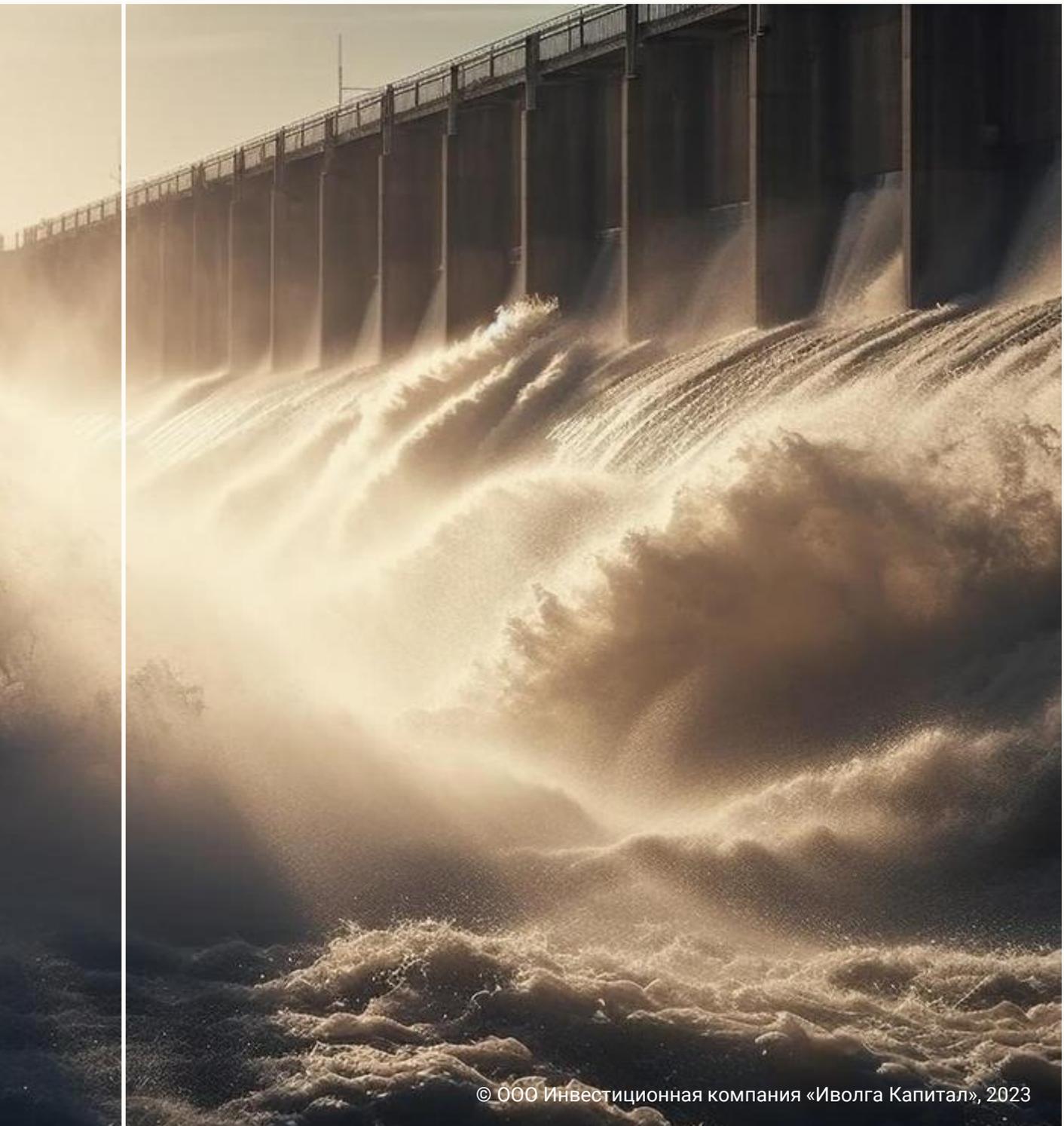


# ВДО

## рекорды и противоречия



## СОДЕРЖАНИЕ

<u>Предисловие</u> .....	3
<u>Объём и отраслевая структура рынка</u> .....	5
<u>Объём первичного рынка и представленность организаторов</u> .....	5
<u>Доходности и премии вторичного рынка</u> .....	8
<u>Доходности первичного рынка</u> .....	11
<u>Кредитные рейтинги сегмента</u> .....	12
<u>Риски сегмента</u> .....	13
<u>ЦФА, как альтернатива облигациям</u> .....	15
<u>Погашения 4 квартала 2023 года</u> .....	16
<u>Объёмы размещения 9 месяцев 2023 года в разрезе рейтингов и организаторов</u> .....	17
<u>Карта рынка МФО</u> .....	20
<u>Карта рынка Девелоперов</u> .....	21
<u>Карта рынка Лизинговых компаний</u> .....	22
<u>Контакты</u> .....	23

## ПРЕДИСЛОВИЕ

В сентябре сегмент ВДО (облигации с кредитным рейтингом не выше BBB) поставил исторический рекорд – 6,9 млрд руб. размещений за месяц. +0,5 млрд р. к рекордному (до того) маю.

