

Январь 2023 года

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК РОЗНИЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ИТОГАМ 2022 ГОДА

объемы, ставки, организаторы, рейтинги

АВТОРЫ:

Марк Савиченко | Главный аналитик ИК «Иволга Капитал»
savichenko@ivolgacap.com | +7 981 469 35 09

Дмитрий Александров | Управляющий директор ИК «Иволга Капитал»
aleksandrov@ivolgacap.com | +7 926 919 91 00

КРАТКИЕ ВЫВОДЫ

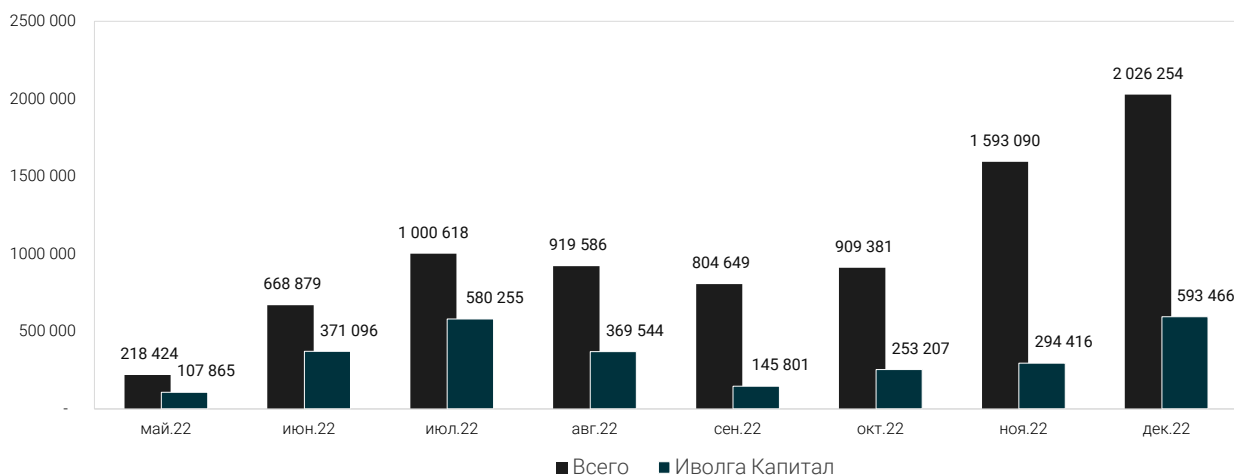
- Объем первичных размещений сократился приблизительно в 4 раза год к году: 10,1 млрд против 44 млрд рублей.
- В конце 2022 года рынок ВДО вышел на свой максимум. За 4 квартал сумма размещений составила 4,5 млрд рублей, из них чуть больше 2 млрд рублей пришлось на декабрь.
- Сохранение темпов 4 квартала приведет к росту рынка в 2023 году почти на 80%. Однако, мы не считаем это базовым сценарием. На наш взгляд, с учетом форс-мажоров, рынок может вырасти на 30 – 40% до 13 – 14 млрд рублей за год.
- Премия сегмента к доходностям госбумаг (G-Spread) до закрытия Московской биржи в феврале-марте была менее 5 п.п., к концу года она составила примерно 6,1 п.п. Средняя премия за всю историю индекса – 6,74 п.п., поэтому можно сказать, что текущие доходности стабилизировались.
- Самые пессимистичные прогнозы дефолтности сегмента не сбылись. Рейтинговые агентства в большинстве случаев подтверждали рейтинги эмитентов в сегменте ВДО, при этом основные понижения происходили весной. Это значит, что бизнес успешно адаптируется к экономической ситуации.
- Новые размещения, в основном, происходят в сегменте МФО, так как эти компании могут позволить себе хороший купон из-за высокой маржинальности при рейтингах В – ВВ+. Размещений с рейтингами ВВВ- - ВВВ практически нет.
- В 2023 году мы ожидаем более низкий показатель дефолтности, чем прогнозируют рейтинговые агентства, мы не видим потенциала для 20 – 25 дефолтов. Считаем, что при отсутствии макроэкономических шоков, объем дефолтов в 2023 году не превысит показатели прошлого года.
- В 2023 году эмитентам ВДО необходимо будет погасить/амортизировать около 17 млрд руб. (~28% объема рынка), что соотносится с ожидаемым объемом первичных размещений 13–14 млрд руб. Поэтому массовых проблем с рефинансированием в текущем году мы не ожидаем.
- На рынке стартовало первое размещение ВДО в юанях. Эмитентом выступила МФК «Быстроденьги» (купон 8% в юанях, облигации предназначены для квал. инвесторов). Мы наблюдаем спрос со стороны инвесторов на инструменты, номинированные в юанях, и ожидаем новые размещения в конце первого – начале второго кварталов года. Однако на текущий момент основным ограничением для развития розничного рынка таких инструментов выступают сложности с инфраструктурой.

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

После 24 февраля поднимался справедливый вопрос: **будет ли в целом существовать сегмент высокодоходных облигаций?** Весной рынок увидел два дефолта, которые поспособствовали развитию кризиса доверия. Но, несмотря на это, год показал, что сегмент смог адаптироваться к новым вызовам. После начала СВО новые первичные размещения в секторе появились только в мае. До 24 февраля объем рыночных размещений ВДО составлял 1,96 млрд рублей, после и до конца 2022 года – 8,14 млрд рублей, таким образом общий объем за год составил 10,1 млрд руб.

В сравнении с 2021 годом наблюдается существенное сокращение первичного рынка. По данным Cbonds объем рынка в 2021 году составил 44 млрд рублей, т. е. объемы рынка снизились почти в 4 раза. При этом мы видим, что рынок продолжает жить и приспосабливаться к новым условиям.

Объемы первичного рынка ВДО после 24 февраля, тыс. рублей



Источник: расчеты ИК «Иволга Капитал»

Особенно успешным в текущем году оказался четвертый квартал, объем размещений составил 4,5 млрд рублей или 44% всех размещений за 2021 год. Значительную долю от этого составило размещение облигаций ФПК «Гарант-Инвест» на сумму 1,5 млрд рублей.

Интересный момент, что подписание указа о частичной мобилизации фактически не повлияло на объем размещений, несмотря на то, что G-Spread уходил выше 1000 б.п., правда всего на несколько недель. Это свидетельствует об адаптивности и зрелости рынка, который научился менее эмоционально воспринимать внешние шоки.

