Рынок ВДО: риски и возможности

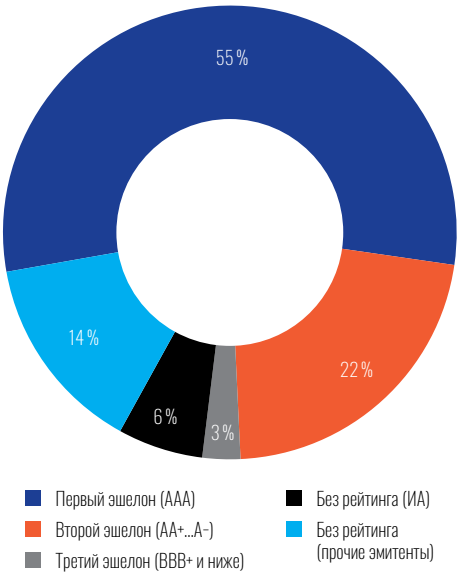
Владимир КОРНЕВ,
ведущий специалист
департамента
корпоративных финансов,
«Цифра брокер»

К сегменту ВДО принято относить облигации эмитентов с рейтингами BBB+ и ниже, а также эмитентов, не имеющих кредитных рейтингов. По данным АКРА (Рисунок 1), по состоянию на 31.12.2024 на этот сегмент пришлось 23 % рынка корпоративных облигаций (6.8 трлн руб.). Из них на облигации ипотечных агентов, которые не имеют кредитных рейтингов, приходилось 6 % рынка (1.8 трлн руб.), на остальных эмитентов третьего эшелона и прочих эмитентов без кредитных рейтингов — 17 % (5 трлн руб.). При этом количество эмитентов сегмента ВДО (без ипотечных агентств) составило почти 70 % от всех корпоративных заемщиков, что свидетельствует о значимости сегмента для российского рынка.

Поскольку большая часть эмитентов — относительно небольшие компании, объемы выпусков со стороны данных участников рынка в целом невелики. Это предопределяет относительно низкую ликвидность большинства выпусков на вторичном рынке, что создает для инвесторов дополнительные риски. В случае негативной конъюнктуры рынка оперативно продать облигации становится сложнее. Как правило, потенциальные проблемы компании-эмитента участники рынка заранее учитывают в ценах его бумаг. В 2024 году это было хорошо заметно по выросшим спредам доходностей ВДО и бумаг эмитентов с высокими рейтингами. Если в начале 2024 года разница между индексом корпоративных облигаций Мосбиржи RUCBNS Y и индексом Cbonds CBI HY (от B– до BBB) составляла около 6.5 %, то к концу года она достигала 15 % (Рисунок 2). Сам индекс Cbonds CBI HY доходил до уровней около 43 %.

Рисунок 1
Структура российского рынка облигаций в разрезе эшелонов, 2024 г.

Источник: данные АКРА



Очевидно, что эта динамика отражает выросшие риски дефолтов в сегменте ВДО. Рост рисков, в свою очередь, в немалой степени связан с ростом ставок. Наибольшего размера разница между RUCBNS Y и Cbonds CBI HY составила в середине декабря, когда

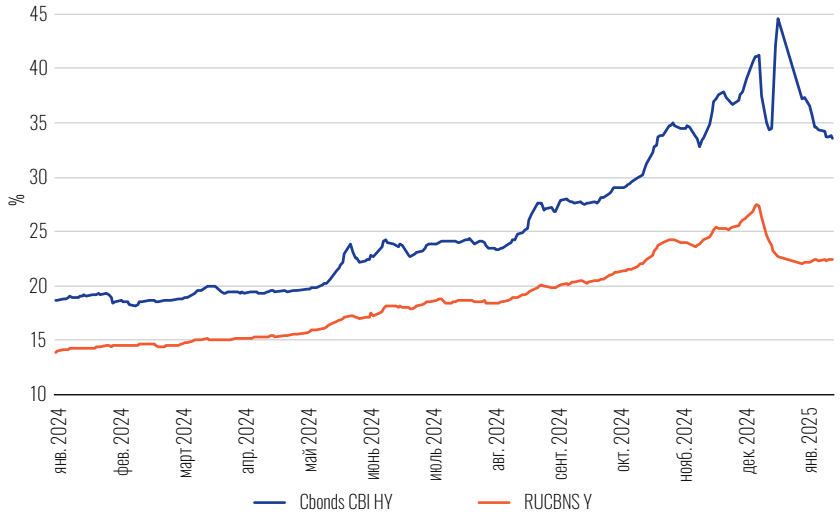


Рисунок 2
Динамика индексов Cbonds CBI HY (от B- до BBB) YTM и RUCBNS Y

Источник: Cbonds, Московская биржа

у участников рынка сохранялись опасения продолжения роста ставки ЦБ с соответствующим ростом вероятности кризиса неплатежей в экономике. И даже текущий их уровень делает долговое бремя непосильным для некоторых закредитованных компаний — рост процентных расходов вполне способен превысить размеры зарабатываемой прибыли и сделать компанию убыточной. Далее ухудшение финансового состояния снижает привлекательность эмитента в глазах инвесторов, и компания сталкивается с затруднениями в попытке рефинансировать долг. В минувшем году это отразилось на объеме размещений. По данным АКРА, если компании первого и второго эшелонов продемонстрировали рост объемов размещений на 29%, то эмитенты третьего эшелона и эмитенты без кредитных рейтингов (без ипотечных агентств) объем размещений практически не увеличили, он составил 2.1 трлн руб.