Но весь 3 квартал уступил 2-му: 15,6 млрд руб. против 16,8 (-7%).

Примечательно, что осенний пик размещений ВДО произошел вместе с локальным минимумом корпоративных заимствований на всём широком рынке. Сентябрьские 285 млрд руб. – худший общерыночный результат за полгода. Так что доля ВДО в общей массе превысила 2%. Что для нашей экономики гос- и не госмонополий немало.

3 квартал стал переломным для ДКП. Ключевая ставка выросла с 7,5% до 13%. Сдается, что 4 квартал уступит 3-му по суммам размещений на облигационном рынке вообще и в ВДО в частности. Но, поскольку ВДО-эмитенты менее восприимчивы к изменениям среды (не значит, что меньше им подвержены). Доля высокодоходных бумаг неожиданно может дотянуться и до 2,5-3% от общего нового корпоративного долга, а это уже отход от малых значений и цифр.

Что касается инфраструктуры сегмента, она подстраивается под его рост. Основную сумму первички теперь и уже твердо обеспечивают крупнейшие брокеры и банки. 54% рынка – это Иволга Капитал (единственный строго специализированный игрок), Газпромбанк, БКС, Дом.рф, Альфа, ПСБ, РСХБ, Тинькофф.

## РЕЗЮМЕ

- Объём рынка ВДО по итогам 9 месяцев составил 110 млрд рублей, что на 11,4% больше итогов полугодия. Продолжается концентрация рынка в трёх крупнейших отраслях: девелопмент, микрофинансирование, лизинговая отрасль, общая доля которых превысила 50% рынка.
- Объём размещенных ВДО за 9 месяцев 2023 года составил 41,3 млрд рублей. Объёмы текущего года существенно превышают кризисный во всех отношениях 2022 год, и даже превысит «рекордный» 2021 год, когда эмитенты привлекли 44 млрд. рублей.
- Важной особенностью 2023 года, помимо роста объёмов, стал приход в сегмент крупных инвестиционных банков. Среди 10 крупнейших имён 6 компаний – крупные финансовые корпорации, для которых размещение ВДО не является основным бизнесом.
- Если смотреть на распределение среди организаторов, увидим, что крупные игроки скорее сосредоточены на сегменте ВВВ, хотя отдельные сделки в ВВ тоже присутствуют. Большая часть небольших инвестиционных компаний остаются в сегментах В / ВВ.
- Премия за риск сегмента ВДО к концу сентября опустилась до минимальных значений с момента начала наблюдений (270 б.п.), что существенно ниже медианного спреда с 2018 (633 п.п.) и ниже медианного спреда текущего года (490 п.п.). В начале октября мы наблюдаем рост премии, но значения всё равно остаются существенно ниже исторических значений.
- Наибольшее снижение премий наблюдается у бумаг с самыми низкими кредитными рейтингами. По итогам 9 месяцев рынок оказался в ситуации минимального отличия доходностей разных рейтинговых уровней, что привело к отсутствию существенной разницы между ВДО и инвестиционным уровнем, которая исторически присутствовала на рынке.
- При этом первичный рынок адаптируется к новым реалиям быстрее, чем вторичные торги. На момент начала четвёртого квартала именно отдельные первичные размещения кажутся наиболее привлекательной, с инвестиционной точки зрения, частью рынка.
- Рейтинговая динамика сегмента по итогам трёх кварталов положительная, повышения рейтингов и позитивные прогнозы существенно превышают снижения и негативные прогнозы.
- ЦФА занимают всё больше и больше места в деловой прессе. При этом, несмотря на перспективы данного инструмента, в текущих условиях реальным способ привлечения рыночного спроса ЦФА не является.

## СОСТОЯНИЕ РЫНКА

### Объёмы рынка ВДО

Для оценки объема рынка ВДО мы традиционно используем два критерия, которым должна соответствовать бумага: кредитный рейтинг эмитента ВВВ и ниже (а также без кредитного рейтинга) и наличие сделок на вторичном рынке.

