Фондовый рынок Армении: заявка на рост

Владислава САБАНОВА,
специалист отдела
долговых рынков
России и СНГ, Cbonds

Очевидный недостаток финансовых инструментов на рынке Армении, где кросс-листинг облигаций является значимым событием в масштабах единственной действующей биржи, перекрывается регулярными выпусками гособлигаций, на которые все больше обращают внимание международные инвесторы. Новые реалии на фоне сложившейся геополитической ситуации, по оценкам экспертов, могут поспособствовать фондовому рынку Армении расширить набор финансовых механизмов.

Несмотря на очевидные сложности, ряд экспертов считает, что благодаря реформам и плавающему курсу драма Армения создала благоприятную среду для развития локального финансового рынка

МАКРОЭКОНОМИКА И ГЕОПОЛИТИКА

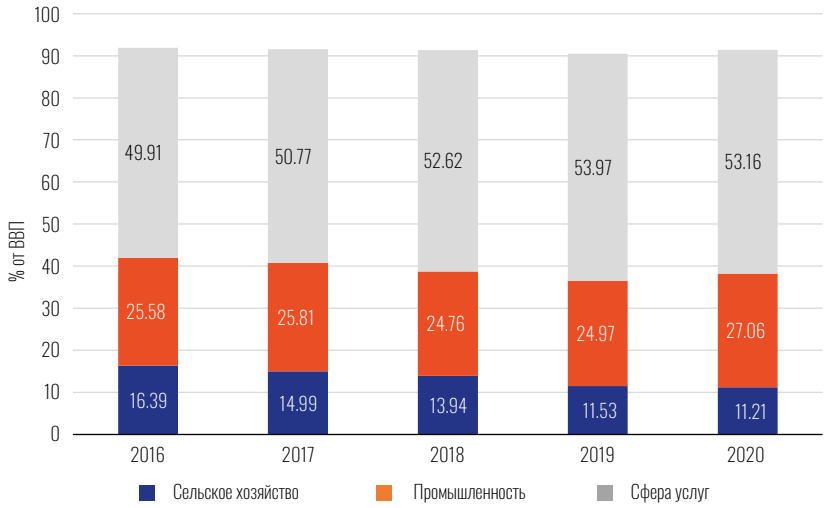
Армения является индустриально-аграрной страной. Больше половины ВВП республики приходится на сферу услуг, около трети ВВП составляет промышленность (главным образом, машиностроение и обработка металлов) и чуть более 10% — сельское хозяйство (животноводство и выращивание овощей и фруктов) (Рисунок 1). Основным торговым партнером Армении по праву считается Российская Федерация. По данным Статистического комитета Республики Армения, на Россию приходится 28% экспорта и 37% импорта страны. Из Рисунка 2 можно увидеть, что экономика Армении является заметно зависимой от российской. Республика является родиной для многих трудовых мигрантов в РФ (300 тыс. человек). Согласно ЦБ Армении, доля трансфертов в ВВП страны составляет от 7% до 8%, немного более 50% из которых приходится на переводы из России.

Армения имеет границы с четырьмя странами: Грузией, Азербайджаном, Турцией и Ираном, что во многом определяет геополитическую обстановку в регионе. Основной причиной для нестабильности в республике выступает вопрос о признании территории Нагорного Карабаха между Арменией и Азербайджаном, что стало причиной Второй карабахской войны в 2020 году. С Турцией, исторически притеснявшей армян (что признало ряд стран, но не сама Турция) и поддержавшей Азербайджан в Карабахской войне республика предпринимает попытки нормализации отношений.

На Рисунке 3 изображена динамика USD к курсам валют Армении, ее ближайших соседей — Грузии и Азербайджана, а также Казахстану. Как видно из рисунка, динамика курса USD/AMD близка к фиксированному курсу USD/GEL. В то же время динамика курса доллара к драму сильно отличается от динамики валют Азербайджана и Казахстана. Как можно заметить

Рисунок 1
Распределение ВВП Армении по секторам, 2016–2020 годы

Источник: Всемирный банк



из рисунка, наибольшее ослабление национальной валюты Армении происходило в период начала пандемии COVID-19 в марте 2020 года, а также в период Второй карабахской войны и в период народных протестов.

Важной вехой в истории Армении является ее присоединение в 2015 году к ЕАЭС, что послужило толчком для развития двусторонней торговли с Россией. По словам Артака Камаляна, члена Коллегии (министра) по промышленности и агропромышленному комплексу ЕЭК, существенный прирост как товарооборота в целом (Рисунок 2), так и экспортно-импортных потоков сельскохозяйственных товаров между Арменией и РФ был отмечен уже в 2016 году: по итогам 2020 года объем взаимной торговли продукцией АПК увеличился на 67% относительно 2016 года и составил почти $673 млн.