Учитывая имеющиеся в этом сегменте риски ликвидности, инвестору желательно рассчитывать на то, что придется держать бумаги до погашения или оферты. Это страхует инвестора от рыночных колебаний, но важнейшим вопросом становится способность эмитентов исполнять свои обязательства. В минувшем году новые дефолты по своим обязательствам допустили 5 эмитентов, из них 4 можно отнести к сегменту ВДО. По данным АКРА, пока уровень дефолтности остается низким — менее 0.1% от совокупного объема по непогашенному номиналу. Однако, учитывая уровень ставок, в текущем году можно ожидать роста количества дефолтов. Более того, в случае дальнейшего ее повышения темпы этого роста могут ускориться. В группе риска, прежде всего, небольшие компании с высокой долговой нагрузкой, выше 5.0 по показателю чистый долг/EBITDA.

Из отраслей на данный момент весьма высокие риски видятся у строительных и девелоперских компаний. Особенно в случае если доля финансирования их проектов за счет эскроу-счетов невелика, а существенная часть их долга, более 50%, представлена облигациями. Помимо необходимости рефинансирования в данном случае риском является возможное падение их доходов из-за сворачивания льготных ипотечных программ. Проблемы в отрасли стали причиной появления планов установки моратория на банкротство строительных компаний, однако Правительство РФ в итоге на эту меру не пошло. Именно это обстоятельство стало причиной роста доходностей облигаций этих эмитентов до уровней, превышающих 40%.

Трудности могут испытывать компании, чей бизнес отличается высокой капиталоемкостью и требует существенных инвестиций в основной капитал — сельское хозяйство, некоторые компании добывающей промышленности, машиностроения, ЦБК. Для таких компаний высокая долговая нагрузка — отраслевая особенность. Кроме того, в этом случае дополнительным негативным фактором является довольно частая ориентация таких компаний на экспорт, который на данный момент зачастую затруднен из-за санкций. В то же время отметим, что в данном сегменте достаточно вполне благополучных, успешно развивающихся компаний, в том числе благодаря процессу импортозамещения.

Традиционно высоки риски у компаний финансовой отрасли (микрофинансовые, финтех, факторинговые компании), работающих с низкими значениями собственного капитала, менее 10% от валюты. В данном случае дополнительными факторами риска являются регуляторные — отзыв лицензии, как правило, парализует работу компании-эмитента. Представители этой отрасли уже допускали дефолт в минувшем году — это ООО «КИВИ Финанс». Вход в этот сегмент бизнеса довольно легкий, соответственно, много стартапов, развивающихся за счет заемных средств. Они по определению

Учитывая имеющиеся в этом сегменте риски ликвидности, инвестору желательно рассчитывать на то, что придется держать бумаги до погашения или оферты

не имеют достаточного собственного капитала, а короткая кредитная история и отсутствие репутации в деловой среде затрудняют рефинансирование. В то же время необходимо отметить, что в случае квалифицированного управления в этой отрасли бизнес может демонстрировать довольно высокую рентабельность и именно здесь стоит искать привлекательные по соотношению риск/доходность облигации: в частности, у эмитентов — коллекторских компаний.

Также традиционно рисковым сегментом являются небольшие лизинговые компании, работающие с малым и средним бизнесом. Для них существенной угрозой являются потенциальные неплатежи со стороны клиентов, занятых в цикличных отраслях — строительстве и т. п. Рост ставок и падение доходов затрудняют таким клиентам рефинансирование долга, что может привести к неплатежам по лизинговым договорам. Это, соответственно, подрывает финансовое состояние самих лизинговых компаний. Эти риски стали причиной роста доходностей облигаций в данном сегменте до уровня около 40%. Однако всплеска неплатежей клиентов лизинговых компаний мы пока не наблюдаем. Постоянное повышение рыночной стоимости предметов лизинга вследствие инфляции делает для них дефолт крайне невыгодным: в результате последующего изъятия предмета лизинга они лишаются ликвидного актива, стоимость которого возросла. Это обстоятельство улучшает платежную дисциплину клиентов. И даже если дефолт происходит, лизинговая компания без проблем реализует имущество по выросшим ценам, либо передает его в повторный лизинг. Как следствие, в минувшем году дефолтов со стороны лизинговых компаний не наблюдалось.

Таким образом, мы предлагаем инвесторам тщательнее анализировать финансовые показатели, уделяя внимание их динамике в периоды кризисных явлений и не полагаясь лишь на имеющиеся кредитные рейтинги. Как показала практика ушедшего года, дефолты случаются и у компаний, имеющих инвестиционные рейтинги. Так, одной из компаний, допустивших дефолт в минувшем году, стало АО «Росгеология», несмотря на кредитный рейтинг «А–» и поддержку со стороны государства. При этом большинство эмитентов сегмента ВДО исполняют свои обязательства, и среди них достаточно перспективных компаний с растущим бизнесом, облигации которых стоит рассматривать как интересные инвестиционные идеи.

Cbonds TV

Для широкого пиара вашей компании или конкретного проекта мы предлагаем новый формат

Количество спикеров: не более двух представителей

Хронометраж: от 30 до 40 минут

Большое имиджевое интервью

Тема:
• глобальная (в целом о компании или большом проекте)
• узкая (итоги года, планы на будущее, подготовка к реализации какого-либо проекта)

Темы беседы и вопросы заранее оговариваются с заказчиком

Локация: на ваш выбор: офис, лофт-зоны ресторана или отеля

Съемка интервью занимает один день

по вопросам проведения обращайтесь: adv@cbonds.info

Реклама