Наша оценка рынка ВДО по итогам 9 мес. 2023 года – 110,14 млрд рублей по непогашенному номиналу (+11.4% к 6 мес. 2023 года). Всего в обращении находится 273 выпуска от 140 эмитентов.

От общего объёма рынка корпоративных облигаций (23 363,34 млрд руб.)<sup>1</sup> ВДО занимают ~0.47% (по итогам 6 мес. значение было 0.45%).

#### Крупнейшие отрасли рынка ВДО по итогам 9 месяцев 2023 года

Отрасль	Сумма, руб.	Доля, %
Строительство зданий	31 141 197 000	28,3%
Микрофинансирование <sup>2</sup>	15 039 833 600	13,7%
Лизинг и аренда	13 278 760 892	12,1%
Оптовая торговля	8 218 034 000	7,5%
Прочее машиностроение и приборостроение	7 258 479 000	6,6%

Источник: Сbonds, расчёты ИК Иволга Капитал

Традиционно в сегменте большую часть занимают три отрасли: строительство, микрофинансирование и лизинговая отрасль. И доля трёх основных отраслей постепенно растёт, по итогам 9 мес. 2023 года они составляют более 50% рынка.

### Объёмы первичного рынка ВДО

Объём размещенных ВДО за 9 мес. 2023 года составил 41,3 млрд рублей. С января начались продажи 95 новых выпусков облигаций, а так же завершились размещения нескольких выпусков, начавшихся ещё в 2022 году.

#### Ежемесячные объёмы первичного рынка ВДО с начала 2023 года, млн рублей



<sup>1</sup> Объем рынка корпоративных облигаций по данным Сbonds на 30.09.2023 г.

<sup>2</sup> В Микрофинансовую отрасль включаются бумаги МФК и Коллекторских агентств

## СОСТОЯНИЕ РЫНКА

### Объёмы первичного рынка ВДО

Объёмы текущего года существенно превышают кризисный во всех отношениях 2022 год, поэтому можно с уверенностью говорить о восстановлении первичного рынка. Вероятнее всего, объёмы первичных размещений обгонят «рекордный» 2021 год, когда, по данным Cbonds, объём размещений ВДО составил 44 млрд рублей.

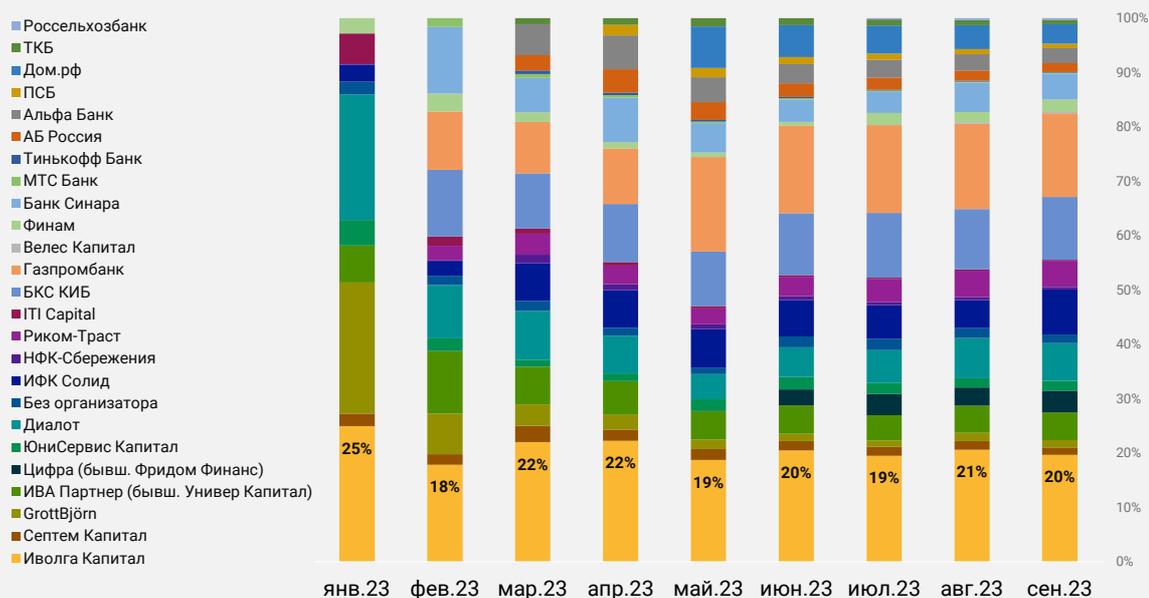
Важной особенностью 2023 года, помимо роста объёмов, стал приход в сегмент крупных инвестиционных банков. По итогам 9 мес. можно говорить о явном закреплении «непрофильных игроков» в списке организаторов ВДО. Среди 10 крупнейших имён 6 компаний – крупные финансовые корпорации, для которых размещение ВДО не является основным бизнесом.<sup>3</sup>