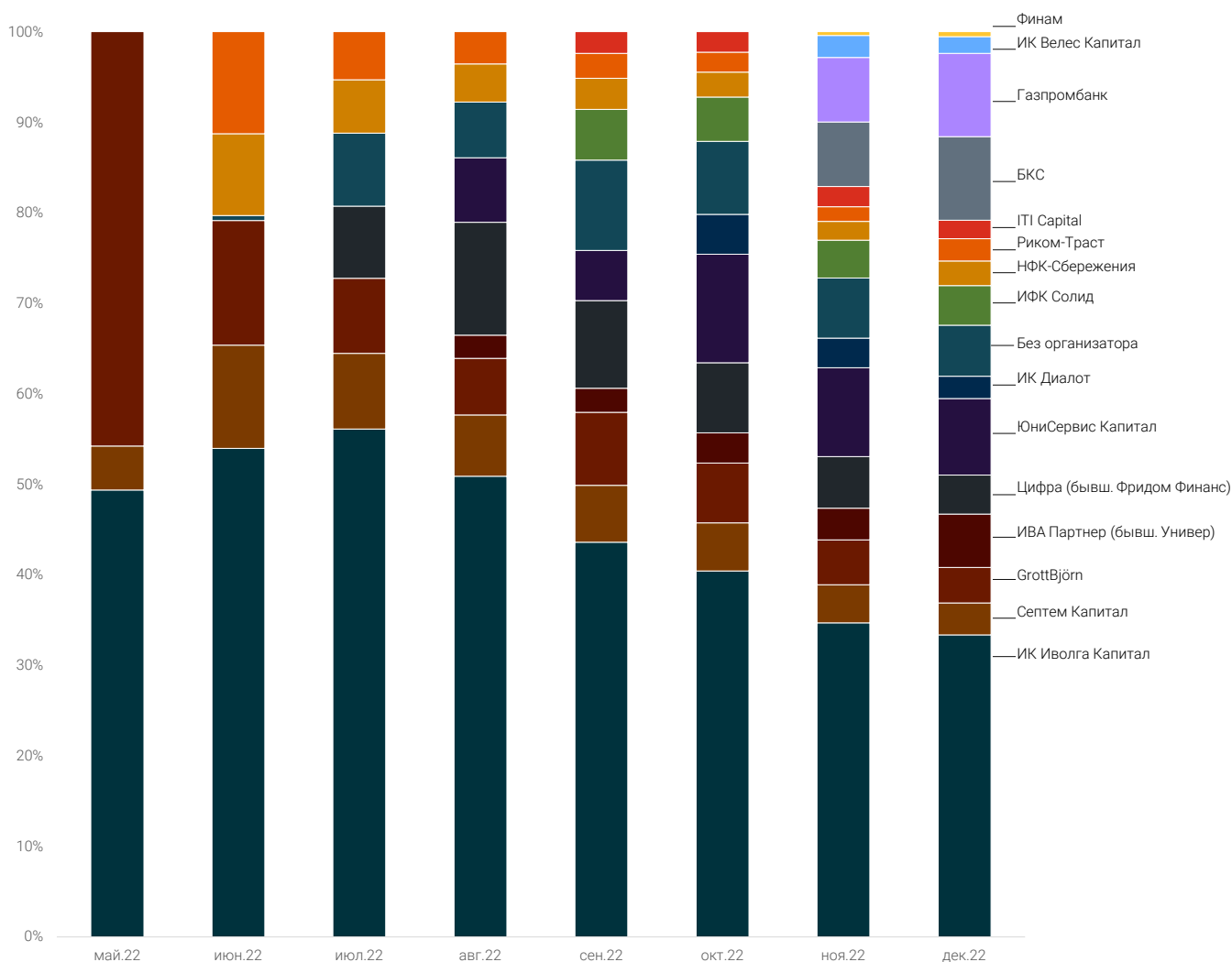
В базовом сценарии мы прогнозируем рост рынка первичных размещений на 30 - 40%, до 13 - 14 млрд рублей в 2023 году. Этот прогноз учитывает возможные форс-мажоры, по уровню сопоставимые с событиями 2022 года.

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

Важным событием для сегмента ВДО стало дебютное размещение облигаций в юанях. Эмитентом выступила МФК «Быстроденьги», купон составил 8% (облигации предназначены только для квалифицированных инвесторов, организатор – ИК «Иволга Капитал»).

На наш взгляд, потенциал размещения в юанях для среднего бизнеса огромен: параллельный импорт во многом осуществляется именно относительно небольшими игроками, а последние тенденции вынуждают экспортеров всех размеров смотреть в сторону Китая. Считаем, что ограничением для развития рынка выступают только инфраструктурные сложности. В сегменте представлено очень ограниченное число организаторов, а многие брокеры технически не готовы к розничным размещениям в китайской валюте. Мы считаем, что за первый квартал 2023 года основные технические сложности будут решены, и, начиная со второго квартала, число эмитентов в юанях вырастет.

Доля организаторов на первичном рынке ВДО после 24 февраля



Источник: расчеты ИК «Иволга Капитал»

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

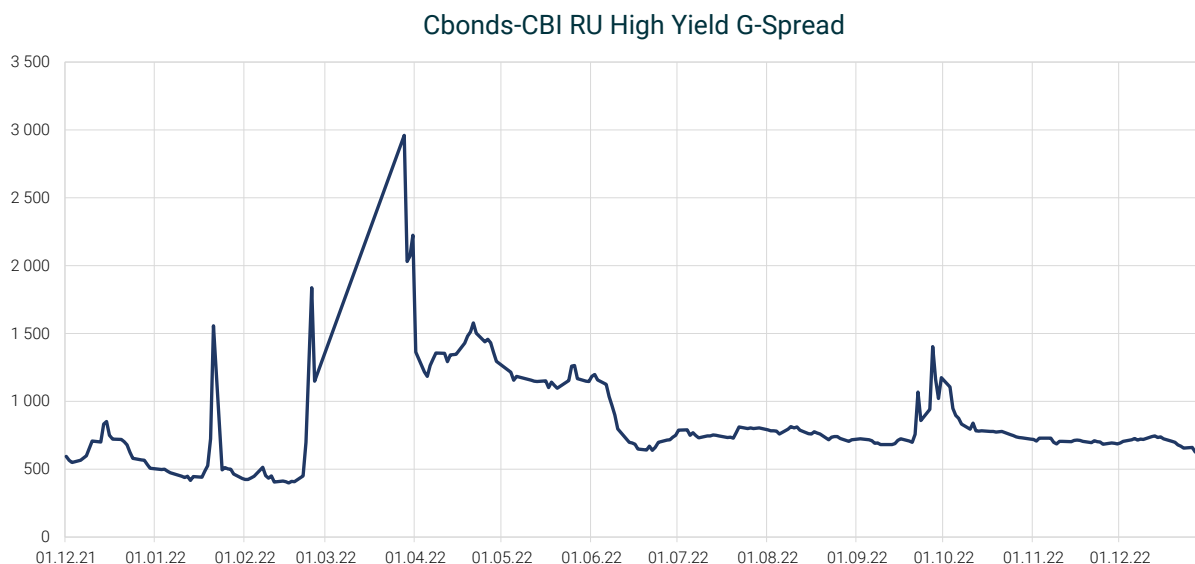
По итогам 2021 года, согласно рэнкингу Cbonds, тройка лидеров среди организаторов в сегменте ВДО выглядела следующим образом:

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 открытия биржи весной 2022 года и по итогам 2022 года ИК «Иволга Капитал сохранила лидерство:

Организатор	Объём, млн рублей	Доля рынка, %
1. ИК Иволга Капитал	2 700	33,4
2. Газпромбанк	750	9,2
3. БКС	750	9,2

В выборке учитывались рыночные выпуски биржевых облигаций с листингом на Московской бирже, если эмитент облигаций имеет рейтинг BBB и ниже или не имеет кредитного рейтинга. Под рыночностью мы понимаем наличие торгов на вторичном рынке. Из-за критерия рыночности из выборки были исключены два выпуска облигаций, информация о которых указана в приложении.