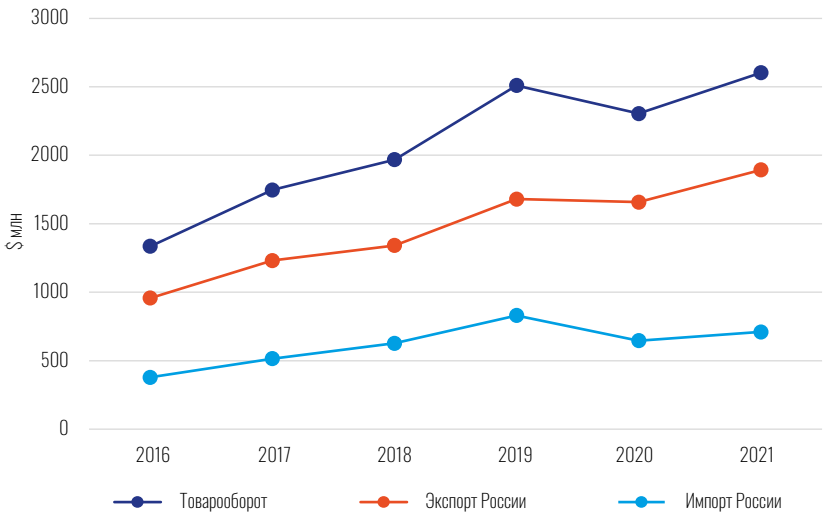
ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Фондовый рынок Армении слаборазвит. Среди причин — маленький размер рынка, относительная географическая изоляция из-за межтерриториальных конфликтов с Азербайджаном и Турцией, а также недостатки в правовом поле. В Армении действует Армянская фондовая биржа (AMX), которая является единственной в стране. На финансовой площадке проходят сделки с акциями, корпоративными и государственными облигациями, валютой и кредитными ресурсами, а также заключаются сделки РЕПО.

Желая открыть для своих инвесторов новые рынки, в сентябре 2020 года Центральный банк Армении выставил на продажу единственную фондовую биржу. Потенциальным инвестором выступила Варшавская фондовая биржа (WFB). Ранее Армянской фондовой биржей управляла шведская компания OMX. Через несколько лет руководство фондовой площадкой перешло к Центробанку Армении, который в настоящее время владеет 90.1% ее акций. После предполагаемой сделки у ЦБ республики останется

Рисунок 2
Динамика товарооборота с Россией, 2016–2021 годы

Источник: Федеральная таможенная служба России



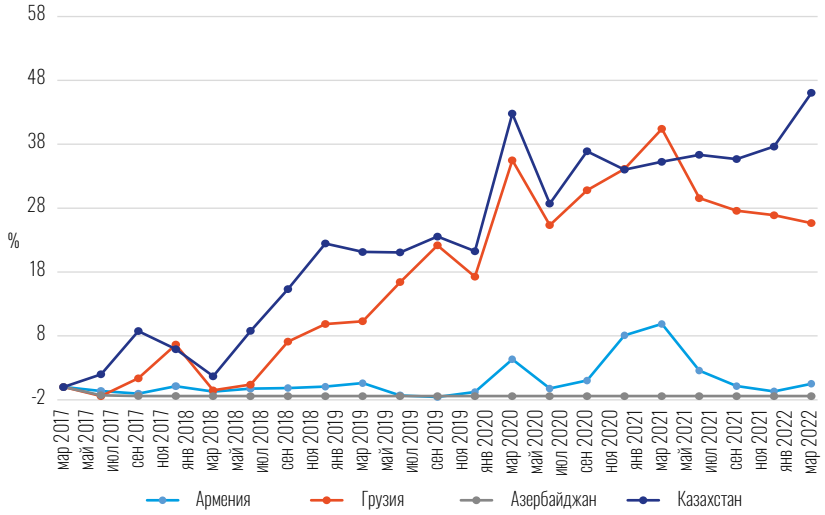


Рисунок 3
Динамика курсов валют СНГ относительно USD, 1Q 2017–1Q 2022

Источник: Cbonds

25% акций, 65% — у Варшавской биржи. Еще 10% приобретет третий акционер, которого назначит польская сторона. Между сторонами был подписан договор о соглашении на проведение дальнейших переговоров. Однако отмечалось, что договор не являлся обязательным к исполнению. Кроме того, сообщалось, что WFB должна была провести целый ряд исследований перед окончательной покупкой.

Несмотря на очевидные сложности, ряд экспертов считает, что благодаря реформам и плавающему курсу драма Армения создала благоприятную среду для развития локального финансового рынка. Так, заместитель начальника Аналитического департамента Газпромбанка Гульнара Хайдаршина отмечает, что стимулирующая бюджетная политика Армении (в условиях пандемии дефицит сохранялся в пределах 3–5.4% ВВП) (Рисунок 4), благодаря которой сформировался профицит ликвидности, создала благоприятные условия для абсорбирования этого профицита через наращивание выпуска локальных гособлигаций. В условиях роста профицита ликвидности номинал выпусков таких госбумаг, согласно словам эксперта, может возрасти, повысив их ликвидность и сделав более интересными для крупных зарубежных инвесторов.