### Крупнейшие организаторы рынка ВДО по итогам 9 месяцев 2023 года

Организатор	Сумма, тыс. руб.	Доля, %
Иволга Капитал	8 110 835	19,6%
Газпромбанк	6 016 529	14,6%
БКС КИБ	4 443 195	10,8%
ИФК Солид	3 427 372	8,3%
Диалот	2 931 707	7,1%
ИВА Партнерс (бывш. Универ Капитал)	2 110 544	5,1%
Риком-Траст	1 960 000	4,7%
Банк Синара	1 925 334	4,7%
Цифра (бывш. Фридом Финанс)	1 650 000	4,0%
Банк Дом.рф	1 500 000	3,6%

Источник: ИК Иволга Капитал

### Доля организаторов на первичном рынке ВДО с начала 2023 года



Источник: ИК Иволга Капитал

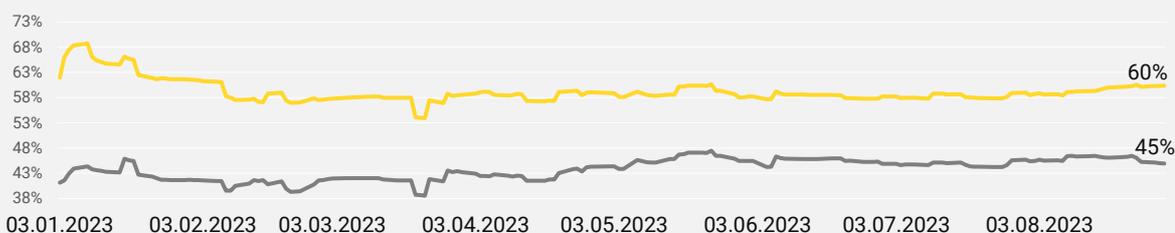
<sup>3</sup> При наличии в выпуске нескольких организаторов (соорганизаторов), объём размещения распределялся поровну между участниками сделки. Информация о организаторах облигационных выпусков с сайта cbonds.ru за исключением технического андеррайтеров.

## СОСТОЯНИЕ РЫНКА

### Объёмы первичного рынка ВДО

Концентрация рынка остаётся высокой: доля 3-х крупнейших организаторов подросла во втором и третьем кварталах и сейчас составляет 45% рынка, доля 5-ти крупнейших стабильно находится около 60%.

#### Доля 3-х и 5-ти крупнейших организаторов ВДО по итогам 9 мес. 2023 года



Источник: ИК Иволга Капитал

С точки зрения количества эмиссий в первом полугодии преобладали выпуски эмитентов с кредитными рейтингами на уровне ВВ. Однако, в силу более крупного масштаба бизнеса эмитентов ВВВ-сегмента, несмотря на меньшее количество выпусков, они продолжают занимать наибольшую долю в размещениях<sup>4</sup> хотя доля ВВВ и снизилась в сравнении с полугодием. Увеличение доли низких рейтингов отчасти связано с «схождением в одну точку» доходностей, что сподвигает наиболее низкие рейтинги занимать по дешёвым для своего кредитного качества ставкам.

Если смотреть на распределение среди организаторов, увидим, что крупные игроки скорее сосредоточены на сегменте ВВВ, хотя отдельные сделки в ВВ тоже присутствуют. Большая часть небольших инвестиционных компаний остаются в сегментах В / ВВ.