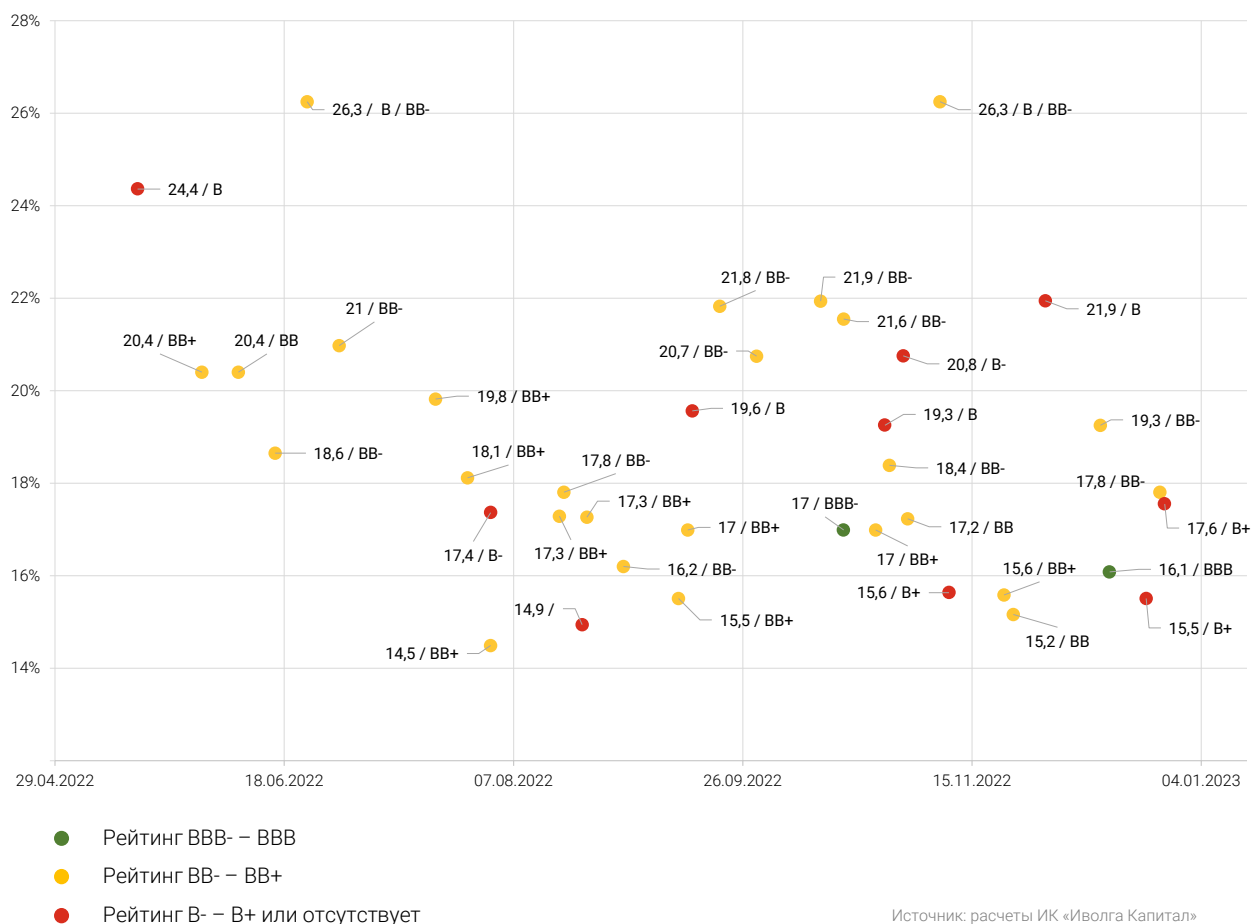
Источник: данные ИА CBonds

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 дюрации. Если в начале года эта премия находилась между 500 – 600 б.п., то во втором полугодии премия обосновалась около 700 – 800 б.п., а концу года снизилась до 600 б.п.

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

Среднее значение G-Spread с начала ведения индекса составило 674 б.п. Исторически на более низких значениях оно было только с конца 2020 года и до второй половины 2021 в период кредитного бума в России. Исходя из этого мы можем говорить о нормализации доходностей вторичных торгов, но с определенными аномалиями. Это стало причиной, которая значительно ускорила рост первичного рынка в 4 квартале 2022 года, и продолжит действовать в начале 2023 года. Однако это не означает, что премия ставок первичных размещений составит около 6% к госбумагам. Данный индекс включает в себя широкий спектр бумаг, в том числе довольно крупный бизнес в рейтинговой категории BBB+ - A+, которые не являются ВДО в полной мере.

Карта доходностей первичного рынка



Средняя доходность к погашению первичных размещений после 24 февраля составила 18,8%. На графике отражены фактические даты начала размещений.

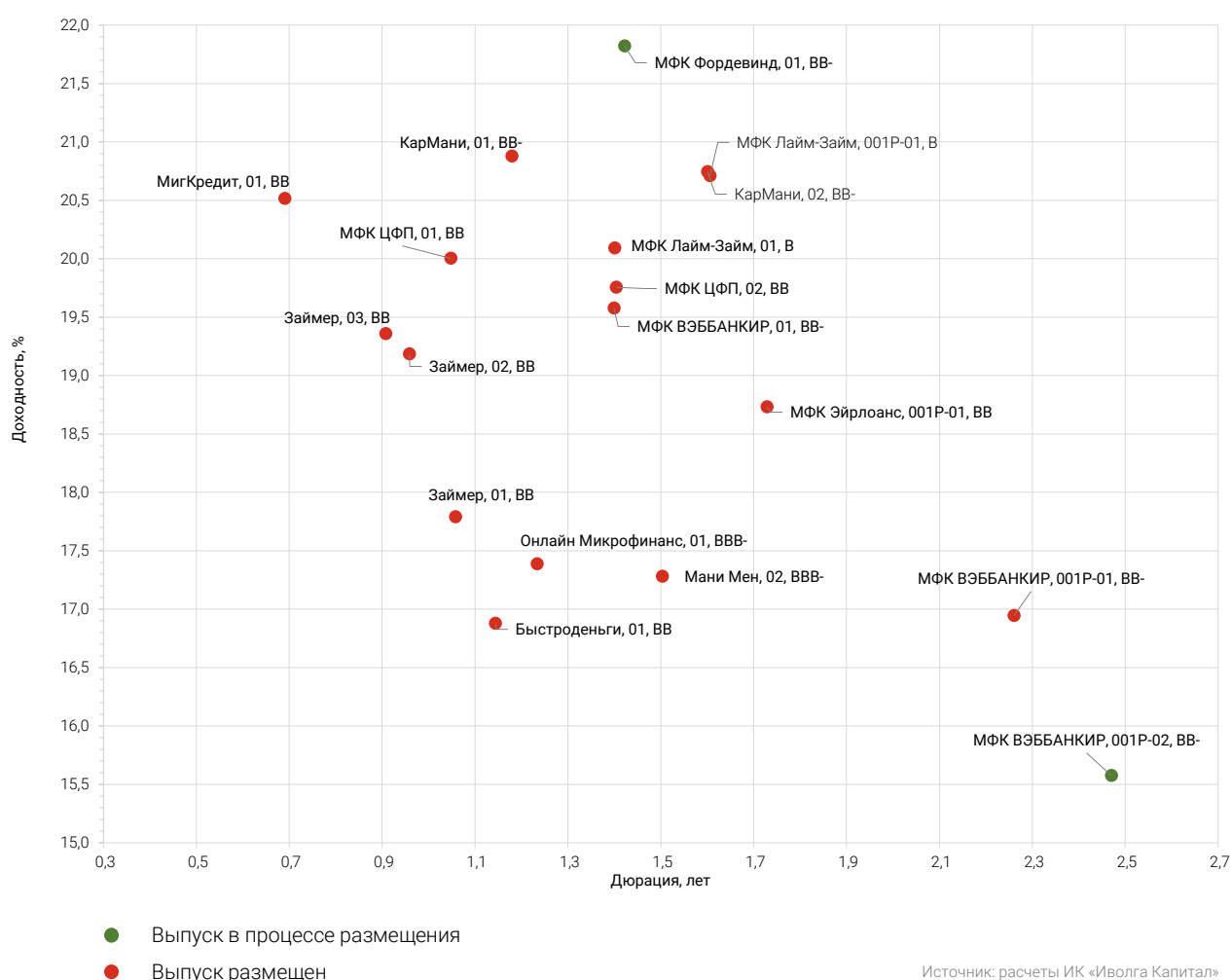
Всего с мая стартовали размещения 44 выпусков, 16 из которых все ещё не завершены. Широкое предложение текущих размещений (одновременно от 15 до 20 выпусков) стало нормой для 2022 года, наибольшая доля «долгих размещений» вызвана более низкими ставками первичных размещений в сравнении с вторичными торгами на момент их старта.

КАРТЫ РЫНКА ОТДЕЛЬНЫХ ОТРАСЛЕЙ

Микрофинансы остаются отраслью с наибольшей премией к своим рейтингам. Доходности в основном находятся на уровнях около 20% годовых при среднем рейтинге BB-. Ставки купонов при первичных размещениях зафиксировались на уровне 19 – 20% годовых.

На наш взгляд, сейчас этот сектор является наиболее привлекательным на рынке в соотношении риска и доходности. Это во многом связано с тем, что МФО получают «штраф за отрасль» на всех этапах: ЦБ ограничивает круг инвесторов только до квалифицированных, РА присваивают более низкие рейтинги, а инвесторы требуют дополнительные премии для этих рейтингов.

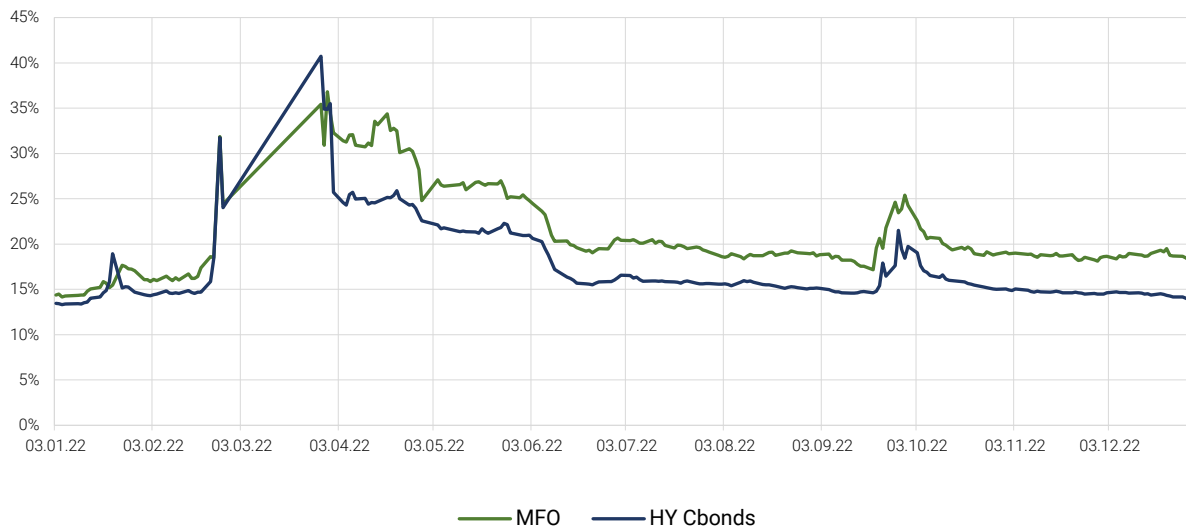
Карта рынка облигаций МФО



Мы не видим существенного ухудшения финансовых показателей МФО, при этом доходности остаются стабильно высокими. Главным риском, считаем, 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 ожидаем 3 – 4 дебюта из сегмента МФО в 2023 году, их ставки, скорее всего, будут оставаться наиболее высокими для своих рейтингов.

КАРТЫ РЫНКА ОТДЕЛЬНЫХ ОТРАСЛЕЙ

Доходность к погашению*



* Средняя доходность к погашению всех обращающихся выпусков МФО

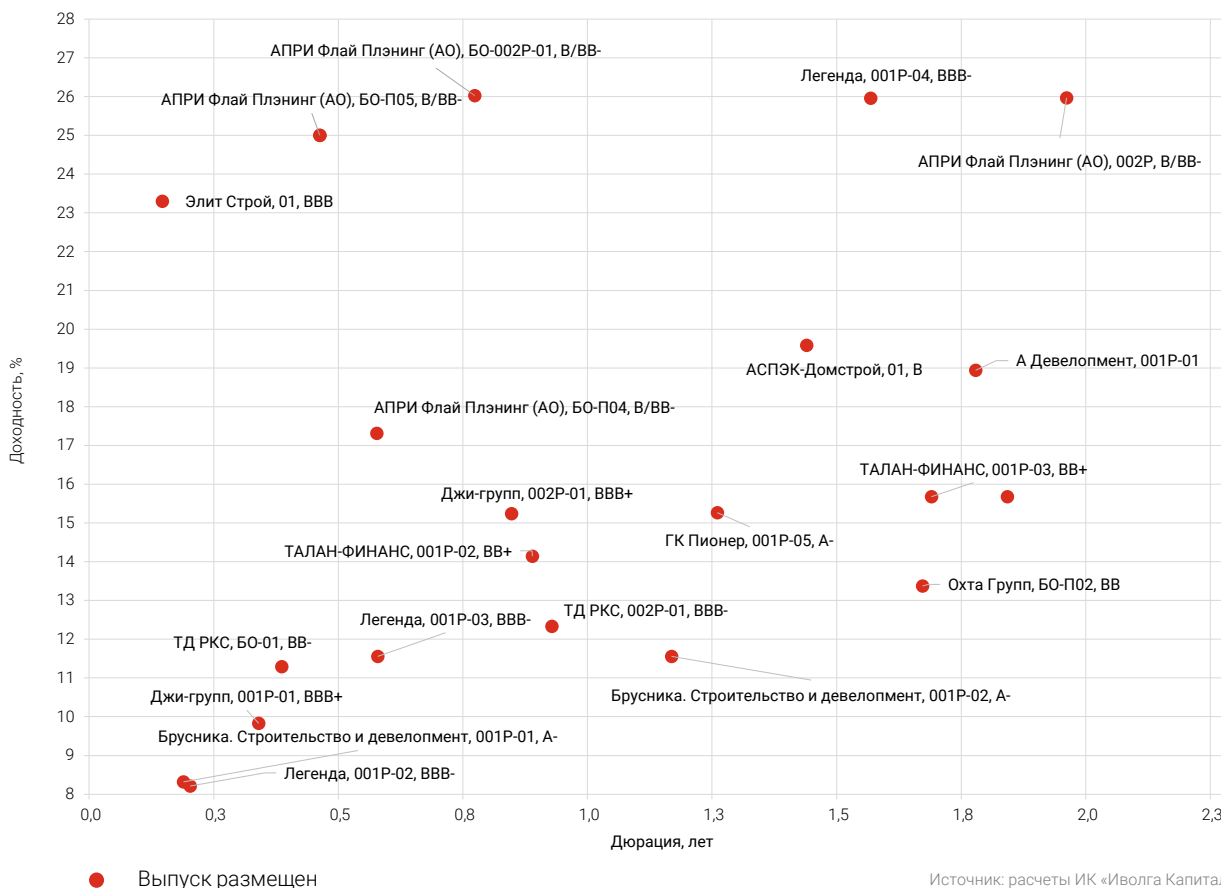
Мы готовим ежеквартальную аналитику по всем эмитентам сектора МФО, последний анализ был проведен по данным 9 месяцев. Эти отчеты содержат наиболее полную информацию о сегменте, включая анализ законодательных нововведений.

Исследование МФО

КАРТА РЫНКА ОТДЕЛЬНЫХ ОТРАСЛЕЙ

Строительная отрасль стала одной из самых пострадавших в 2022 году. На финансовые показатели давят как демографические факторы, так и общее снижение потребительской способности населения.

Карта рынка облигаций девелоперов



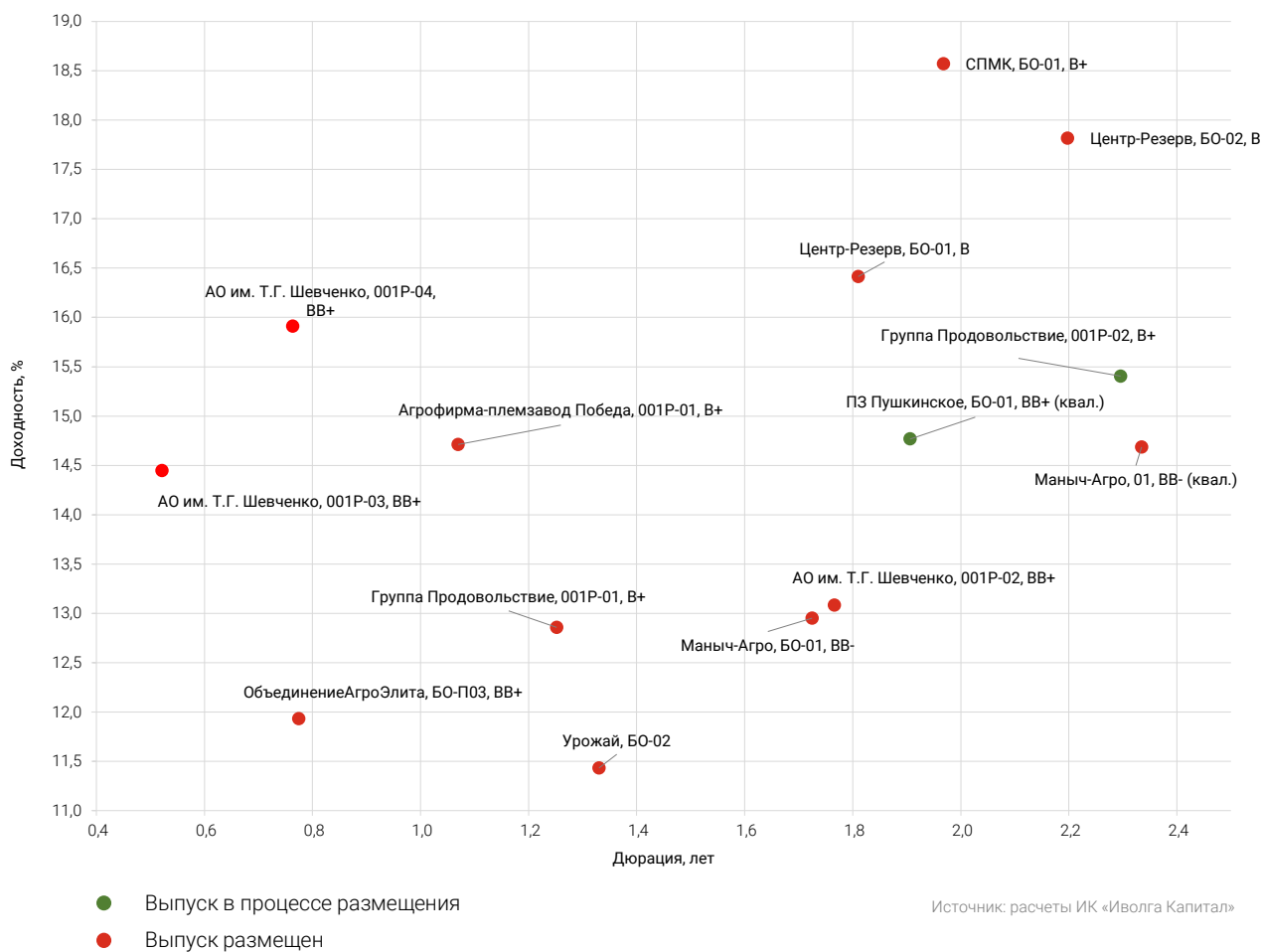
В сегменте ВДО после возобновления работы биржи размещался только один эмитент – АО АПРИ «Флай Плэнинг» разместил два выпуска облигаций, со ставкой 24% на 1 год (после первого года смена оферта со сменой купона). Рынок справедливо оценивает риски сектора как высокие, однако для инвесторов это создает ряд возможностей. Так, мы не видим снижения кредитных рейтингов девелоперов, у многих из них долг в большей 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. При этом рост цен, усилившийся в 2020 году, оставляет запас для их существенного снижения, и это в первую очередь повлияет на сверхприбыли девелоперов, а не на их кредитоспособность. В первом квартале 2022 года девелоперы начнут отчитываться по МСФО за 2022 год, это будет ключевым фактором для возможной переоценки отношения к сектору. Но уже по операционным показателям мы видим превышение продаж над результатами 2021 года у Страны Девелопмент, АПРИ Флай Плэнинг и АСПЭК-Домстрой.

Исследование по девелопменту

КАРТА РЫНКА ОТДЕЛЬНЫХ ОТРАСЛЕЙ

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

Карта рынка облигаций АПК

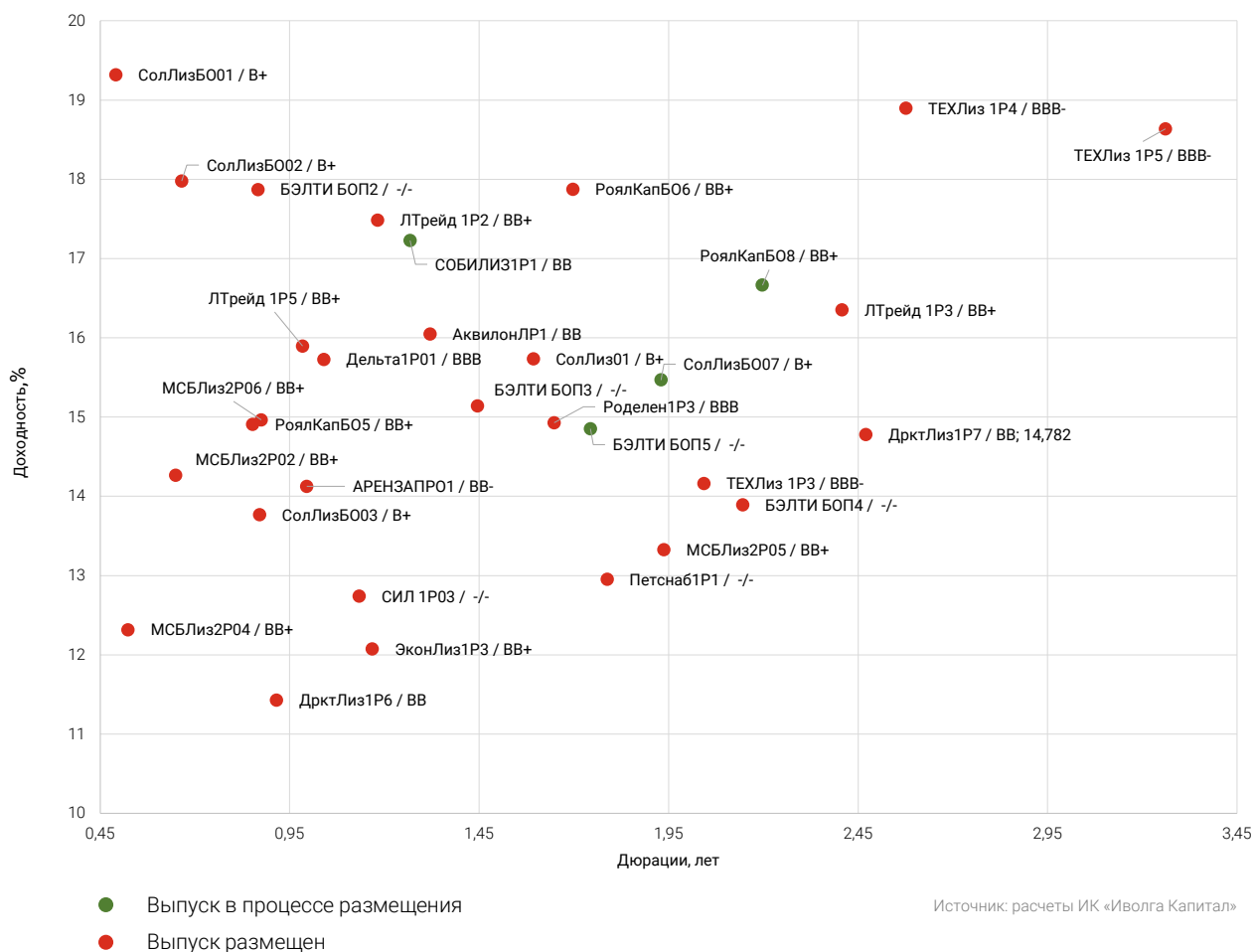


Думаем, что отношение к сектору эмоционально, оно вызвано сообщениями о поддержке отрасли со стороны государства и представлениями о низком риске с/х компаний. Тем не менее, эти факторы далеко не всегда транслируются на эмитентов ВДО. Уже сейчас мы видим снижение выручки практически у всех сельхозпроизводителей, так что сектор нам кажется перекупленным. Более того, в условиях дефицита бюджета объем субсидирования, вероятно, будет снижаться, что является существенным риском для операционно-убыточных сельскохозяйственных производителей.

