Константин ЦЕХМИСТРЕНКО,
управляющий директор
по корпоративным финансам,
ИК «УНИВЕР Капитал»

Дмитрий АЛЕКСАНДРОВ,
заместитель генерального директора,
начальник управления аналитических
исследований, ИК «УНИВЕР Капитал»

ВДО: переживая кризис

Рынок российских высокодоходных облигаций (ВДО) весной 2020 года проходил через очень суровое испытание и, можно уже сделать такой промежуточный вывод, прошел его успешно. Сегмент как таковой выжил, есть свой покупатель, есть свой эмитент, размещения продолжаются, спрос, в пределах разумного и с поправкой на доходность альтернативных вложений, имеется. Мы посмотрим на текущую ситуацию, намеренно решив опустить названия конкретных эмитентов.

КАК ЭТО БЫЛО

Глубокая просадка и почти пустые (они не пустели до конца даже в самые сложные дни) стаканы сменились активным восстановлением по всем эмитентам. Доходности выросли и еще не восстановились до оптимистичных уровней января. По большому счету к началу мая 2020 года они просто вернулись к тем уровням, с каких рынок начинал свою историю 2.5 года назад. Многие эмитенты уже вновь торгуются выше номинала.

При этом по большинству выпусков просадка в моменте составляла 10–20%, что соответствует аналогичной динамике 12–19-летних ОФЗ, хотя по ВДО средняя дюрация — 0.9–1.7 года.

Посмотрим на историю котировок подробнее. В силу того что выпусков довольно много, для получения качественной картины пойдем на финансово-математическое преступление и сформируем из них простым усреднением котировок обобщенную бумагу, а затем сравним ее поведение с динамикой разных ОФЗ. На самом деле такой подход не слишком грубый, поскольку подавляющее большинство ВДО действительно являются краткосрочными в силу либо наличия оферт, либо амортизации, либо просто близких дат погашения.

Как видим, просадка цены нашего среднего выпуска соответствует примерно 5–7-летним ОФЗ по глубине и при этом в начальный период хорошо скоррелирована по динамике. Совпадают и дни минимальных цен. Однако восстановление носит более затяжной характер, и именно это — важнейший вывод с точки зрения не только статистики и истории, но и торговой практики, полезный прямо в настоящий момент: ВДО в среднем восстановились не полностью и имеют еще порядка 3 п. п. потенциала роста в терминах цены. Спред с суверенной кривой довольно сильно разошелся и быстро схлопываться не будет — так было и после кризиса 2008 года с третьим эшелоном. На восстановление с учетом понижения ставки ЦБ РФ потребуется, даже при отсутствии внешних шоков, месяц-два, но важнейший сдерживающий фактор сейчас — фактическая остановка

бизнес-процессов. Рост котировок ОФЗ, особенно длинных, понятен: бегство иностранных инвесторов прекратилось, ЦБ на фоне дефляционных рисков возвращается к старой траектории снижения ключевой ставки, рубль сильно просел и остается стабильным на фоне продажи валюты в соответствии с бюджетным правилом, и рынок ждет, что нефть худо-бедно, но поднимется в течение пары кварталов на $5-10 за баррель — оптимальное сочетание для carry trade и спекуляции через покупку длинных ОФЗ. Короткие выпуски, естественно, дорожают меньше, а ВДО еще и несут в себе дополнительный кредитный риск, что будет сдерживать покупки до тех пор, пока ощущение повышенного риска не уйдет с рынка и пока не возобновятся активные размещения новых эмитентов и рефинансирование старых.

В любом случае происшедшее в последние недели позволяет сделать важный вывод: инвесторы в ВДО долгосрочные, идейные и готовы докупать на просадках.

ВОЗМОЖНО, ХУДШИЙ ИЗ СТРЕСС-ТЕСТОВ

Действительно. Такого не бывало и вряд ли можно было предположить, равно как и представить нефть по минус $36 за баррель. Можно взять контрцикличного эмитента, работающего в нижнем ценовом сегменте своей отрасли, который может выиграть и в случае экономического спада (на смещении потребительского спроса), депрессии, и даже в условиях войны (на армейском заказе), он может иметь классный менеджмент, научившийся управлять рабочим капиталом, персоналом и жертвовать, где нужно, маржой, и это прекрасно, когда можно работать. В условиях же всеобщей самоизоляции все бесполезно, поскольку уже не прибыль, а сама выручка превращается практически в ноль.

