Ольга НИКОЛАЕВА,
аналитик управления анализа долговых рынков, ИБ «ОТКРЫТИЕ»

Торговые идеи на российском рублевом рынке тают на глазах. Доходности по выпускам качественных эмитентов первого и второго эшелонов в основной массе уже успели достичь докризисных уровней. В то же время, сохраняющийся избыточный объем ликвидности в системе заставляет инвесторов искать все новые пути заработка. Но хватит ли аппетита инвесторов для того, чтобы кредитное «окно» открылось для эмитентов третьего эшелона? Как изменились риски для данного класса активов?

Третий лишний

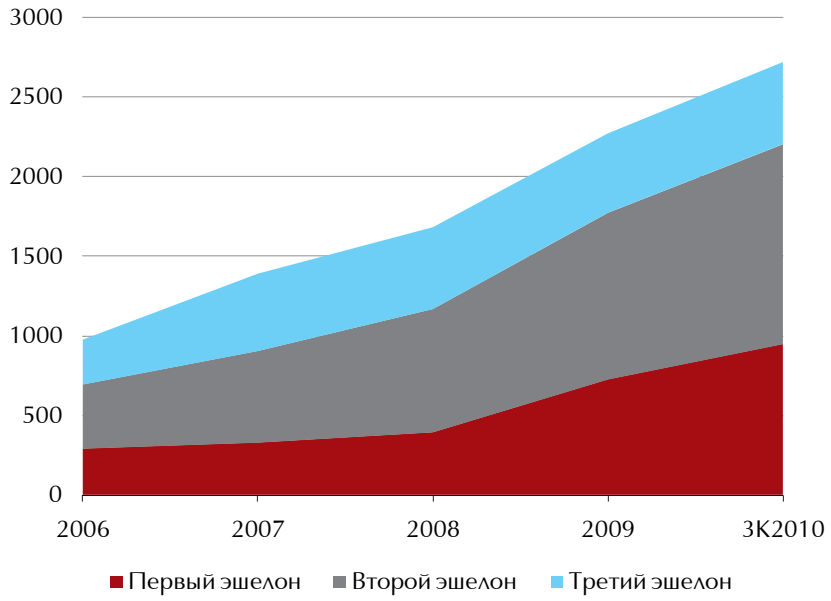
НЕЗАВИДНАЯ ДОЛЯ

Мировой финансовый кризис, активная стадия которого наступила осенью 2008 года, заметно изменил панораму российского долгового рынка. Первичный рынок моментально закрылся для большинства эмитентов, а редкие заимствования по большей части представляли собой технические размещения. Когда же в 2009 году «окно» приоткрылось, выяснилось, что в новых реалиях рыночный спрос присутствует лишь на квазигосударственные риски. Впоследствии к этому списку добавились некоторые другие эмитенты из первого и качественного второго эшелонов. Всего в 2009 году было размещено 179 новых корпоративных займов совокупным объемом 966 млрд руб., при этом компании третьего эшелона заняли в этом списке лишь скромные 12%. Результатом стало значительное падение доли высокорискованных эмитентов в общем объеме обращающихся корпоративных облигаций с пиковых 35% в четвертом квартале 2007 года до 21.7% по итогам 2009 года и 19% на текущий момент (с учетом тех, что торгуются в списке Δ — эмитентов, допустивших несвоевременное исполнение обязательств) Череда дефолтов компаний преимущественно с высоким уровнем кредитного риска (из общего объема дефолтов в 2009 году более 83% пришлось на эмитентов третьего эшелона) только ускорила процесс вымывания этого сегмента с рынка.

Первой успешной попыткой рыночного размещения заемщика, характеризующегося как представителя третьего эшелона, стали облигации группы «Трансаэро» (NR). Бумаги в объеме 3 млрд руб. были проданы инвесторам в конце октября 2009 года при совокупном спросе 3.4 млрд руб. По итогам закрытия книги заявок ставка первого купона была установлена в размере 16.95% годовых.