Организатор	Кредитный рейтинг				Итого тыс. руб.				
	ВВВ	ВВ	В	Нет					
Иволга Капитал	1 301 500	16,05%	6 609 335	81,49%	200 000	2,47%	8 110 835		
Газпромбанк	5 616 529	93,35%	400 000	6,65%			6 016 529		
БКС КИБ	4 116 529	92,65%	326 667	7,35%			4 443 195		
ИФК Солид	983 333	28,69%	1 526 667	44,54%	917 372	26,77%	3 427 372		
Диалот			1 306 707	44,57%	1 425 000	48,61%	200 000	6,82%	2 931 707
ИВА Партнерс			1 460 709	69,21%	649 835	30,79%		2 110 544	
Банк Синара	1 000 000	51,02%	960 000	48,98%				1 960 000	
РИКОМ-ТРАСТ	166 667	8,66%	1 008 668	52,39%	750 000	38,95%		1 925 334	
Цифра брокер	1 000 000	60,61%	200 000	12,12%	450 000	27,27%		1 650 000	
Банк ДОМ.РФ	1 500 000	100%						1 500 000	
ЮниСервис Капитал	666 667	46,55%	260 583	18,19%	125 000	8,73%	380 000	26,53%	1 432 250
Альфа-Банк	581 833	50,95%	310 245	27,16%	250 000	21,89%		1 142 078	
ИК Финам	156 001	16,30%	451 268	47,14%	350 000	36,56%		957 269	
Банк РОССИЯ	333 333	49,46%	190 577	28,28%	150 000	22,26%		673 910	
Без организатора			300 000	45,92%	161 571	24,73%	191 681	29,34%	653 252
Совкомбанк	199 008	34,71%	374 312	65,29%				573 320	
GrottBjorn			549 838	100%				549 838	
Транскапиталбанк	166 667	50%	166 667	50%				333 333	
Промсвязьбанк	333 333	100%						333 333	
ИК НФК-Сбережения			178 773	100%				178 773	
Россельхозбанк			116 667	100%				116 667	
ИК Велес Капитал							100 000	100%	100 000
Ай Ти Инвест			82 199	100%				82 199	
МТС-Банк			60 000	100%				60 000	
Тинькофф Банк			60 000	100%				60 000	
<b>Общий итог</b>	<b>18 121 399</b>		<b>16 899 880</b>		<b>5 428 778</b>		<b>871 681</b>		<b>41 321 738</b>

<sup>4</sup> Учитывается рейтинг на начало размещения облигационного выпуска, если у компании действует более одного кредитного рейтинга, используется более высокий.

## СОСТОЯНИЕ РЫНКА

### Доходности вторичного рынка ВДО

Премию за риск сегмента ВДО можно оценить по индексу Cbonds-CBI RU High Yield G-Spread. Индекс отражает премию высокодоходных бумаг, собранных по методике Cbonds, к доходности ОФЗ соответствующей дюрации. Если в начале 2023 года значения индекса находились между 600 –700 б.п., то к концу сентября премия снизилась до 270 б.п. Большую часть времени с начала года на снижение спреда влияло снижение доходностей ВДО, но к концу сентября основное влияние на спред оказал рост доходностей госбумаг, на который сегмент ВДО отреагировал непропорционально низким ростом доходностей.

Текущий спред находится на минимальных значениях с начала наблюдений<sup>5</sup>, существенно ниже медианного спреда с 2018 (633 п.п.) и ниже медианного спреда текущего года (490 п.п.)

По нашему мнению, текущий спред не покрывает кредитных рисков сегмента и постепенно будет расти. Рост спреда будут подталкивать первичные размещения сегмента ВДО, которые намного быстрее подстроились под новые ставки. Также на переоценку может повлиять реализация кредитных рисков или всеобщая переоценка из-за форс-мажорных событий.