ОФЕРТЫ И КАНИКУЛЫ

Счастье, что не так много выпусков имеют близкую оферту и почти ни у кого из компаний она не пришлась на острую стадию распродаж, — естественно, что в такие периоды бумаги предъявляют к выкупу не потому, что сомневаются в кредитоспособности, а просто потому, что это прекрасная возможность продать хоть что-то по номиналу и купить что угодно — существенно ниже.

Кстати, решение о первой неделе каникул внесло определенный сумбур и в этот процесс — НРД в то время оферты не проводил, а на последующий период каникул оставил право исполнять или не исполнять оферты на усмотрение эмитента, в зависимости от того, в каком режиме он продолжает работу. В результате есть примеры, когда эмитент, лишенный возможности исполнить оферту в первую неделю, переносил ее после этого за горизонт окончания нового периода каникул. С одной стороны, все это может помочь спокойно аккумулировать дополнительную ликвидность, но с другой — возникает соблазн использовать уже имеющиеся средства для поддержания текущей деятельности, а собрать их после этого вновь может оказаться сложнее, особенно если «переза-

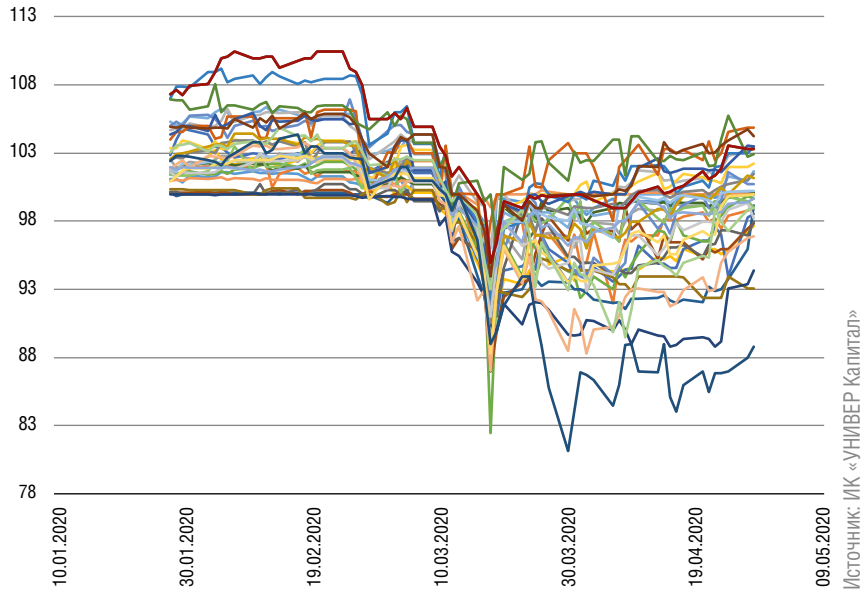
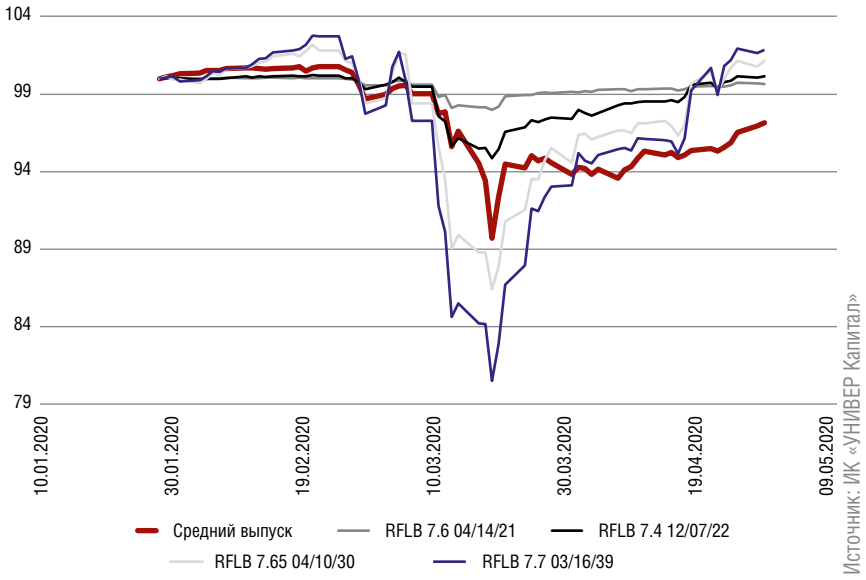


Рисунок 1
Динамика цен выпусков облигаций сектора ВДО с 28 января 2020 года

Рисунок 2
Изменение цены усредненного выпуска ВДО и цен ОФЗ по отношению к 28 января 2020 года



ПРОИСШЕДШЕЕ В ПОСЛЕДНИЕ НЕДЕЛИ ПОЗВОЛЯЕТ СДЕЛАТЬ ВАЖНЫЙ ВЫВОД: ИНВЕСТОРЫ В ВДО ДОЛГОСРОЧНЫЕ, ИДЕЙНЫЕ И ГОТОВЫ ДОКУПАТЬ НА ПРОСАДКАХ

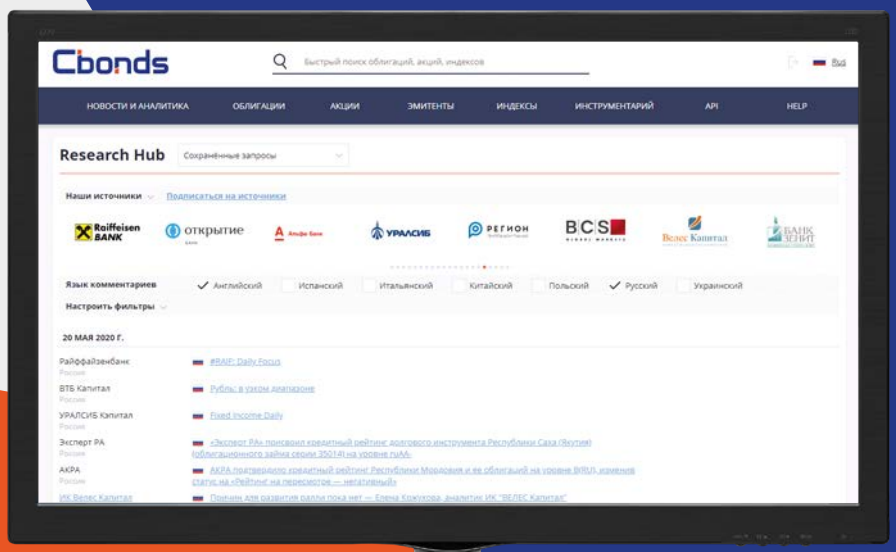
пуск» экономики задержится, что может иметь место, например, для компаний, чей бизнес существенно завязан на межрегиональные автоперевозки грузов.

ДЕФОЛТЫ И РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

Один наш коллега расшифровывает аббревиатуру ВДО как «высокая дефолтная опасность», однако дефолтов пока нам всем удалось избежать, да и в принципе, если рассматривать эмитентов ВДО, являющихся одновременно субъектами МСП (наиболее симпатичный лично нам круг), пока негативный опыт просто отсутствует. Пусть такая ситуация остается максимально долгой, но надо быть готовыми к тому, чтобы при необходимости и в нужный момент предложить добросовестному эмитенту помощь для того, чтобы избежать угрозу дефолта и банкротства. Именно сейчас и у организаторов, и у представителей владельцев облигаций, и у всех участников инфраструктуры есть прекрасная возможность продемонстрировать, что публичные инвесторы дружелюбнее и комфортнее банков, а реструктуризация займа — не кошмарный приговор, а обоюдовыгодный способ сохранения бизнеса. Множество компаний из-за искусственного ограничения экономической активности попали в ситуацию, когда кассовый разрыв становится практически неизбежным. При этом банки ограничены в свободе маневра нормативами, которые в условиях повышенной нестабильности сдерживают кредитование, давят на капитал, а иногда делают просто нецелесообразным очередное рефинансирование. История показывает, что в кризис эмитенты могут столкнуться с односторонним ростом ставки, закрытием линий и требованием досрочных погашений. Рынок облигаций благоприятно отличается тем, что структура инвесторов гораздо более разнообразная, а в сегменте ВДО покупатели готовы принимать на себя дополнительный риск, если доверяют менеджменту эмитента, позитивно смотрят на бизнес, понимают перспективы и возможности для восстановления нормальной работы компании. Это дает широкие возможности для урегулирования потенциальных проблем, связанных с вынужденной паузой в работе и потенциальной невозможностью исполнить в полном объеме оферту или осуществить погашение. Кстати сказать, возрастает также роль институтов развития, которые своим участием могли бы разрешать локальные проблемы компаний — субъектов МСП.

ПЕРСПЕКТИВЫ

С перспективами, как ни странно, проще всего: сектор ВДО доказал право на существование, доказал наличие здравых инвесторов, способных контролировать свои страхи и адекватно оценивать риски приобретаемых активов. Какие бы трудности ни ожидали эмитентов ВДО впереди, можно уверенно утверждать: если будет жив российский рынок публичного долга — будет развиваться и сектор ВДО. С этим мы всех нас и поздравляем.

НОВЫЙ САЙТ
Cbonds


premium.cbonds.ru/comments