Немаловажно отметить, что в начале 2020 года плательщики были освобождены от уплаты налога на прибыль — нерезиденты по доходам от акций и облигаций, включенных в список действующей в Республике Армения фондовой биржи.

РЕЙТИНГИ

Рынок Армении не богат на рейтинговые действия ввиду небольшого количества эмитентов на локальном рынке. В середине — конце 2020 года рейтинговые агентства в основном пересматривали прогнозы в негативную сторону и понижали или отзывали рейтинги армянских эмитентов. Среди основных причин в виде ухудшений операционных показателей также назывались вспышка коронавируса, риски обострения военного конфликта в Нагорном Карабахе, а также

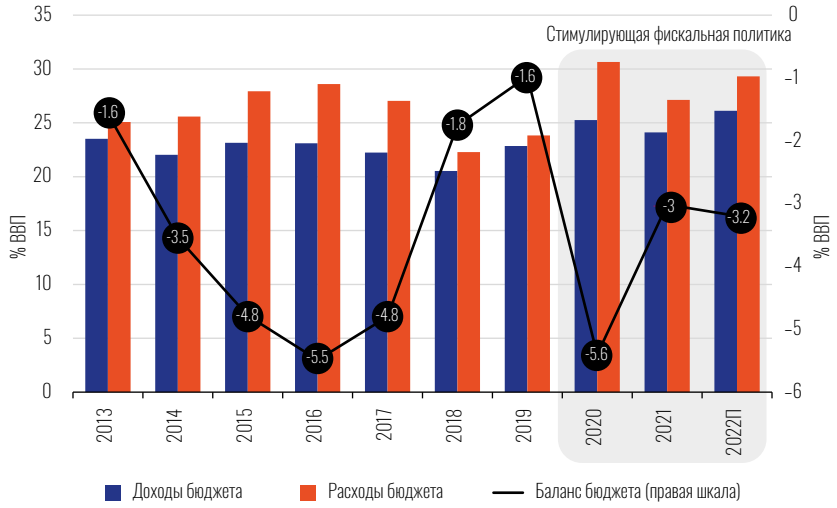


Рисунок 4
Фискальная политика Армении, 2013–2022 годы

Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

его последствия. Хотя в 2021 году большинство рейтинговых действий носили подтверждающий характер, тем не менее с середины года макроэкономическая ситуация начала стабилизироваться: эмитенты стали получать новые рейтинги и пересмотры прогнозов в положительную сторону. Одним из факторов, повлиявших на изменения в рейтингах, стала стабилизация ситуации в Нагорном Карабахе.

В октябре 2021 года S&P Global Ratings присвоило Армении рейтинг B+ с «позитивным» прогнозом ввиду перспектив быстрого роста экономики в ближайшие два-три года. Начало 2022 года ознаменовалось пересмотром Moody's Investors Service прогноза Армении со «стабильного» на «негативный». Во-первых, аналитики рейтингового агентства считают связь российской и армянской экономики через экспорт и денежные переводы, которые в сумме составляют почти 12% от ВВП региона, относительно высокой. Во-вторых, российско-украинский конфликт повысил риск возникновения взаимных территориальных претензий по Нагорному Карабаху между Арменией и Азербайджаном. Вслед за пересмотром прогноза суверена были пересмотрены прогнозы Америабанка и Конверсбанка, поскольку аналитики Moody's считают, что вероятность поддержки со стороны правительства с учетом вышеперечисленного снижена. Отдельно стоит упомянуть еще одно рейтинговое действие со стороны Moody's Investors Service, которое отозвало рейтинг ВТБ (Армения) в начале марта 2022 года вслед за отзывом рейтинга материнского банка ВТБ (Россия).

ДЕФОЛТЫ

Следует отметить, что на финансовом рынке Армении лишь однажды состоялся дефолт по оплате купона компанией Shen-Concern в 2016 году. Интересно, что на местной бирже слово «дефолт» не фигурировало. Выпуску был присвоен статус «Под наблюдением» сроком на 1 месяц для выплаты купона. Затем спустя 4 месяца после окончания данного срока был проведен делистинг ценных бумаг в связи с банкротством компании.

GREEN BONDS

В конце 2020 года Америабанк выпустил первые в стране «гринбонды». Дебютный «зеленый» выпуск был номинирован в евро (эквивалентный $50 млн) и размещен по закрытой подписке. Впоследствии летом 2021 года был проведен листинг на местной бирже. Якорным инвестором выступил Голландский банк развития предпринимательства (FMO), который на протяжении более 10 лет является партнером Америабанка в сфере финансирования «зеленых» проектов в Армении.

Целью размещения эмитент назвал финансирование или рефинансирование (полностью или частично) зеленых активов.