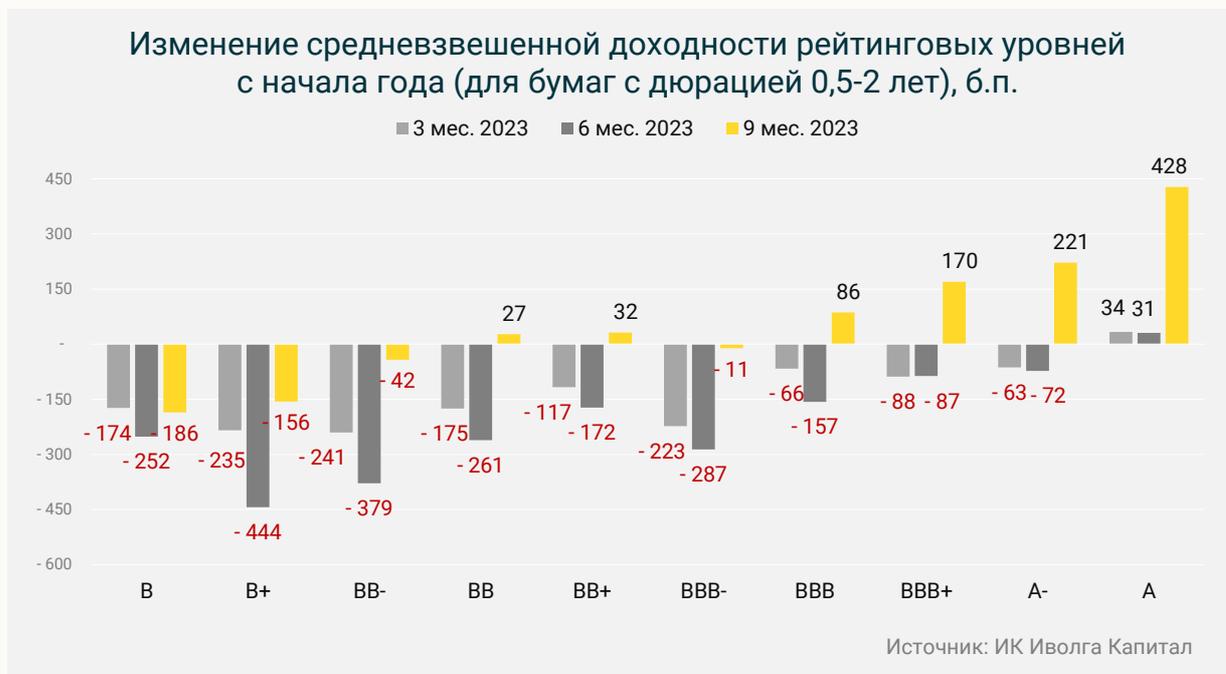


<sup>5</sup> Январь 2018 года

## СОСТОЯНИЕ РЫНКА

### Доходности вторичного рынка ВДО

Повышение ключевой ставки повлияло на рост доходностей во всех рейтинговых уровнях. При этом в самом низком рейтинговом сегменте доходности все равно остаются ниже, чем в начале года, а наибольший рост доходностей показывают рейтинги BBB и выше.<sup>6</sup>



Тоже происходит и с премиями доходностей к ставкам денежного рынка: наибольшее снижение премии произошло в самых низкий рейтинговых группах.<sup>7</sup>

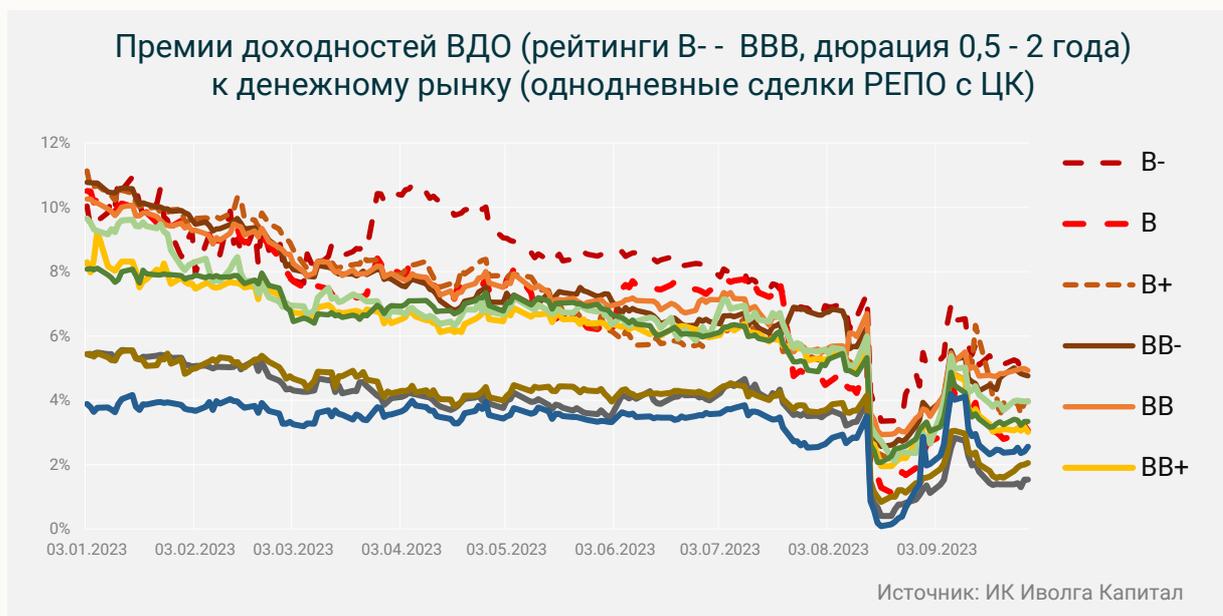


<sup>6</sup> На рост доходностей рейтинговой группы А влияние оказали бумаги МВидео, но даже при исключении бумаг МВидео рост доходностей составит 345,83 п.п.