КАРТА РЫНКА ОТДЕЛЬНЫХ ОТРАСЛЕЙ

Лизинговая отрасль имеет самое широкое представительство на рынке ВДО. Традиционно рейтинговые агентства присваивают достаточно высокие рейтинги лизинговым компаниям, учитывая размер их бизнеса. Скорее всего, ключевым фактором для таких оценок является наличие залога в виде предмета лизинга. Последние размещения в сегменте проходят по ставкам 15+%, при этом нижняя граница доступна только для категории ВВВ.

Карта рынка облигаций лизинговых компаний



На рынке сохраняется предложение бумаг с высокой доходностью на вторичных торгах, в любых рейтинговых категориях, и это затрудняет первичные размещения. Вместе с тем, низкая маржинальность лизинговой деятельности и необходимость конкуренции с госкомпаниями приводит к невозможности для лизинговых компаний предлагать высокие купоны. Фактически, в 2022 году объемы размещения в сегменте были не большими, порядка 500 млн рублей, и мы видим нереализованную потребность на 2023 год.

РЕЙТИНГИ И РИСКИ СЕГМЕНТА

Наше мнение к соотношению риска и доходности отдельных отраслей отражается на составе публичного портфеля PRObonds ВДО. Отраслевое распределение портфеля:

Отрасль	Доля в портфеле, %
1. МФО	~31%
2. Девелопмент	~26%,
3. Ликвидная позиция	~14%,
4. Лизинг	~10%,
5. Сельское хозяйство	~10%,

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

По итогам 2022 года доходность к погашению портфеля составляет 17,5% при дюрации около 1 года и средневзвешенном рейтинге на уровне ВВВ-.

Портфель PRObonds ВДО на 30.12.2022 г.											
№	Наименование	Цена покупки	Доля	Дата начала размещения	Дата погашения	Купон	Дюрация	Цена	Доходность	ISIN	Рейтинг эмитента
1	ЛТрейд 1Р2	97,26	3,3%	22.10.2020	01.10.2024	10,80	1,2	93,44	17,9%	RU000A1029F8	BB+(RU)
2	АйДиЭф03	100,00	0,7%	17.11.2020	02.11.2023	12,50	0,8	99,94	13,3%	RU000A102CZ3	ruBBB-
3	АПРИФП БП4	98,82	1,4%	23.12.2020	20.12.2023	13,00	0,6	98,17	17,7%	RU000A102KR3	ruB / BB-ru
4	Победа1Р1	99,47	2,4%	18.02.2021	15.02.2024	9,75	1,1	95,66	14,6%	RU000A102S23	ruB+
5	Займер 01	100,00	3,4%	04.03.2021	17.02.2024	12,75	1,1	96,16	18,0%	RU000A102TL7	ruBB
6	БДеньги-02	99,18	4,1%	13.04.2021	28.03.2024	12,75	1,1	96,69	16,3%	RU000A102ZT7	ruBB
7	Маньч01	100,00	1,4%	30.04.2021	25.04.2025	12,00	1,7	99,37	12,9%	RU000A1032D7	ruBB-
8	МаниМен 02	96,86	2,3%	20.05.2021	04.05.2024	12,50	1,2	95,62	17,4%	RU000A103406	ruBBB-
9	ЛТрейд 1Р3	94,71	3,9%	26.05.2021	30.04.2026	11,00	2,4	89,23	16,8%	RU000A1034X1	BB+(RU)
10	Займер 02	100,00	3,6%	08.07.2021	22.06.2024	12,75	1,0	95,43	19,3%	RU000A103CW8	ruBB
11	ВЭББНКР 01	98,09	3,3%	22.07.2021	02.01.2025	12,75	1,4	92,92	19,8%	RU000A103F43	ruBB-
12	Маньч02	97,26	1,9%	19.08.2021	12.02.2026	12,00	2,3	95,63	14,7%	RU000A103K20	ruBB-
13	Страна 01	96,65	8,1%	31.08.2021	15.08.2024	12,00	0,1	98,68	26,3%	RU000A103M85	ruBBB
14	АПРИФП 05	98,83	5,6%	07.09.2021	02.09.2025	13,00	2,0	81,36	26,1%	RU000A103N19	ruB / BB-ru
15	Займер 03	100,00	2,7%	21.09.2021	05.09.2024	12,70	0,9	95,46	19,3%	RU000A103QJ5	ruBB
16	Квику1Р1	100,00	2,5%	23.11.2021	06.05.2025	13,25	1,7	93,28	19,0%	RU000A1043L7	ruBB
17	АСПЭКДом01	100,00	2,5%	23.12.2021	19.12.2024	14,50	1,4	94,86	20,1%	RU000A104B53	ruB
18	ААГ-01	100,00	0,5%	27.01.2022	23.01.2025	13,85	1,8	93,40	19,0%	RU000A104FX7	
19	Дельта1Р01	80,80	2,1%	05.07.2021	01.07.2024	10,50	1,0	95,68	15,7%	RU000A103CD8	ruBBB
20	Джигр 2Р1	85,44	3,2%	16.08.2021	12.08.2024	10,60	0,8	96,83	15,4%	RU000A103JR3	BBB+(RU)/ruB BB+
21	МигКр 01К	88,20	1,6%	12.07.2021	26.06.2024	12,25	0,7	95,55	20,6%	RU000A103DA2	ruBB
22	ХайтэкБО-01	100,00	1,5%	19.05.2022	15.05.2025	24,00	0,4	102,80	17,3%	RU000A104TM1	BB.ru
23	ВЭББНКР 02	100,00	1,0%	16.06.2022	27.11.2025	22,00	2,3	100,57	16,7%	RU000A104VW6	ruBB-
24	АПРИФП БП5	100,00	1,8%	23.06.2022	19.06.2025	24,00	0,5	100,45	25,2%	RU000A104WA0	ruB / BB-ru
25	Шевченк1Р3	100,00	1,6%	21.07.2022	17.07.2025	18,50	0,5	102,49	15,4%	RU000A104Z89	BB+.ru
26	Шевченк1Р4	100,44	1,6%	28.07.2022	23.07.2026	17,00	0,8	101,47	16,2%	RU000A104ZU1	BB+.ru
27	ЛТрейд 1Р5	100,00	0,4%	17.08.2022	22.07.2027	17,00	1,0	101,05	16,1%	RU000A1053H4	BB+(RU)
28	ЛаймЗайм01	95,50	0,8%	22.12.2021	18.12.2024	16,75	1,4	97,35	20,1%	RU000A104AX8	ruBB-
29	ВЭББНКР 03	100,00	0,9%	31.08.2022	11.02.2026	19,00	2,5	100,01	15,6%	RU000A105575	ruBB-
30	ПКБ 1Р-02	93,34	1,9%	24.09.2021	19.09.2025	10,75	1,5	96,62	14,0%	RU000A103RJ3	ruBBB+
31	ЛаймЗайм02	100,00	4,0%	13.10.2022	27.09.2025	20,00	1,6	101,65	20,9%	RU000A105AJ4	ruBB-
32	ЭТС 1Р04	93,62	1,8%	10.06.2021	05.06.2025	9,90	1,4	95,05	14,4%	RU000A103828	ruA-
33	ИПМЕДДМ1Р1	95,85	1,0%	25.12.2020	22.12.2023	9,50	1,0	99,24	10,6%	RU000A102LB5	ruA-
34	ВИС Ф БП01	93,85	2,0%	20.10.2020	12.10.2027	9,00	0,8	95,78	15,3%	RU000A102952	A(RU) / ruA
35	Пионер 1Р5	90,782	1,5%	22.12.2020	17.12.2024	9,75	1,3	94,36	15,5%	RU000A102KG6	A-(RU) / ruA- /A-[ru]
36	Роделен1Р3	100,00	2,6%	15.12.2022	19.11.2027	15,00	1,7	101,86	14,8%	RU000A105M59	ruBBB
37	АПРИФП 2Р1	100,00	2,0%	08.11.2022	03.11.2026	24,00	0,8	100,10	26,0%	RU000A105DS9	ruB / BB-ru
38	Деньги в РЕПО с ЦК и под хедж		12,9%						7,4%		

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:

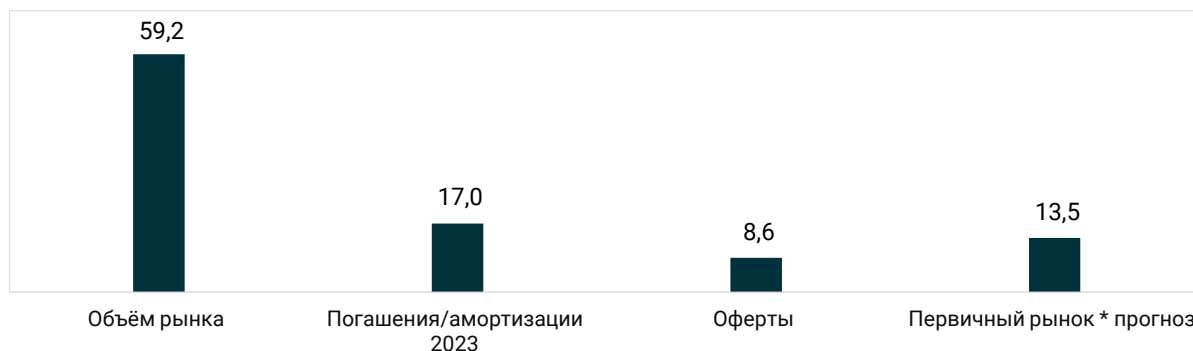
«Для действующих эмитентов ВДО каждое погашение, требующее рефинансирования, станет проверкой на выживаемость. Мы называем эту ситуацию проблемой-2023 и ждем, что она будет стоить рынку 20–25 дефолтов в течение года.»

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.

Если говорить об объёмах, эмитентам предстоит в течение 2023 года погасить и амортизировать порядка 17 млрд рублей + около 10 млрд оферт. При объёме рынка около 60 млрд¹ рублей и первичном рынке в 13-14 млрд погашения 2023 года не представляются критическим риском для рынка.

Рынок ВДО, млрд руб.



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 будущих дефолтов оказывает и уровень рейтингов эмитентов ВДО.

¹ Объём в обращении, по номинальной стоимости, облигаций эмитентов с рейтингом BBB и ниже или без кредитного рейтинга, объёмом менее 1.5 млрд руб.

СТАТИСТИКА ПО РЕЙТИНГАМ

За 2022 год рейтинговые агентства провели 84 рейтинговых действия в отношении эмитентов ВДО. **В 69% случаев текущий рейтинг был подтверждён, повышение рейтинга наблюдалось в 12%, снижение в 19%.** Снижение рейтингов наблюдалось часто, но не критично, мы не увидели существенного снижения кредитного качества эмитентов, в итоге в 81% случаев рейтинговое действие было позитивно.

Но стоит выделить и негативную тенденцию, которая наблюдалась в 2022 году: отказ от получения кредитного рейтинга без перехода в другое рейтинговое агентство. Причины для такого действия могли быть различными, но для облигационеров ситуация безусловно ухудшилась, на данный момент на рынке представлено 7 эмитентов, отказавшихся от рейтингового покрытия. Если учесть эти события, то доля негативных рейтинговых действий возрастает до 25%. Мы негативно смотрим на практику отказа от рейтингового покрытия и надеемся, что данная практика не станет повсеместной. На наш взгляд, важно либо законодательно закрепить необходимость поддержания рейтинга на время обращения бондов, либо нормализовать практику включения ковенант на поддержание рейтинга.

Оценить полную картину мы сможем только в течение первого квартала, когда эмитенты будут публиковать годовые отчёты. Но уже по квартальным отчётам за 9 месяцев и полугодовым МСФО (для девелоперов и нескольких групп компаний) можно сказать, что критичного ухудшения финансовых результатов в течение года не случилось. Убытки по 9 месяцам являются крайне редким явлением, пока что мы видим убытки в отчётах только у трёх компаний. Безусловно, в прошедшем году наблюдалась высокая волатильность финансовых результатов, поэтому снижение прибыли на 30 и более % не стало каким-то исключением для рынка.

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

ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМНЫЕ СИТУАЦИИ, ИХ ПРИЧИНЫ И ПОСЛЕДСТВИЯ

В 2022 году рынок ВДО столкнулся с несколькими полноценными и техническими дефолтами, реструктуризацией и намерениями совершить реструктуризацию в будущем. Каждое кризисное событие на рынке имеет свои особенности. Случаи дефолтов и их вероятные причины мы тезисно опишем ниже.

Наша точка зрения, что в текущих условиях наибольшая опасность сосредоточена в сегменте малого бизнеса. Такие компании в большей степени подвержены неконтролируемым рискам, которые зачастую не находят своё отражение в уровне доходности бумаг.

1. Калита (рейтинг В+): дефолт произошёл в марте 2022 года. 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 низко-маржинальный бизнес, не требующий владения физическими активами, что существенно снижет «ценность» юридического лица – эмитента в глазах его собственников.

2. ИТК ОПТИМА (нет рейтинга): дефолт произошёл в июле 2022 года. Компания подала иск на само-банкротство, после чего перестала исполнять какие-либо обязательства перед владельцами облигаций. ИТК Оптима небольшое предприятие с выручкой до 200 млн рублей 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.

3. Эбис (рейтинг ВВ) дефолт произошёл в июле 2022 года. Дефолт компании Эбис является самым неоднозначным дефолтным кейсом прошлого 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.

4. Главторг (рейтинг ВВ+): 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 свидетельствует нежелание эмитента проведения качественного аудита по итогам 2021 года, хотя обязательства по аудиту были даны рейтинговому агентству.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

Объемы размещений ВДО с 24 февраля до конца 2022 года

Организатор	Сумма, тыс. рублей	Доля
Иволга Капитал	2 715 650	33%
БКС	750 000	9%
Газпромбанк	750 000	9%
ЮниСервис	689 417	8%
ИВА Партнерс	480 267	6%
Без Организатора	458 553	6%
ИФК Солид	357 250	4%
Фридом Финанс	350 000	4%
Grot	319 017	4%
Септем	287 700	4%
НФК	221 227	3%
Диалот	200 000	2%
Риком	200 000	2%
Велес	150 000	2%
ИТИ	167 801	2%
Финам	43 999	1%
Всего	8 140 881	100%
Нерыночные размещения		
Цифра Брокер (бывш. Фридом Финанс)	150 000	
Атон	1 500 000	