Затем в 2021 году состоялся еще один «зеленый» выпуск банка, уже номинированный в долларах США в размере $8 млн. В феврале этого года Америабанк выпустил в обращение еще два выпуска со статусом «green», на суммы $8 млн и 3 млрд драмов (эквивалентный $6 млн). Также это первые «зеленые» облигации Армении, выпущенные по открытой подписке.

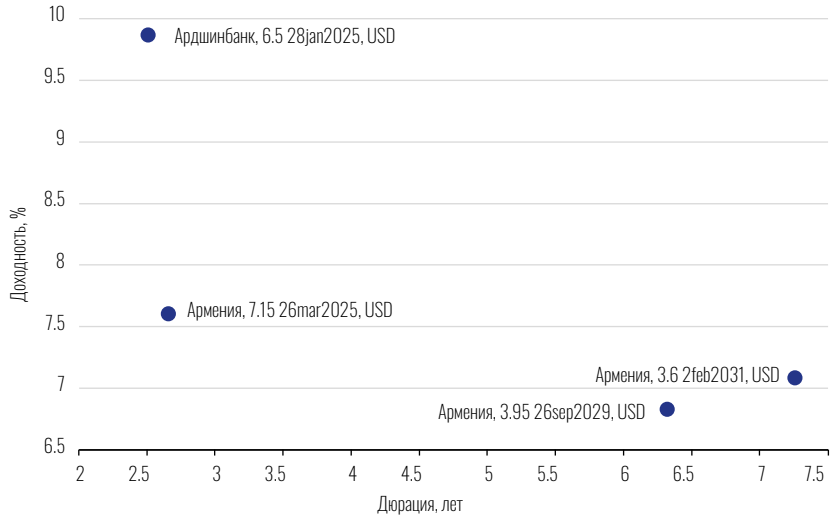
ЕВРОБОНДЫ

В среднем доходность государственных выпусков Армении находится на уровне 4.5%. Значительный рост в показателях произошел в начале пандемии, во время

На данный момент в обращении находится четыре выпуска еврооблигаций Армении, большая часть которых приходится на выпуски Минфина Армении

Рисунок 5
Карта еврооблигаций Армении

Источник: Cbonds



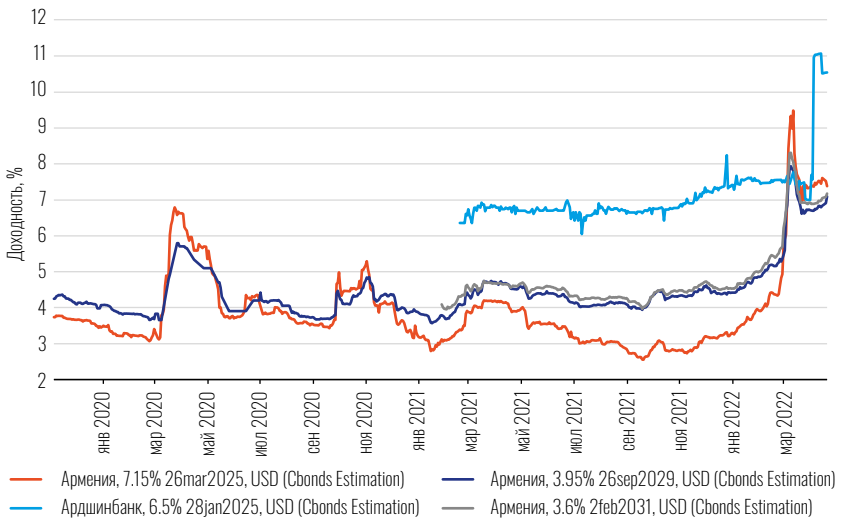


Рисунок 6
Карта доходностей евробондов Армении в обращении, 2019–2022 годы

Источник: Cbonds

Второй карабахской войны с Азербайджаном, а также с началом специальной операции в Украине.

На данный момент в обращении находится четыре выпуска еврооблигаций Армении, большая часть которых приходится на выпуски Минфина Армении (Рисунок 5). В связи с малым количеством выпусков размещение Арменией третьего транша евробондов в январе 2021 года на $750 млн стало значимым событием для финансового рынка региона.

Комментируя данное событие, премьер-министр страны Никол Пашинян подчеркнул, что размещение прошло на самых выгодных в истории Армении условиях: по самой низкой ставке — 3.8% годовых. Это превзошло условия успешного размещения еврооблигаций в 2019 году при ставке 4.2% годовых. Спрос на последний выпуск превысил предложение в четыре раза и составил $3 млрд. Премьер-министр назвал это размещение «серьезным импульсом по преодолению поствоенного экономического шока».

Очевидно, что такой успех можно объяснить повышением доверия международных инвесторов к экономическому развитию локального рынка.

В отношении перспектив будущих эмиссий в начале февраля текущего года мэр Еревана Грачья Саркисян рассматривал возможность размещения нового выпуска еврооблигаций, целью которых являлось бы экономическое развитие города. Однако после ухудшения геополитического фона председатель Центрального банка Армении Мартин Галстян сообщил о невыгодности размещения новых траншей евробондов в сложившейся ситуации из-за повышения возможного показателя риск-премии в два раза до 6%.