<sup>7</sup> Разница между средневзвешенной доходностью бумаг определенного кредитного рейтинга с дюрацией 0,5-2 года и доходностью РЕПО с ЦК

## СОСТОЯНИЕ РЫНКА

### Доходности первичного рынка ВДО



В прошлом обзоре мы описывали одну из причин такого существенного снижения доходностей именно в бумагах с низкими рейтингами, которые обычно имеют наиболее высокие купоны:

«Отчасти снижение доходностей к погашению связано с тем, что часть инвесторов предпочитает ориентироваться на текущую доходность, которая не учитывает, что погашение бумаги будет происходить по номинальной стоимости, а цена бумаги должна постепенно приближаться к номиналу».

Там же мы привели выборку из бумаг, у которых наиболее выражен «перекос» в сторону текущей доходности, указывая, что именно бумаги наиболее низких рейтингов, с небольшим «перекосом доходностей» окажутся под риском в случае коррекций рынка.

По итогам квартала полная доходность многих из этих бумаг (изменение цены + купон за квартал) оказалась отрицательной. В дальнейшем мы ожидаем, что переоценка продолжится и мы увидим ещё большее снижение в бумагах с перекосом к текущей доходности.

### Наибольшие отклонения между текущей доходностью и доходностью к погашению

Название	ISIN	Цена 30.06.2023	Цена 29.09.2023	Разница	Купон	Доходность за квартал
ЦР БО-01	RU000A104TG3	128,7%	117,0%	-12%	22,00%	-6,2%
ГлобалФ1Р1	RU000A105JN7	115,9%	112,6%	-3%	20,00%	1,7%
РедСофт2Р3	RU000A104VA2	111,8%	109,0%	-3%	19,00%	2,0%
ЗавдКЭС1Р3	RU000A105AW7	118,6%	111,1%	-8%	20,00%	-2,6%
ЦР БО-02	RU000A1056T2	113,9%	108,2%	-6%	18,00%	-1,1%
ВЭББНКР 02	RU000A104VW6	103,6%	97,2%	-6%	18,00%	-1,9%
ВЭББНКР 03	RU000A105575	102,0%	97,3%	-5%	18,00%	-0,2%
КарМани 02	RU000A1058U6	109,4%	105,8%	-4%	19,00%	1,1%
МЛФТ БО-01	RU000A105RU5	110,6%	107,1%	-4%	18,00%	1,0%
Фордевинд1	RU000A105849	106,0%	103,4%	-3%	19,90%	2,4%

Источник: ИК Иволга Капитал



## РЕЙТИНГИ СЕГМЕНТА

Всего за 9 месяцев 2023 года в сегменте ВДО произошло 86 рейтинговых действий<sup>9</sup>, из которых 43 пришлось на 3 квартал..

Как и всегда наиболее распространённое рейтинговое действие – подтверждение рейтинга (41% от всех действий).

Также каждое 4 рейтинговое действие в 2023 году – присвоение нового рейтинга, сюда входит как получение первого рейтинга эмитентами облигаций, так и переход из одного агентства в другое, или получение дополнительного рейтинга в новом агентстве. Часть присвоений, несмотря на формальную нейтральность, являются положительным рейтинговым действием. Например, переход МСБ-Лизинга и Лизинг-Трейда из Эксперта в АКРА, и наоборот, с получением рейтинга ВВВ- (при рейтинге в другом агентстве ВВ+). Похожая ситуация у ПИМа: присвоение рейтинга ВВ+ фактически является повышением, т.к. отозванный рейтинг находился на уровне ВВ.

В целом, рейтинговая динамика в отрасли положительная: повышение рейтинга существенно превышают снижения. Изменение рейтингов 1 и 2 кварталов перечислены в предыдущем обзоре..



Изменение рейтингов 1 и 2 кварталах перечислены в предыдущем обзоре. В 3 квартале 2023 года был повышен рейтинг: ИВКС (ВВВ-), АПРИ (ВВ), Татнефтехим (ВВ+), Нект-Т (ВВВ+) с переходом в инвестиционный грейд, СибЭнергоМаш БКЗ (ВВ+), МГКЛ (ВВ-), АйДиКоллект (ВВ+), АСПЭК (повышение В+ от Эксперта, также есть ВВ- от НКР), ЦФП (ВВ+)/

Понижен кредитный рейтинг был Роял Капиталу (ВВ), Феррони (В+), ЭйрЛоансу (ВВ-) и СПМК (В-).

По части рейтингов были изменены прогнозы при сохранении самого рейтинга.

Изменили прогноз на «Позитивный» БизнесАльянсу, МигКредиту, ОхтаГрупп. Негативный прогноз по кредитному рейтингу был установлен Пионер-Лизингу.