Таким образом, стоимость привлечения долгового финансирования для компаний — представителей сегмента distressed debt на «посткризисном» пространстве начала колебаться в районе 20% по сравнению с 12–14% в 2007 году — первой половине 2008 года. В то же время, сегмент характеризовался крайне низкой ликвидностью: в торговле пре-

Рисунок 1
Динамика изменения объема рынка российских корпоративных облигаций, млрд руб.



Источники: Cbonds, оценка банка «ОТКРЫТИЕ»

имущественно доминировали «инсайдеры», а сторонним инвесторам оказалось достаточно сложно оценить реальное кредитное качество компаний. Таким образом, однозначно говорить об установке справедливой стоимости риска было преждевременно.

В последнее время доходности большинства бумаг первого и качественного второго эшелонов достигли докризисных уровней, а одной из наиболее привлекательных торговых идей на фоне достаточной ликвидности стало участие в первичных размещениях, недостатка в которых нет. В то же время, рост числа новых предложений в третьем эшелоне (22 выпуска во втором квартале 2010 года и 14 — в третьем квартале 2010 года) по большей части лишь видимый: все еще значительна доля технических размещений, а ликвидность сектора на вторичных торгах минимальна. Однако нельзя не признать и тот факт, что все больше представителей высокорискованного сегмента стремятся выйти с рыночным предложением облигаций. Среди них присутствуют ТКС Банк, Русский Международный Банк, Судостроительный Банк, группа «Синергия» и другие. В данном контексте главный вопрос, который может волновать инвесторов, это насколько велик риск вложения в высокодоходные инструменты и сохраняется ли до сих пор угроза. Другими словами, произошли ли в действительности какие-либо качественные изменения в этом сегменте рынка?

УРОКИ КРИЗИСА ЕЩЕ СВЕЖИ В ПАМЯТИ

Страх перед вложением средств в высокорискованные активы еще довлеет над сознанием инвесторов, хорошо запомнивших уроки недавнего кризиса — именно на этот сегмент инвестиций пришлось максимальное количество дефолтов и реструктуризаций. И не всегда финансовое состояние эмитента и достаточность денежных потоков брались за основу при принятии решения о выплате по долгам. Подчас определяющим фактором становились морально-этические принципы топ-менеджмента компаний («Если не платят остальные, то зачем платить нам?»), спровоцированные слабой юридической структурой облигационных выпусков (SPV-компания в роли эмитента, отсутствие ковенант в структуре займа, возможность признания недействительными поручительств и оферт и т. д.).

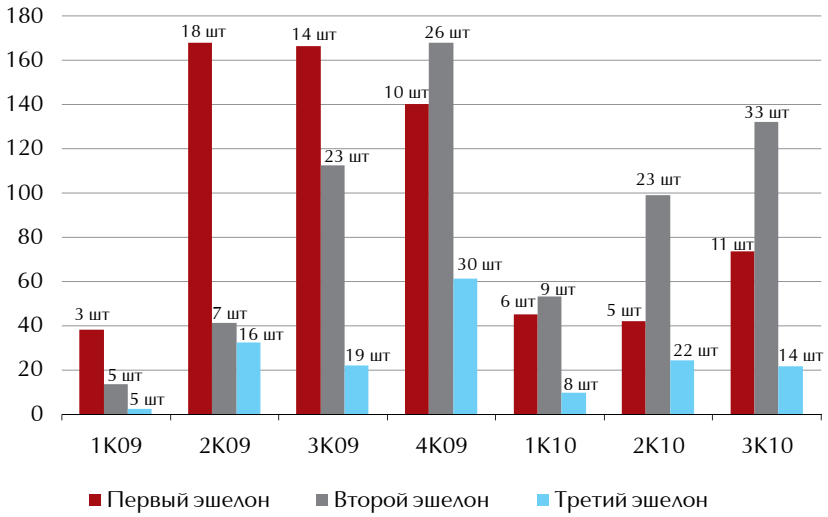
Среди прочих проблем данного сегмента рынка традиционно присутствуют недостаточная информационная прозрачность (отсутствие отчетности по международным стандартам и кредитного рейтинга, сложная структура владения), высокие потребности в оборотном капитале и, как правило, скромные размеры бизнеса.

По сути, структурных изменений в представлении кредитного риска заемщика третьего эшелона за последние два года не произошло, равно как и значимых доработок в законодательстве, призванных защитить инвесторов в момент дефолта. Тем самым, необходимо признать, что первые же признаки турбулентности в экономике могут спровоцировать очередной цикл неплатежей в этом наиболее уязвимом сегменте, вызванный высокими рисками рефинансирования, и обнажат старые проблемы.

ДРАЙВЕРЫ РОСТА

Спрос на облигации компаний третьего эшелона порождается одновременным сочетанием ряда факторов. Логично предположить, что мотивация инвестирования в инструменты high yield является функцией от объема ликвидности в системе и доходности, предлагаемой эмитентами с лучшими кредитными характеристиками. Более того, вложения в данные бумаги носят по большей части спекулятивный характер и, соответственно, приносят максимальный доход в моменты, когда рынки находятся под влиянием того или иного тренда. Устойчивое ожидание стабильности экономического роста также является необходимым условием, поскольку напрямую оказывает влияние на вероятность дефолта высокорискованных эмитентов.

Как мы видим, текущая макроэкономическая ситуация в России и за ее пределами не отличается особой ста-



Источники: Cbonds, оценка банка «ОТКРЫТИЕ»

Рисунок 2
Динамика первичных размещений, млрд руб.

Источники: Cbonds, оценка банка «ОТКРЫТИЕ»

Рисунок 3
Структура рынка корпоративных облигаций в 2007 г.

Источники: Cbonds, оценка банка «ОТКРЫТИЕ»

Рисунок 4
Структура рынка корпоративных облигаций в 3 кв. 2010 г.

Название эмитента	Объем займа	Ставка купона	Объем спроса	Дата размещения	Примечание
РТК-ЛИЗИНГ	1.5 млрд руб.	12%	Нет данных	10.08.10	
ТрансФин-М	1.25 млрд руб./ 0.5 млрд руб.	9.75%	Нет данных	17.08.10	Вероятнее всего, техническое размещение
Медведь-Финанс	1 млрд руб.	14%	Нет данных	20.08.10	Вероятнее всего, техническое размещение
БАЛТИНВЕСТБАНК	1.5 млрд руб.	9%	Нет данных	16..09.10	
Русский Международный Банк	1.1 млрд руб.	10.75%	1.27 млрд руб.	21.09.10	
ТехноНИКОЛЬ-Финанс	1.5 млрд руб./ 2.5 млрд руб.	13.25%/ 13%	Нет данных	15.09.10/ 23.09.10	Вероятнее всего, техническое размещение
ТКС Банк	1.6 млрд руб.	14.22%	Нет данных	24.09.10	
Группа Синергия	3 млрд руб.	-	-	07.05.2010	Планируется
СБ Банк	1.5 млрд руб.	-	-	12.10.10	Планируется

Источник: Cbonds

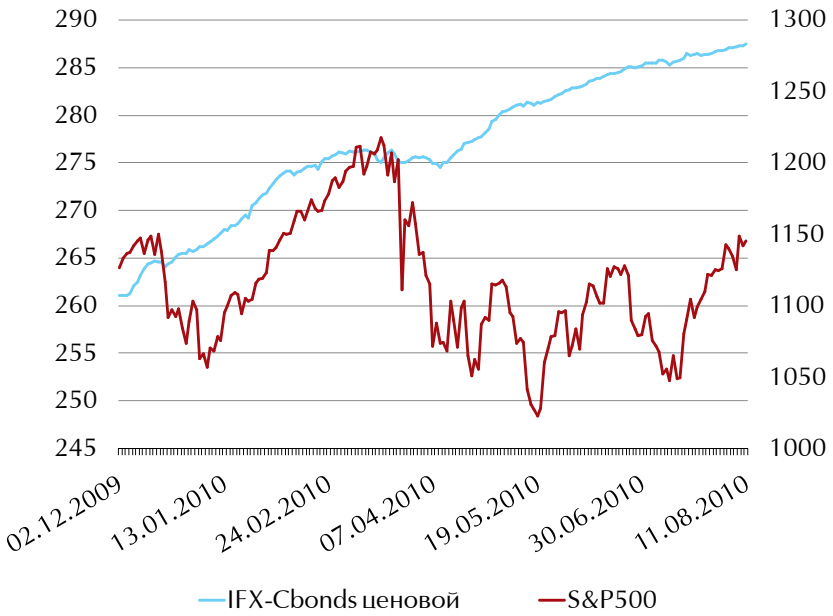
Таблица 1
Прошедшие и готовящиеся размещения в сегменте третьего эшелона

бильностью, а наметившийся в первые кварталы 2010 года подъем экономики оказался крайне неустойчивым, породив дальнейшие размышления о скорости выхода из кризиса и вероятности «второй волны». Отсутствие резких ценовых движений на внутреннем рынке облигаций, которое установилось после окончания цикла снижения ключевых процентных ставок, еще больше охлаждает пыл спекулянтов, желающих заработать в сегменте high yield. Дополнительный дискомфорт приносит и тот факт, что большинство бумаг данного сектора не удовлетворяют условиям для включения в Ломбардный список ЦБ РФ.

Косвенным индикатором спроса на облигации сегмента high yield, на наш взгляд, являются вложения в другой вид высокорискованных активов — акции. Как видно из Рисунка 5, на протяжении всего 2010 года аппетит к инвестициям в облигации неизменно рос, в то время как акции демонстрировали смешанную динамику, а текущее значение индекса S&P500 сопоставимо с данными на начало 2010 года.

Таким образом, можно предположить, что время третьего эшелона еще не пришло. И все же нельзя исключать, что в случае сохранения положительной динамики по макроэкономическим данным как на внутреннем, так и на внешнем рынке вероятность увидеть все больше имен из сегмента high yield на первичном рынке заметно возрастает. Если смотреть на сегмент в разрезе отраслей, то наименьшей «токсичностью», на наш взгляд, обладает банковский сектор, представители которого к тому же отличаются еще и более высоким уровнем информационной прозрачности. Действительно, количество дефолтов в российском банковском секторе даже в самые тяжелые времена было минимальным, а контроль за финансовой деятельностью со стороны Банка России и помощь от АСВ добавляют дополнительный комфорт. Напротив, участие в выпусках корпоративных заемщиков третьего эшелона в ближайшем будущем будет оправданно лишь в случае глубокого понимания кредитного профиля эмитента.

Рисунок 5
Динамика индексов S&P500 и IFX-Cbonds



Источники: Cbonds, Bloomberg

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИСТОЧНИКИ ФОНДИРОВАНИЯ КОМПАНИЙ В СЕГМЕНТЕ HIGH YIELD

Рынок долговых обязательств уже давно практически закрыт для эмитентов третьего эшелона. Банковское кредитование также не всегда доступно и, как правило, требует наличие «твердого» залога. В результате, компании оказываются в непростой ситуации, когда потребности в рефинансировании, с одной стороны, вынуждают их искать дополнительные денежные средства, а требования участников рынка по раскрытию информации (отчетность по международным стандартам, кредитный рейтинг и т. д.) подчас не вписываются в допустимый бюджет затрат. Одним из наиболее простых решений в данной ситуации становится выход на вексельный рынок, в котором третий эшелон исторически представлен наиболее широко, а требования к участникам рынка заметно ниже. Еще одной альтернативой может являться IPO. При сопоставимом уровне затрат на подготовку и размещение займа компания получает дополнительный акционерный капитал, тем самым не увеличивая финансовый рычаг. Примеры первичного предложения акций от компаний третьего эшелона в 2010 году («Русское Море», «ДИОД» и др.) лишний раз подтверждают этот факт.