

Михаил ТКАЧ,
ведущий аналитик
по корпоративным
рейтингам «Эксперт РА»

Игорь СМИРНОВ,
младший директор
по корпоративным
рейтингам «Эксперт РА»



Как перестать быть эмитентом ВДО

Сектор высокодоходных облигаций развивается особым путем. Ему пока не знакомы «правила хорошего тона» долгового рынка — системный IR, кредитные рейтинги, простая и прозрачная структура владения, качественная отчетность. Первичное размещение нередко проходит в Telegram, а сами эмитенты ВДО внешне выглядят одинаково рискованными вне зависимости от фактического профиля рисков и финансовой устойчивости. Такая ситуация может законсервировать эмитента в зоне высоких ставок и ограниченного инвестиционного спроса на его долг. Перейти в класс эмитентов низкодоходных облигаций компаниям поможет рост бизнеса при сохранении невысоких метрик по долгу, дополнительная информационная прозрачность, упрощение структуры владения и формирование положительной рейтинговой истории.

В большинстве случаев до выпуска облигаций для эмитентов ВДО характерен низкий уровень долговой нагрузки. И это не от хорошей жизни. Операционная деятельность многих представителей сектора ВДО не предполагает существенных капитальных затрат, следствием чего является низкий объем активов, способных выступать надежным залогом для банковского кредита. Поэтому выпуск облигаций с повышенной ставкой — во многом вынужденная мера, позволяющая получить кредитное плечо для развития.

ГРАНИЦЫ РЫНКА

Сейчас у участников рынка и аналитиков нет единых критериев отнесения облигаций к категории ВДО, поэтому границы сектора размыты, а объем рынка чувствителен к учету нескольких крупных выпусков. Московская биржа пока не выделяет ВДО как отдельный класс и не поддерживает специфический индекс, в то время как Cbonds ведет группу индексов с начала 2018 года. Параметрами для причисления облигаций к высокодоходным выделяются ставка купона, объем эмиссии в обращении, ликвидность бумаги, наличие кредитного рейтинга, тип покупателя, возможность получения банковского финансирования. При формировании выборки к высокодоходным облигациям нами были отнесены выпуски в обращении со ставкой от 12% и выше. Часть эмитентов были исключены из выборки, поскольку мы сомневаемся в рыночном характере выпусков либо понимаем, что существенная премия, с которой торгуется старый выпуск эмитента, фактически выводит его из категории ВДО. Оставшиеся эмитенты были разделены по секторам исходя из отраслевой специфики. По нашим оценкам, практически 50% всех размещений ВДО приходятся на предприятия, оказывающие финансовые услуги: микрофинансовые организации, лизинг и брокерские услуги. Мы рассчитали средневзвешенную на объем

Сектор	Объем в обращении, млн руб.	Количество эмитентов	Средневзвешенная ставка
Финансовые услуги	8657	19	14.7%
Строительство	4240	9	14.5%
Производство	1615	7	15.6%
Торговля	1331	5	13.2%
Услуги	918	7	14.6%
Сельское хозяйство	440	2	13.8%
Транспорт	90	1	16.1%
Пищевая промышленность	60	1	14.0%
Итого	**17 350**	**51**	**14.6%**

Таблица 1
Отраслевая принадлежность эмитентов ВДО

в обращении ставку по каждому сектору. Результаты представлены в Таблице 1.

Как можно заметить, интервал средневзвешенных процентных ставок по секторам колеблется от 13% до 16%. При этом мы не обнаружили существенного влияния на процентную ставку таких параметров выпуска, как срок и год размещения, наличие оферты или амортизации. Отсутствие корреляции между условиями и стоимостью заимствований свидетельствует, что рынок ВДО не подчиняется привычным правилам, когда меньший срок обращения либо возможность досрочно предъявить выпуск к погашению позволяют снизить процентную ставку. Скорее всего, это объясняется тем, что основными покупателями ВДО являются частные лица, которые принимают решения, не имея возможности анализировать и сопоставлять кредитный риск эмитентов. В большинстве случаев без дополнительной информации ранжировать риски дефолта того или иного эмитента ВДО достаточно сложно, поэтому с точки зрения стоимости заимствований они могут казаться инвесторам на одно лицо. Изменение процентных ставок в зависимости от срока обращения и наличия оферты/амортизации приведены в Таблице 2.