<sup>9</sup> Без учёта отзыва рейтингов

## РИСКИ СЕГМЕНТА

В предыдущих обзорах мы выделяли эмитентов, которые, по нашему мнению, имеют существенные кредитные риски. Конечно, все эмитенты ВДО имеют повышенный кредитный риск. В данном разделе мы выделяем компании, в которых, как мы считаем, произошли какие-либо форс-мажорные события, оказывающие или могут оказать в будущем существенное негативное влияние на бизнес компании.

Список эмитентов практически не меняется из обзора к обзору, поэтому публикуем только обновления. В прошлый раз мы упоминали ТД Синтеком, Голдман Групп, Центр-Резерв, ПЮДМ и Феррони. В текущую версию считаем нужным включить и Агрофирму-племзавод Победа

### ТД Синтеком

ТД Синтеком, который попадал в технические дефолты с октября 2022 года, 10 августа 2023 года допустил полноценный дефолт. Примечательно, что несмотря на предыдущие тех. дефолты ещё в июне облигационный выпуск торговался по цене выше 95% от номинальной стоимости. На текущий момент ПВО подал иск в Арбитражный суд по причине «О неисполнении или ненадлежащем исполнении обязательств по договорам займа и кредита».

### Центр-Резерв

Центр-Резерву в августе АКРА подтвердило кредитный рейтинг на уровне B(RU), сохранив статус «рейтинг на пересмотре – негативный». Сохранение статуса связано с продолжающейся неопределенностью относительно будущих оценок факторов с учетом рассматриваемых Арбитражным судом Самарской области заявления ФНС России о признании несостоятельным (банкротом) ООО «Интер-Импекс» (ввиду наличия задолженности по налоговым обязательствам), у которого «Центр-резерв» арендует производственные площади, а также искового заявления Министерства сельского хозяйства и продовольствия Самарской области к Компании о взыскании субсидий, полученных в рамках реализации инвестиционного проекта по вводу в эксплуатацию нового мясоперерабатывающего комплекса (в настоящий момент ввод в эксплуатацию не осуществлен).

### Голдман Групп

Из важных обновлений стоит упомянуть блокировки счетов ФНС у материнской компании и нескольких компаний группы.

### Феррони

Сбербанк и АБ Россия опубликовали намерение кредитора обратиться в суд с заявлением о банкротстве эмитента и поручителей. После публикации сообщений АКРА присвоило статус «Рейтинг на пересмотре — негативный» B+(RU) по кредитному рейтингу компании.<sup>10</sup>

### Агроферма-племзавод Победа

В августе Генеральная Прокуратура подала иск с требованием обратить в доход государства имущество крупного агрохолдинга концерн «Покровский», в который входит в том числе эмитент Агрофирма-племзавод Победа. В рамках обеспечительных мер компаниям группы были заблокированы расчётные счета. Что привело к техническому дефолту по купону, выплата произошла 23 августа место планового срока 17 августа. По косвенным данным операционная работа компании не остановилась, что вселяет осторожный оптимизм относительно будущих выплат. Тем не менее риски продолжаем оценивать как высокие.

<sup>10</sup> 5 октября компания опубликовала сообщение о подписании мирового соглашения с АБ Россия

## РИСКИ СЕГМЕНТА

Из более общих вопросов наиболее важным на данный момент остаётся качество аудита и отсутствие консолидации.

Часть эмитентов на текущий момент имеет аудиторское заключение подписанное аудитором без единого аттестата (или даже аудитором исключённым из СПО), что нарушает правила листинга Московской Биржи. Но в большей степени важно не только формальное соответствие, но и содержательное качество аудита. Зачастую несмотря на соблюдение всех формальных критериев аудит не содержит необходимых расшифровок и комментариев, а в некоторых случаях наблюдаются и явные ошибки в отчётности.

Также проблемой является отсутствие у эмитентов консолидированной отчетности в ситуациях, когда эмитент является частью группы. Всё чаще и чаще мы сталкиваемся с ситуацией, когда отчётность эмитента не отражает в полной мере финансовое состояние бизнеса, частью которого он является.

За последние несколько лет рынок очень существенно увеличил рейтинговое покрытие, в первую очередь за счёт запроса со стороны Московской биржи и инвесторов, мы ожидаем, что подобная ситуация произойдёт и с аудиторскими заключениями и консолидацией: отсутствие качественного аудита и консолидации будет таким же исключением, как сейчас размещение облигационного выпуска без кредитного рейтинга.

## ЦФА, КАК АЛЬТЕРНАТИВА КЛАССИЧЕСКОМУ ОБЛИГАЦИОННОМУ РЫНКУ

С 2022 года рынок ