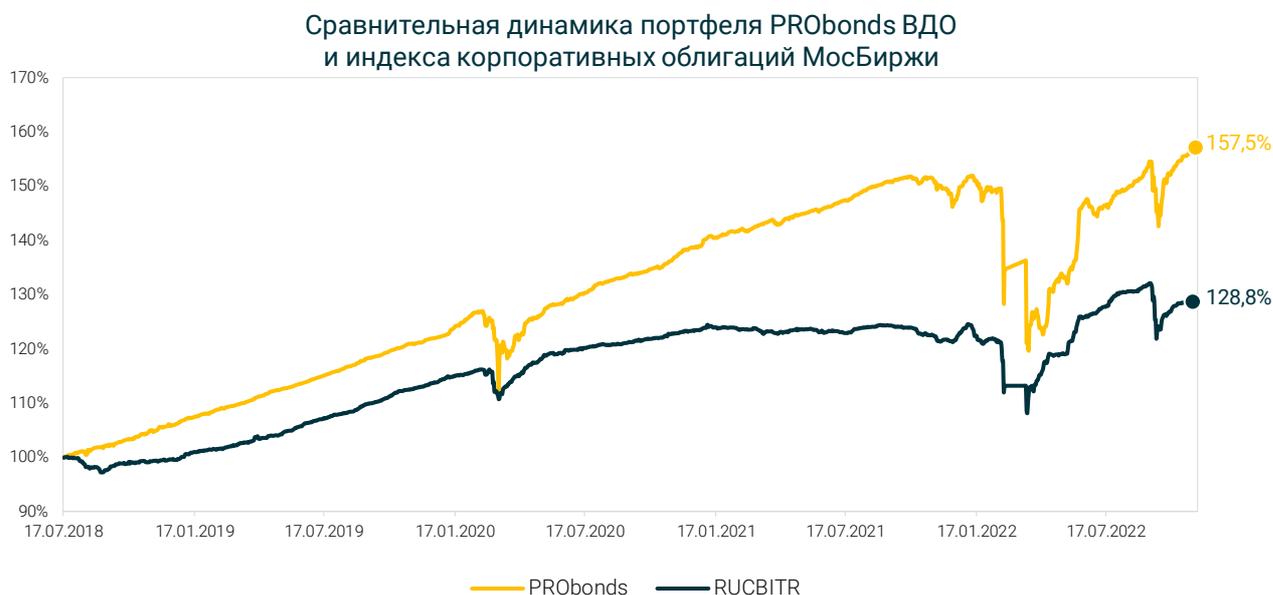
Наше отношение к соотношению риска и доходности отдельных отраслей отражается на составе публичного портфеля PRObonds ВДО. Отраслевое распределение портфеля выглядит следующим образом:

	Отрасль	Доля в портфеле, %
1.	МФО	~30%
2.	Девелопмент	~25%,
3.	Ликвидная позиция	~18%,
4.	Лизинг	~10%,
5.	Сельское хозяйство	~10%,

Портфель PRObonds ВДО на 22.11.2022														
№	Наименование	Цена покупки	Доля в портфеле	Дата начала размещения	Дата погашения	Купон	Дюрация, лет	Объем в обращении, тыс. руб.	Оферта	Дюрация, к оферте, лет	Цена	Доходность	ISIN	Рейтинг эмитента
1	ДонЛом001P	100	0,6%	17.09.2020	02.09.2023	13%	0,4	125 010			99,5	15,2%	RU000A1024R4	-
2	ЛТрейд 1P2	97,26	3,3%	22.10.2020	01.10.2024	10,8%	1,3	500 000			90,8	19,7%	RU000A1029F8	BB+(RU)
3	АйДиЭф03	100	1,9%	17.11.2020	02.11.2023	12,5%	0,9	700 000			99,0	14,5%	RU000A102CZ3	ruBBB-
4	АПРИФБП4	98,82	2,0%	23.12.2020	20.12.2023	13%	0,7	500 000			95,5	21,7%	RU000A102KR3	ruB / BB-ru
5	Победа1P1	99,47	2,4%	18.02.2021	15.02.2024	9,75%	1,2	1 000 000			93,9	16,1%	RU000A102S23	ruB+
6	Займер 01	100	3,5%	04.03.2021	17.02.2024	12,75%	1,1	300 000			95,4	18,3%	RU000A102TL7	ruBB
7	БДеньги-02	99,18	4,2%	13.04.2021	28.03.2024	12,75%	1,2	400 000			96,1	18,3%	RU000A102ZT7	ruBB
8	Маньч01	100	1,8%	30.04.2021	25.04.2025	12%	1,8	300 000			97,3	14,1%	RU000A1032D7	ruBB-
9	МаниМен 02	97,37	1,7%	20.05.2021	04.05.2024	12,5%	1,3	500 000			94,1	18,6%	RU000A103406	ruBBB-
10	ЛТрейд 1P3	94,71	3,9%	26.05.2021	30.04.2026	11%	2,5	500 000			87,4	17,7%	RU000A1034X1	BB+(RU)
11	Займер 02	100	3,7%	08.07.2021	22.06.2024	12,75%	1,0	500 000			93,8	20,5%	RU000A103CW8	ruBB
12	ВЭББНКР 01	98,09	3,3%	22.07.2021	02.01.2025	12,75%	1,5	300 000			90,7	21,1%	RU000A103F43	ruBB-
13	Маньч02	97,26	2,0%	19.08.2021	12.02.2026	12%	2,4	200 000			95,0	14,7%	RU000A103K20	ruBB-
14	Страна 01	96,65	8,4%	31.08.2021	15.08.2024	12%	1,2	1 000 000	28.02.2023	0,2	98,1	21,1%	RU000A103M85	ruBBB
15	АПРИФП 05	98,83	5,8%	07.09.2021	02.09.2025	13%	2,0	500 000			79,4	26,8%	RU000A103N19	ruB / BB-ru
16	Займер 03	100	2,7%	21.09.2021	05.09.2024	12,7%	1,0	500 000			94,0	20,5%	RU000A103QJ5	ruBB
17	Киви1P1	100	2,5%	23.11.2021	06.05.2025	13,25%	1,8	201 783			90,7	20,2%	RU000A1043L7	ruBB
18	АСПЭКДом01	100	2,6%	23.12.2021	19.12.2024	14,5%	1,5	294 573			91,7	22,1%	RU000A104B53	ruB
19	ААГ-01	100	0,5%	27.01.2022	23.01.2025	13,85%	1,9	300 145			89,0	21,8%	RU000A104FK7	ruBB
20	Дельта1P01	80,8	2,1%	05.07.2021	01.07.2024	10,5%	1,1	370 000			92,8	18,1%	RU000A103C08	ruBBB-
21	Джи-гр 2P1	85,44	3,2%	16.08.2021	12.08.2024	10,6%	1,0	3 000 000			96,1	15,8%	RU000A103JR3	BBB+(RU) / ruBBB+
22	МигКр 01К	88,2	1,9%	12.07.2021	26.06.2024	12,2%	0,7	640 000			94,0	21,8%	RU000A103D42	ruBB
23	ХайтэжБО-01	100	1,5%	19.05.2022	15.05.2025	24%	0,5	150 000			102,1	20,5%	RU000A104TM1	BB-ru
24	ВЭББНКР 02	100	1,0%	16.06.2022	27.11.2025	22%	2,3	100 000			101,2	16,9%	RU000A104VW6	ruBB-
25	АПРИФБП5	100	1,9%	23.06.2022	19.06.2025	24%	1,5	500 000	06.07.2023	0,5	100,0	26,2%	RU000A104WA0	ruB / BB-ru
26	Шевченк1P3	100	1,6%	21.07.2022	17.07.2025	18%	1,8	250 000	25.07.2023	0,6	101,9	16,3%	RU000A104Z89	BB+ru
27	Шевченк1P4	100,18	1,2%	28.07.2022	23.07.2026	17%	1,7	250 000	31.10.2023	0,9	101,1	16,4%	RU000A104ZU1	BB+ru
28	ЛТрейд 1P5	100	0,4%	17.08.2022	22.07.2027	17%	1,7	71 062	22.02.2024	1,1	100,0	17,0%	RU000A1053H4	BB+(RU)
29	ЛаймЗайм01	95,5	1,0%	22.12.2021	18.12.2024	16%	1,3	270 000			96,1	21,3%	RU000A104AX8	ruB
30	ВЭББНКР 03	100	1,0%	31.08.2022	11.02.2026	19%	2,5	34 863			99,8	15,9%	RU000A105575	ruBB-
31	ПКБ 1P-02	93,34	1,9%	24.09.2021	19.09.2025	10%	1,5	1 500 000			96,2	14,1%	RU000A103RJ3	ruBBB+
32	ЛаймЗайм02	100	1,0%	13.10.2022	27.09.2025	20%	1,7	349 547			100,0	21,9%	RU000A105AJ4	ruB
33	ЭТС 1P04	93,62	1,9%	10.06.2021	05.06.2025	9,9%	1,4	1 399 500			93,8	14,1%	RU000A103B28	ruA-
34	ПМЕДДМ1P1	95,85	1,0%	25.12.2020	22.12.2023	9,5%	1,0	1 000 000			97,3	12,6%	RU000A102LB5	ruA-
35	ВИС Ф БП01	93,85	2,0%	20.10.2020	12.10.2027	9%	1,3	2 500 000	17.10.2023	0,9	95,4	15,4%	RU000A1029S2	A(RU) / ruA
36	Пионер 1P5	90,64	1,2%	22.12.2020	17.12.2024	9,75%	1,3	5 000 000			91,0	17,6%	RU000A102KG6	A-(RU) / ruA- / A-ru
37	Деньги в РЕПО с ЦК и под хедж		17,6%									7,5%		

В портфель включены бумаги всех рейтинговых категорий, при этом мы продолжаем концентрировать основную долю портфеля в бумагах уровня от В до ВВВ-. Концентрация в низкорейтинговом сегменте кажется нам обоснованной в первую очередь из-за высокого покрытия риска доходностями.

РЕЙТИНГИ И РИСКИ СЕГМЕНТА



Источник: расчеты ИК «Иволга Капитал»

Во второй половине октября Эксперт РА предоставил обновленные данные по вероятности дефолта в зависимости от уровня рейтинга эмитента. Продисконтировав позиции публичного портфеля на вероятность дефолта на горизонте 3-х лет (максимальное из представленных значений), доходность к погашению портфеля составила ~16,8%.

Безусловно, такой подход является упрощенным и не учитывает некоторых особенностей облигационных портфелей. Тем не менее мы видим, что текущие доходности на рынке ВДО покрывают дефолтные риски.

СТАТИСТИКА ПО РЕЙТИНГАМ

В октябре Эксперт РА выпустил аналитический обзор «Российский рынок корпоративных облигаций: возврат к качеству». Помимо прочего в обзоре был прогноз по уровню дефолтов в сегменте ВДО:

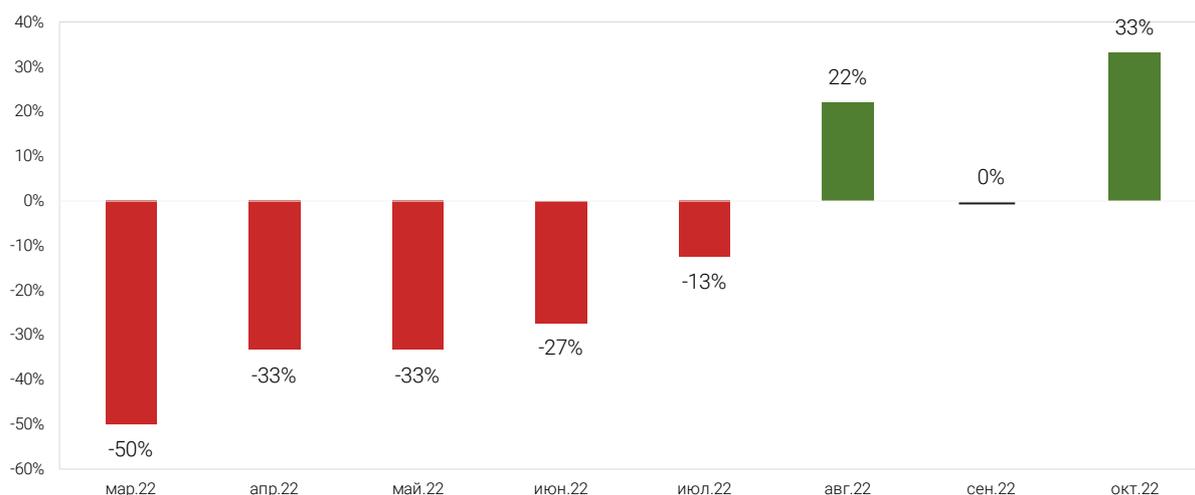
«Для действующих эмитентов ВДО каждое погашение, требующее рефинансирования, станет проверкой на выживаемость. Мы называем эту ситуацию проблемой-2023 и ждем, что она будет стоить рынку 20–25 дефолтов в течение года.»

Мы согласны с мнением Эксперта о том, что следующий год, как и нынешний, будет сложным для сегмента, но количество потенциальных дефолтов нам кажется завышенным.

Как указывает Эксперт, основная проблема 2023 – рефинансирование. Мы собрали выборку всех погашений (и пут-оферт) эмитентов ВДО до конца 2023 года. В итоговую выборку вошло 42 эмитента ВДО, оставив только погашения получим 31 эмитента. Безусловно, для части из них необходимость рефинансирования, вызванная погашением, будет вызовом, но оценка в 20-25 дефолтов кажется нам завышенной.

Поддержку нашей точки зрения относительно количества дефолтов оказывает и уровень рейтингов эмитентов ВДО.

Индекс рейтинговых действий ВДО



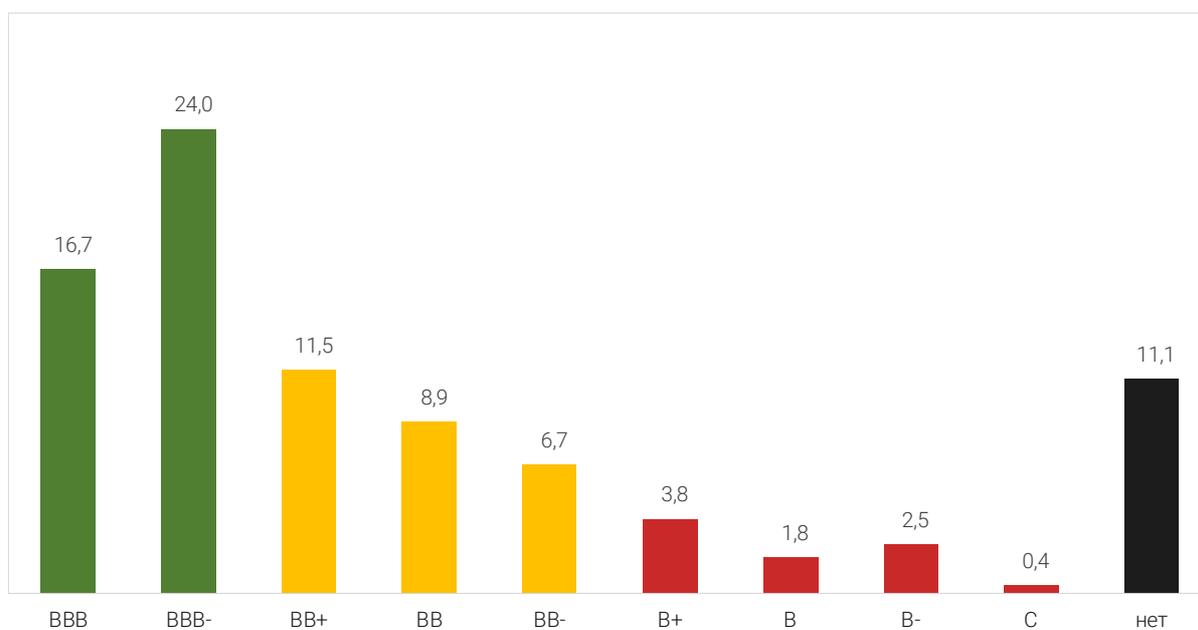
Логика построения индекса: разница между снижением и повышением рейтинга делится на общее количество рейтинговых действий. Тогда чем больше понижений рейтингов, тем ближе значение к -100% и наоборот, чем больше повышений, тем ближе к +100%. Если количество позитивных и негативных действий одинаковое количество (или их не было, а все рейтинги подтвердили на текущем уровне), значение индекса будет равно 0%.

СТАТИСТИКА ПО РЕЙТИНГАМ

С начала СВО рейтинговые агентства провели порядка 60 рейтинговых действий относительно эмитентов ВДО. Доля подтвержденных рейтингов составляет 64%, а количество повышений 13%. Понижений рейтинга с начала весны было всего 12, что составляет 23% от всех рейтинговых действий. При этом большинство понижений произошли весной, летом и осенью мы видим почти исключительно подтверждения и повышение рейтингов.

На основании данных о предстоящих погашениях и динамике уровня кредитных рейтингов позиция Эксперт РА кажется нам излишне пессимистичной. Безусловно, ближайший год будет сложным для сегмента, но мы видим крайне высокий уровень адаптации эмитентов, что позволяет смотреть на сегмент достаточно позитивно.

Объем облигаций в обращении по номинальной стоимости, млрд рублей



Источник: данные рейтинговых агентств

ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМНЫЕ СИТУАЦИИ, ИХ ПРИЧИНЫ И ПОСЛЕДСТВИЯ

После начала СВО мы столкнулись с несколькими дефолтами в секторе. Причины дефолтов разные, поэтому необходимо рассматривать каждый случай отдельно. Рейтинг компаний указан на момент первой просрочки по платежам.

Калита (рейтинг В+)

Дефолт произошёл в марте. Основной причиной стал кассовый разрыв, который произошёл из-за отказов банков-кредиторов рефинансировать кредитную линию. Косвенно на негативное разрешение ситуации могла повлиять отрасль эмитента – нефтетрейдинг. Это достаточно низкомаржинальный бизнес, не требующий владения физическими активами, что существенно снижает «ценность» юридического лица – эмитента в глазах его собственников.

ИТК ОПТИМА (нет рейтинга)

Дефолт произошёл в июле. Компания подала иск на самобанкротство, после чего перестала исполнять какие-либо обязательства перед владельцами облигаций. ИТК Оптима небольшое предприятие с выручкой до 200 млн. и около нулевой прибылью. В данном случае реализовались риски малого бизнеса, чем меньше компания, тем больше событий, которые могут критически повлиять на бизнес. В случае с Оптимой по официальной версии проблемой стало очень не диверсифицированная структура покупателей.

Главторг (рейтинг В-)

Компания на данный момент не находится в дефолте по облигационному выпуску. Но технический дефолт, допущенный на купоне, банкротные иски от ВТБ и Сбербанка, а также блокировка счетов от ФНС, позволяют поместить эту компанию в список дефолтов. В данном случае сложно выделить одно событие, которое привело к дефолту. В 2022 году компания столкнулась с крупным арбитражным спором с одним из основных контрагентов, а также к существенным претензиям ФНС по неуплате налогов. Косвенно о проблемах в компании свидетельство нежелание эмитента проведения качественного аудита по итогам 2021 года, хотя обязательства по аудиту были даны рейтинговому агентству.

Эбис (рейтинг ВВ)

Дефолт произошёл в июле. Дефолт компании Эбис является самым неоднозначным дефолтным кейсом 2022 года. На данный момент нет точной информации был ли дефолт следствием проблем бизнеса, либо имело место мошенничество. Причины дефолта мы, вероятнее всего, узнаем в будущем. Но история с Эбисом явно показала ценность мониторинга арбитражных дел эмитентов ВДО: ещё за несколько месяцев до дефолта по облигациям на эмитента были подданы иски от сторонних кредиторов.

Не является инвестиционной рекомендацией

Контакты

ИК «ИВОЛГА КАПИТАЛ»

г. Москва,
Пресненская набережная, д. 12,
Башня Федерация, 23-й этаж

+7 (495) 150 08 90
info@ivolgacap.com
ivolgacap.com

ДМИТРИЙ АЛЕКСАНДРОВ

Управляющий директор ИК «Иволга Капитал»

aleksandrov@ivolgacap.com
+7 926 919 91 00

НАДЕЖДА ТОЛСТИКОВА

Начальник отдела
по работе с эмитентами ИК «Иволга Капитал»

tolstikova@ivolgacap.com
+7 902 945 37 69