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Минфин Армении регулярно осуществляет выпуск государственных облигаций в национальной валюте (Рисунок 7).

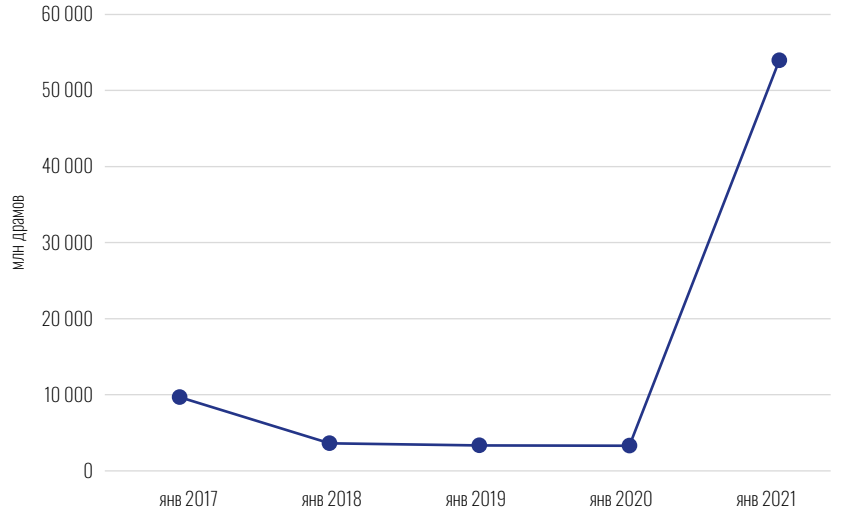


Рисунок 7
Государственные облигации, приобретенные нерезидентами

Источник: Статистический комитет Армении

За последние 5 лет значительно увеличилось число долгосрочных государственных облигаций Армении (Рисунок 9).

Темп роста доходности купонных государственных бумаг в долгосрочном периоде превышает рост бескупонных облигаций Армении.

Среди достижений Минфина Армении на фондовом рынке необходимо отметить, что в июле 2020 года в ходе аукциона прошло самое крупное размещение государственных облигаций в истории AMX, объем которого составил 60 млрд драмов. Средневзвешенная доходность облигаций составила 7.92% годовых, доходность отсечения — 8.08% годовых. Доходность первичного размещения составила 9% годовых, а срок погашения — 10 лет с полугодовой периодичностью выплат. Весь объем в 60 млрд драмов был удовлетворен полностью. Более того, спрос превысил 159 млрд драмов (на 166% превысив предложение), свидетельствуя о стабильности финансовых рынков и доверии в отношении гособлигаций.

Более того, аукцион был проведен на новой биржевой платформе аукционов гособлигаций AMX. Данная система была впервые задействована в январе 2020 года и стала основой для внедрения системы, обеспечивающей прямой доступ ко вторичному рынку ценных бумаг и рынку DMA. Айк Еганян, генеральный директор AMX, назвал это ключевым моментом для биржи, поскольку было принято революционное решение полностью заменить устаревшее ПО для организации торгов, используемое с 2001 года.

Интересно отметить, что на AMX не представлены бумаги с плавающими процентными ставками в отличие от российских бумаг, в особенности ОФЗ.

КОММЕНТАРИЙ

Гульнара ХАЙДАРШИНА,
заместитель начальника Аналитического департамента Газпромбанка

— Согласно статистике госдолга, если в конце 2020 года нерезиденты являлись держателями государственных бумаг на сумму почти 3.3 млрд драмов, то в конце 2021 года эта цифра увеличилась более чем в 16 раз и составила почти 54 млрд драмов (Рисунок 8). По моему мнению, существует три основных причины таких значительных изменений. Во-первых, в 2021 году сформировался глобальный тренд на ускорение инфляции.

Во-вторых, в 2021 году, после урегулирования конфликта в Карабахе, для Армении открылись новые перспективы в этом регионе, и инвестиционная история Армении стала более интересной.

И, наконец, в прошедшем году в Армении были проведены досрочные парламентские выборы, и курс на экономические реформы будет сохраняться в среднесрочной перспективе. Это окажет поддержку кредитному качеству Армении как суверенного эмитента.

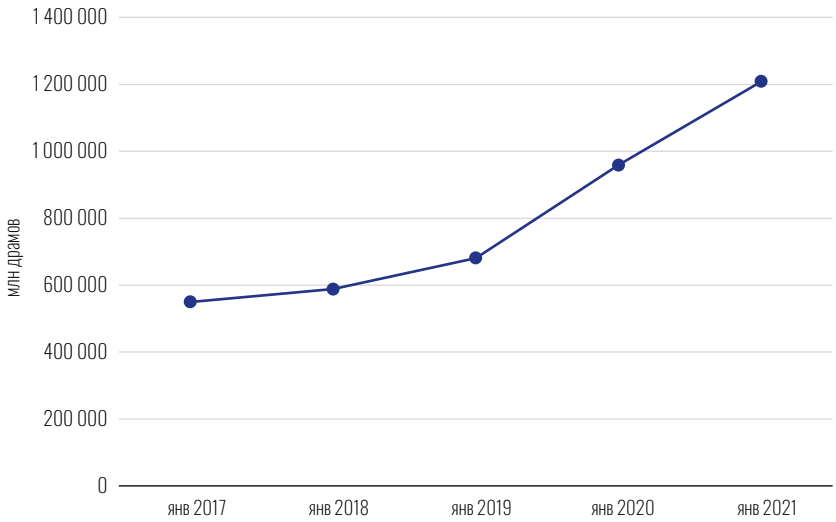
Что касается будущих размещений еврооблигаций, я считаю, что нынешний осторожный подход Минфина к размещению суверенных еврооблигаций связан с двумя факторами.

Первый фактор — уже и без того высокая долговая нагрузка. Отмечу, что в прошедшем году долговая нагрузка Армении выросла и соотношение госдолга к ВВП достигло 66.5% (с 53.6% ВВП до пандемии). В абсолютном выражении госдолг Армении в прошедшем году увеличился на $1.3 млрд. Вклад в эту цифру внесло в том числе размещение выпуска еврооблигаций на $750 млн.

В качестве второго фактора я хотела бы отметить нормализацию монетарной политики ведущими центробанками (ФРС США и ЕЦБ), что ведет к удорожанию внешних заимствований в долларах и евро. Это сделает заимствования в долларах и евро менее привлекательными с точки зрения затрат на их обслуживания и давления на показатели бюджета, который в Армении и так запланирован с дефицитом в 3.2% ВВП на этот год.

Рисунок 8
Государственные облигации Армении

Источник: Статистический комитет Армении



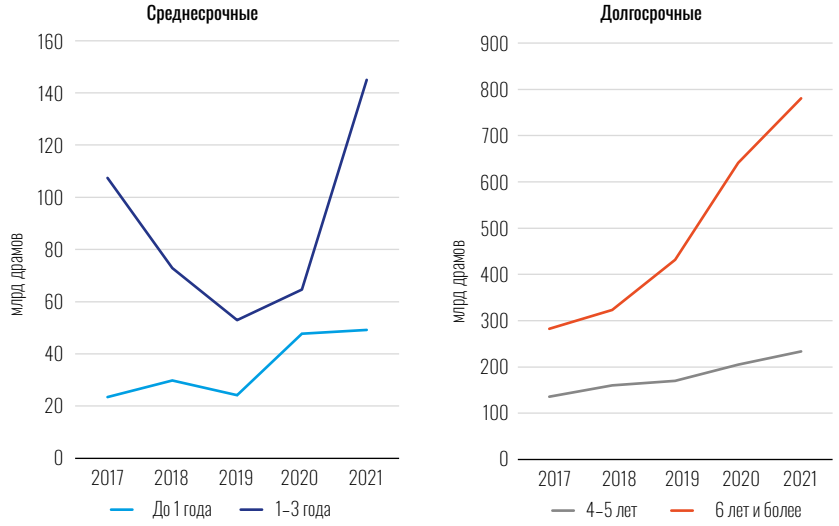


Рисунок 9
Динамика структуры государственных казначейских облигаций, 2017–2021 годы

Источник: Статистический комитет Армении

На рынке корпоративных облигаций Армении представлено 20 эмитентов. Эмитентами таких облигаций в основном (65%) являются банки (Рисунок 11). На втором месте (почти 10%) находятся институты развития и государственные агентства. Остальные отрасли — по 5%.

Самыми крупными размещениями в валютах за прошедшие 3 года стали размещения зеленых бондов Америабанка в 2020 году в объеме €42 млн (экв. $50 млн), выпуск Зангезурского медно-молибденового комбината в 2019 году в размере $50 млн, а также драмовый выпуск ASCE Group в размере 15 млрд драмов в 2021 году (экв. $31 млн) (Рисунок 12).

КРОСС-ЛИСТИНГ

В 2020 году армянский Юнибанк впервые в стране провел кросс-листинг ценных бумаг на иностранной фондовой бирже. Банк представил к вторичному листингу выпуск долларовых облигаций в размере $100 тыс. по номиналу, сроком на 3 года и доходностью 5.25% годовых. Первый листинг состоялся на Армянской фондовой бирже в декабре 2019 года, а кросс-листинг — на Московской фондовой бирже в августе 2020 года. Маркет-мейкером на MOEX выступила GX2 Invest.

В апреле 2021 года прошел кросс-листинг еще одного долларового транша облигаций банка на MOEX. Интересно отметить, что, несмотря на успешность опыта, который подтвердился Cbonds Awards в номинации «Лучшая сделка (Армения)» за 2021 год, ни один из местных эмитентов не решился повторить этот шаг. Более того, для обозначения значимости события AMX создала отдельный раздел на сайте для двух долларовых траншей банка.

ИНДЕКСЫ

В декабре 2021 года фондовая биржа Армении разработала и представила

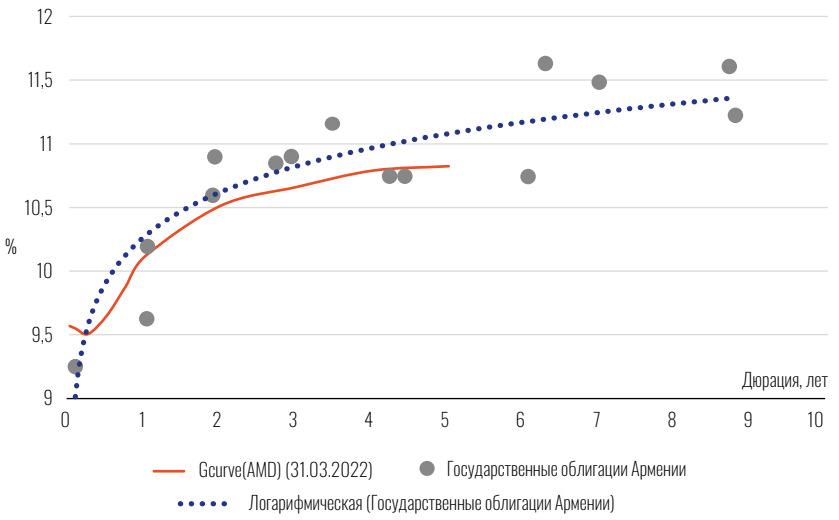


Рисунок 10
Кривая доходности государственных облигаций Армении

Источник: Cbonds

на своем официальном сайте четыре биржевых индекса корпоративных облигаций, став, по словам пресс-службы биржи, пионером в регионе. Их внедрению способствовали рост выпусков корпоративных облигаций и объем торгов, проводимый этими финансовыми инструментами.

Представленные индикаторы включают в себя: AMX C3YBI_AMD и AMX C3YBI_USD — индексы купонных драмовых и долларовых облигаций со сроком обращения от 1 до 3 лет; AMX CBMI_AMD и AMX CBMI_USD — индексы купонных драмовых и долларовых облигаций со сроком обращения в 1 год и более. Кроме того, в индексы включены облигации с фиксированной процентной ставкой, объем эмиссии которых больше или равен 500 млн драмов и $1 млн. Индикаторы обновляются в течение 45 минут после окончания торговых сессий.

В разговоре о будущих проектах генеральный директор Армянской фондовой биржи Айк Еганян отметил, что в рамках последующего развития планируется разработка индексов акций, отраслевых индексов облигаций и акций, индексов ценных бумаг, выраженных в других валютах и имеющих иные сроки обращения.

ДЕБЮТАНТЫ

В апреле 2021 года на Армянской фондовой бирже впервые прошел листинг долларовых и драмовых облигаций Evocabank на сумму 5 млн и 500 млн соответственно. Таким образом, банк стал единственным новым эмитентом на Фондовой бирже Армении в 2021 году и 12-м банком среди залистингованных на AMX. Выпуск данных облигаций банка отличился тем, что стал первым корпоративным траншем в финансовой системе Армении, который можно купить в режиме онлайн.

Рисунок 11
Корпоративные облигации в обращении по отраслям эмитентов

Источник: Cbonds

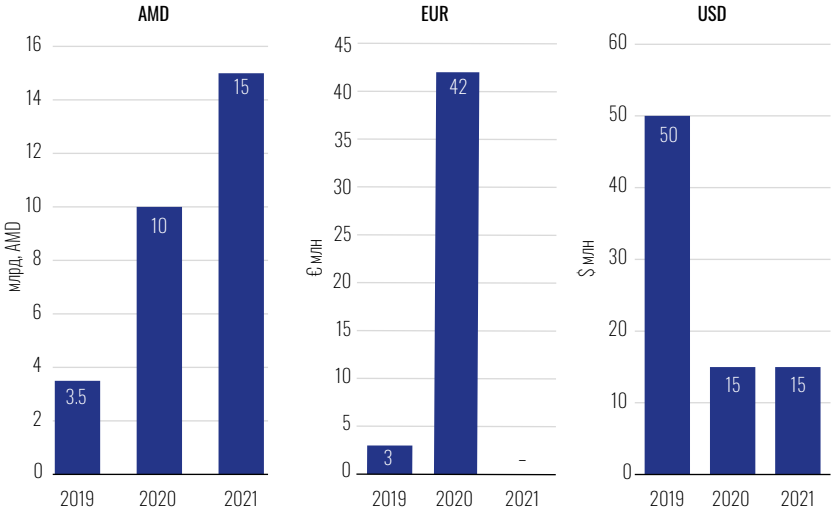
Среди новых инструментов на бирже за 2021 год стоит упомянуть о первом размещении облигаций, номинированных в драмах и долларах, от ASCE Group, которое состоялось в июне прошлого года. Ранее компания присутствовала на бирже только в качестве эмитента акций.

ДИАСПОРАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

В октябре 2021 года правительство Армении возобновило разговор о выпуске диаспоральных облигаций (Diaspora bonds) после первых упоминаний данного вопроса в 2018 году. Данный вид облигаций уже был успешно размещен такими странами, как Израиль и Нигерия. Диаспоральные облигации представляют собой государственные ценные бумаги,

Рисунок 12
Самые крупные размещения корпоративных облигаций

Источник: Cbonds



рассчитанные на инвесторов, привлекаемых из числа соотечественников, проживающих за границей (диаспоры). Благодаря такому типу ценных бумаг государство может обеспечить приток нового капитала, а также дифференцировать круг инвесторов, оставляя процентную ставку ниже уровня рынка, поскольку данные облигации выпускаются по так называемому «патриотическому дисконту» и зачастую во время экономического кризиса. В свою очередь диаспора получает надежный финансовый инструмент, который помогает членам диаспоры удовлетворить свое желание помочь стране. При этом подобные альтруистические амбиции мотивируют их держателей в трудные времена хранить облигации, а не избавляться от них. Таким образом, данный вид облигаций инвесторы рассматривают в качестве благотворительности. К слову, по данным международной организации по миграции (IOM), в 2021 году армянская диаспора насчитывала от 8 до 10 млн человек, что делает ее одной из самых больших в мире.

В октябре 2021 года правительство Армении возобновило разговор о выпуске диаспоральных облигаций

IPO

В октябре 2021 года состоялось IPO ACBA Bank на 5 млрд драмов по номиналу. Этому предшествовало увеличение уставного капитала с 30 млрд до 50 млрд драмов за счет накопленной нераспределенной прибыли. Таким образом было выпущено 5 млн акций номинальной стоимостью 10 тыс. драмов. Маркет-мейкером выпуска стала Dimension Investments. В начале февраля текущего года акции прошли листинг на местной фондовой бирже на площадке Abonds.

Несмотря на текущую сложную геополитическую ситуацию в мире, армянские эмитенты продолжают выходить на рынок с новыми размещениями облигаций

IPO предшествовала реализация программы по участию в капитале сотрудников банка. Директор банка Степа Закинян отметил, что не собирается идти по стопам других банков, прошедших IPO, которые перезарегистрировались в ОАО, однако по сути, как и раньше, сделали это в расчете на «якорных» инвесторов и своих уже старых акционеров, и акции которых лишь номинально числятся на АМХ, но сделок по ним не совершается (из 12 выпусков акций, обращающихся на бирже, только по двум проводятся сделки). По его словам, в планах компании дальнейшее развитие по новой публичной схеме. Согласно долгосрочной стратегии банка, речь в конечном счете может идти об «открытии» капитала банка до 40–45%.

ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ АКЦИИ

В октябре 2021 года Юнибанк выпустил привилегированные акции с правом получения гарантированных дивидендов. Фиксированная доходность акций составляет 12% годовых. Объем выпуска составляет около 1.1 млрд драмов. Маркетмейкером стала компания «Армброк». Данный выпуск является единственным выпуском привилегированных акций в обращении на АМХ и вторым за всю историю биржи. В РФ акции могут приобрести квалифицированные инвесторы. Агент по размещению в России — АО «Джи Экс Ту Инвест».

ТЕКУЩИЕ РЕАЛИИ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Несмотря на текущую сложную геополитическую ситуацию в мире, армянские эмитенты продолжают выходить на рынок с новыми размещениями облигаций. Среди эмитентов 2022 года можно выделить Национальную ипотечную компанию, Evocabank и ID Bank, начавшие свои размещения после старта российско-украинского конфликта. Два последних эмитента размещают выпуски, номинированные в долларах США.

КОММЕНТАРИЙ

Гульнара ХАЙДАРШИНА

— Нельзя забывать, что ключевым торговым партнером Армении является Россия. В 2021 году на долю России приходилось 28% экспорта Армении и 37.2% импорта. Кроме того, доля денежных переводов из России в их общем притоке в Армению составила 40%, или $0.9 млрд (6.5% ВВП). Учитывая вероятное увеличение доли расчетов Армении с Россией в национальных валютах, в том числе в рублях, мы не исключаем роста потребности у армянских эмитентов в размещении рублевых долговых инструментов. В свою очередь, для хеджирования валютных рисков возникнет потребность и в развитии рынка производных финансовых инструментов.

Кроме того, мы видим возможности в расширении доступа для инвесторов через Фондовую биржу Армении на другие локальные рынки, например Турции, с которой, как я отмечала выше, сейчас налаживаются отношения.