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

Фактически размещенные после 24 февраля ВДО

Выпуск	Первый купон	Начало размещения	Дата погашения	Оферта	Рейтинг	Доходность первичного размещения	Размещенный объем с 24 февраля
ПушкПЗБО1	14,00%	14.02.2022	09.02.2026		BB+ ru	14,75%	19 631
АйДиКоле02	16,50%	16.02.2022	31.01.2025		ruBB	17,81%	152 495
СибЭнМаш01	15,00%	17.02.2022	13.02.2025		BB(RU)	15,87%	101 983
РКС2Р2	15,00%	22.02.2022	18.02.2025		BBB-.ru	15,87%	70 777
БДеньги-03	24,00%	05.05.2022	19.04.2025		ruBB	-/-	132 085
ЦР БО-01	22,00%	17.05.2022	28.10.2025		B(RU)	24,36%	100 000
ХайТэк 01	24,00%	19.05.2022	15.05.2025		BB.ru	-/-	150 000
РоялКапБ07	19,00%	31.05.2022	27.05.2025	02.06.2023	BB+ ru	20,40%	100 000
ПионЛизБР5	19,18%	07.06.2022	15.04.2032		B+(RU)	-/-	221 305
РедСофт2Р3	19,00%	08.06.2022	04.12.2024		BB(RU)	20,40%	100 000
ВЭББНКР 02	22,00%	16.06.2022	27.11.2025		ruBB-	18,65%	100 000
АПРИФП БП5	24,00%	23.06.2022	19.06.2025	29.06.2023	ruB / BB-.ru	26,25%	500 000
ЭлАп БО-01	19,50%	30.06.2022	25.06.2026	04.07.2023	BB-.ru	20,98%	119 017
МГКЛ 1Р1	16,50%	05.07.2022	29.12.2026		ruB+	-/-	150 000
ЛТрейд 1Р4	19,00%	05.07.2022	09.06.2027	30.06.2023	BB+(RU)	-/-	100 000
Шевченк1Р3	18,50%	21.07.2022	17.07.2025	25.07.2023	BB+.ru	19,82%	250 000
Шевченк1Р4	17,00%	28.07.2022	23.07.2026	31.10.2023	BB+.ru	18,11%	250 000
ММЦБ П01-2	14,00%	02.08.2022	26.01.2027		BB+(RU)	14,49%	200 000
НИКА 1Р01	18,00%	02.08.2022	29.07.2025		B- ru	17,37%	89 861
ЛТрейд 1Р5	17,00%	17.08.2022	22.07.2027	22.02.2024	BB+(RU)	17,29%	100 000
Феррони01	16,50%	18.08.2022	02.08.2025	21.11.2023	BB-(RU)	17,81%	200 000
БЭЛТИ БОП5	14,00%	22.08.2022	03.04.2026		-/-	14,94%	58 881
ГЛОРАКС 01	14,00%	22.08.2022	18.08.2025		BBB-(RU)	14,75%	1 500 000
ЭНИКА 1Р03	18,00%	23.08.2022	17.08.2027		ruBB+	17,26%	83 356
ВЭББНКР 03	19,00%	31.08.2022	11.02.2026		ruBB-	16,20%	39 389
МСБЛиз2Р06	14,50%	12.09.2022	01.09.2024		ruBB+	15,51%	200 000
РоялКапБ08	16,00%	14.09.2022	10.09.2025		BB+ ru	16,99%	18 042
ЦР БО-02	18,00%	15.09.2022	25.08.2026		B(RU)	19,56%	100 000
Фордевинд1	19,90%	21.09.2022	05.09.2025		ruBB-	21,82%	200 012
КарМани 02	19,00%	29.09.2022	13.09.2025		ruBB-	20,75%	274 622
ЛаймЗайм02	20,00%	13.10.2022	27.09.2025		ruBB-	21,94%	500 000
ПАТРИОТ 01	16,00%	18.10.2022	14.10.2025		BBB-.ru	16,99%	46 975
ЗавдКЭС1Р3	20,00%	18.10.2022	13.10.2026		BB-.ru	21,55%	150 000
РЕАТОРГ1Р1	16,00%	25.10.2022	21.10.2025		BB+ ru	16,99%	46 706
СПМК БО-01	18,00%	27.10.2022	23.10.2025		ruB	19,25%	200 000
СибСтекП03	17,00%	28.10.2022	12.10.2025	26.01.2024	BB-(RU)	18,39%	300 000
НафттрнБ04	19,00%	31.10.2022	15.10.2025	02.02.2024	B- ru	20,75%	100 000
СОБИЛИЗ1Р1	16,00%	01.11.2022	16.10.2025		ruBB	17,23%	26 371
АПРИФП 2Р1	24,00%	08.11.2022	03.11.2026	21.11.2023	ruB / BB-.ru	26,25%	361 096
ГрупПро1Р2	16,00%	10.11.2022	25.10.2025		B+(RU)	15,63%	50 905
ГарИнв2Р05	14,75%	22.11.2022	18.11.2025		BB+(RU)	15,59%	1 500 000
Эфферон_01	17,50%	24.11.2022	18.11.2027		ruBB	15,16%	150 000
ГлобалФ1Р1	20,00%	01.12.2022	15.11.2025		ruB	21,94%	100 000
Реиннол1Р2	18,00%	13.12.2022	08.12.2026		BB- ru	19,25%	100 000
Роделен1Р3	15,00%	15.12.2022	19.11.2027	09.12.2024	ruBBB	16,08%	250 000
БДеньг-Ю01	8,00%	21.12.2022	03.06.2026		ruBB	8,33%	16 552
СолЛизБ007	14,50%	23.12.2022	07.12.2025		B+ ru	15,51%	83 331
Феррони02	16,50%	26.12.2022	10.12.2025		BB-(RU)	17,81%	99 463
МГКЛ 1Р2	16,50%	27.12.2022	22.06.2027		ruB+	17,55%	150 000

Нерыночное размещение

Выпуск размещен

Контакты

Марк Савиченко | Главный аналитик ИК «Иволга Капитал»

savichenko@ivolgacap.com | +7 981 469 35 09

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

Ограничение ответственности

Настоящий информационный материал подготовлен исключительно в информационных целях. Несмотря на то, что ООО ИК «Иволга Капитал» применило все разумные меры, чтобы обеспечить точность и правильность содержащейся в данном информационном материале сведений, а также прилагало разумные усилия для получения информации из надежных, по мнению ООО ИК «Иволга Капитал», источников, ООО ИК «Иволга Капитал» не дает, прямо или косвенно, никаких заверений или гарантий, содержащихся в настоящем информационном материале. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Никакая часть настоящего документа или факт опубликования информационного материала не могут служить основанием для какого-либо договора, обязательства или решения об инвестировании. Данный материал подготовлен исключительно в целях ознакомления получателей с информацией, способной помочь им при самостоятельной оценке вопросов, сделок или компаний (эмитентов), упомянутых в настоящем материале. Организатором не предоставляется никаких гарантий, явных или подразумеваемых, что информация или мнение, представленные в настоящем документе, являются справедливыми, точными, адекватными, полными или правильными.

Данный информационный материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, офертой, предложением о продаже или предложением сделать оферту о подписке на какие-либо ценные бумаги или их приобретении. Ни эмитент, ни его аффилированные лица или представители эмитента и Организатора не несут никакой ответственности (за действия по неосторожности или по иным основаниям) за убытки, возникшие каким-либо образом в результате использования настоящего материала либо его содержания, либо причиненные иным образом в связи с публикацией данного материала. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном документе, могут не соответствовать инвестиционному профилю инвестора. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора.

Все перечисленные в данном материале заявления, не касающиеся факта, произошедшего в прошлом, могут считаться прогнозными заявлениями. В таких заявлениях, в связи с известными и не известными рисками, факторами неопределенности и иными факторами, находящимися вне контроля эмитента и/или Организатора, фактические результаты могут существенно отличаться от прогнозируемых. Данные прогнозные заявления основаны на многочисленных предположениях относительно нынешней и будущей бизнес-стратегии эмитента и среды, в которой ожидается ведение эмитентом деятельности в будущем. По своей природе прогнозные заявления связаны с рисками и факторами неопределенности, зависящими от обстоятельств, которые могут возникнуть или не возникнуть в будущем. Прогнозные заявления делаются на дату составления настоящего материала и эмитент категорически отрицает наличие любых обязательств по обновлению или пересмотру прогнозных заявлений, сделанных в настоящем документе, для отражения связанных с возникновением таких обстоятельств изменений в ожиданиях или перемен в условиях или обстоятельствах, на которых основаны эти прогнозные заявления.

Информация, содержащаяся в данном информационном материале, предоставляется по состоянию на дату составления настоящего документа, отражает субъективное мнение исследователей (специалистов ООО ИК «Иволга Капитал») и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. Организатор также не предоставляет гарантий, что информация о бизнесе, финансовом состоянии, перспективах, кредитоспособности, статусе или о иных положениях эмитента на дату после публикации информационного материала будет являться актуальной. Ни эмитент, ни Организатор, ни кто-либо из официальных представителей, сотрудников сторон или консультантов не несут обязательств в отношении дополнения, изменения, обновления или пересмотра любой информации, представленной в составе настоящего материала.

Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе. ООО ИК «Иволга Капитал» не несет ответственности перед инвестором за финансовые потери, являющиеся результатом изменения рыночных котировок, изменения курса валют, дефолта эмитента ценных бумаг и иных рыночных факторов.

Для получения дополнительной информации об эмитенте ценных бумаг, упомянутом(ых) в настоящем информационном материале, необходимо обратиться в ООО ИК «Иволга Капитал». Воспроизводить, копировать, цитировать, а также делать выдержки из информационного документа без предварительного письменного согласия ООО ИК «Иволга Капитал» запрещено.