ИЗУЧИВ ОТЧЕТНОСТЬ НЕКОТОРЫХ ДЕЙСТВУЮЩИХ ЭМИТЕНТОВ ВДО, МЫ ВИДИМ, ЧТО ОНИ МОГУТ ПРЕТЕНДОВАТЬ НА ПРИЕМЛЕМЫЙ УРОВЕНЬ РЕЙТИНГА

КАК ОЦЕНИТЬ РИСК ЭМИТЕНТА ВДО?

Проще всего оценить риск эмитента, посмотрев на его кредитный рейтинг и факторы, которые рейтинговое агентство указало в пресс-релизе, обосновывающем рейтинговое действие. Но в условиях слабого проникновения рейтингов в сферу ВДО инвесторам придется пытаться делать кредитный анализ самостоятельно.

Основным активом многих эмитентов ВДО выступает дебиторская задолженность. Поэтому при анализе таких компаний особое внимание необходимо уделить практике управления риском контрагентов: как проводится оценка платежеспособности контрагентов, как строится работа с проблемными активами, используются ли банковские гарантии, залоги, обеспечения или иные механизмы, позволяющие минимизировать риски невозврата. Для компаний, которые используют привлеченные средства на строительство или расширение производственных мощностей, важно учитывать опыт реализации собственниками аналогичных проектов и наличие внешней экспертизы, подтверждающей ключевые предпосылки проекта. На финансовую устойчивость также будет сильно влиять наличие заключенных контрактов на поставку товара. При слабой экспертизе велик риск отклониться от плана как с точки зрения сроков строительства, так и в формировании достаточной контрактной базы. Слабая контрактация может с легкостью похоронить проект при переходе от инвестиционной фазы к операционной.

Поскольку большинство эмитентов ВДО составляют отчетность только по стандартам РСБУ, обращать внимание нужно также на прозрачность организационной структуры, наличие операций со связанными сторонами, неденежные операции, которые могут оказывать эффект на финансовый результат. Привлечение средств на юридическое лицо, которое не ведет реальную операционную деятельность, существенный объем сделок со связанными сторонами и завышенный финансовый результат за счет переоценки активов, договоров переуступки прав требований или прочих инструментов должны насторожить потенциального инвестора.

Выбирая финансовые метрики для оценки риска вложений в ВДО, в первую очередь нужно посмотреть на отношение FFO (операционного денежного потока до изменений в оборотном капитале) к процентным платежам и амортизации долга. Конечно, даже трехкратное покрытие процентных расходов операционным потоком не гарантирует успешного погашения выпуска, но по крайней мере будет свидетельствовать, что очередной купон не станет для компании подвигом.

КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ ВДО

Рынок высокодоходных облигаций начал формироваться относительно недавно, и большая часть рассмотренных нами размещений (42 из 72) приходится на 2018 год. На текущий момент основным источником информации, местом обсуждения и даже заключения сделок по новым размещениям выступают профильные Telegram-каналы, а также организаторы эмиссий, которые, как правило, продолжают информационно сопровождать эмитентов, в какой-то степени выполняя за них функцию IR.

Практика рейтингования эмитентов ВДО пока единична. Можно даже услышать мнение, что рейтинговая оценка неприменима для таких компаний. В реальности методологии агентства покрывают все основные типы эмитентов и учитывают их особенности.

Потенциальный уровень кредитных рейтингов эмитентов ВДО невысок. Тем не менее мы считаем, что наличие рейтинга лучше, чем его отсутствие, поскольку агентство может ранжировать риски дефолта отдельных эмитентов между собой. Обладая дополнительной информацией, которая в большинстве случаев недоступна внешнему пользователю, агентство может помочь подтвердить или опровергнуть наличие рисков, обсуждаемых на профильных форумах или тех же Telegram-каналах. Более того, изучив отчетность некоторых действующих эмитентов ВДО, мы видим, что они могут претендовать на приемлемый, например, с точки зрения банков, уровень рейтинга в категории ruBB. Детализация национальной рейтинговой шкалы при этом позволяет эффективно ранжировать эмитентов как в секторе низкого риска, так и в секторе повышенного риска: в диапазоне от ruB- до ruBBB-.

Отсутствие рейтинговой истории усложняет для эмитентов переход из категории ВДО в «обычную» — с меньшей премией за риск и доступом к банковскому кредиту и средствам институционалов.

ДЕФОЛТЫ БЛИЗКО

Понимая примерный рейтинговый диапазон, где могут расположиться действующие эмитенты ВДО, а также видя наличие ковенант, нарушив которые можно столкнуться с незапланированной офертой, мы убеждены, что в течение ближайших двух лет рынок ВДО столкнется с дефолтами. «Качество» дефолтов может помочь рынку и инвесторам «повзрослеть» либо поставит крест на его развитии.

Организаторы осторожно выпускают новые имена на облигационный рынок. Фактически, они поддерживают новых эмитентов своей репутацией. Не имея возможности верифицировать финансовую модель эмитента, сопоставить его кредитный рейтинг с другими, прочитать качественную МСФО отчетность, инвесторы покупают «имя» организатора и высокую ставку по купону. Поэтому любой случай дефолта из-за вывода активов или любого другого фрода со стороны эмитента окажется токсичным для отрасли. Два-три подобных дефолта приведут к распродаже ВДО, а также сделают невозможным рефинанс для большинства эмитентов.

Если же дефолт пройдет из-за реализации операционных рисков, то вполне можно ожидать рабочую реструктуризацию обязательств и сохранение эмитента в рынке.

Срок обращения, лет	Объем в обращении	Средневзвешенная ставка
1–3	7867	14.5%
4–5	6757	14.6%
6–10	2726	14.7%
Наличие оферты/амортизации		
С офертой/амортизацией	8666	14.3%
Без оферты/амортизации	8684	14.9%

Таблица 2
Изменение процентных ставок в зависимости от срока обращения и наличия оферты/амортизации

НДО ВМЕСТО ВДО

Любой эмитент ВДО хочет стать эмитентом низкодоходных облигаций (НДО). Понятно, что главным условием этой трансформации будет растущий бизнес с хорошим денежным потоком и приемлемой долговой нагрузкой. Мы считаем, что снижению ставки и расширению круга инвесторов могут помочь и качественные шаги, реализовать которые можно быстрее, чем растет бизнес.

Огромным плюсом будет составление отчетности по стандартам МСФО, заверенной уважаемым аудитором. Компании также могли бы присмотреться к размещению части информации, по традиции считающейся конфиденциальной, в открытом доступе. Это могут быть резюме финансовой модели, кредитные политики (для финансовых компаний), заключенные контракты, результаты независимой экспертизы проектов, описание экономики отдельных проектов — все то, что позволит инвестору поверить в модель компании и прогноз денежного потока. Эмитенты ВДО обычно не обладают каким-либо редким ноу-хау, позволяющим сформировать сильные рыночные позиции относительно других игроков, а их бизнес-модель в большинстве случаев не сильно отличается от модели конкурентов. Поэтому такое дополнительное раскрытие информации не приведет к уязвимости бизнеса.

Более комплексным шагом по повышению прозрачности может стать создание рейтинговой истории. Положительный трек-рекорд от низкого к среднему рейтингу поможет ускорить выделение компании из безликой группы «эмитентов ВДО» в самостоятельный объект внимания инвесторов с более точной оценкой риска без переплаты за «вэдэошность».

Для неформализованных групп важно оформить стройную структуру владения, по возможности упростить ее. Средний бизнес редко требует сложной и дробной структуры владения, поэтому ее наличие — потенциальный драйвер рисков и индикатор склонности владельцев к осложнению контроля инвесторов за денежным потоком и активами компании.

> ЛЮБОЙ СЛУЧАЙ ДЕФОЛТА ИЗ-ЗА ВЫВОДА АКТИВОВ ИЛИ ЛЮБОГО ДРУГОГО ФРОДА СО СТОРОНЫ ЭМИТЕНТА ВДО ОКАЖЕТСЯ ТОКСИЧНЫМ ДЛЯ ОТРАСЛИ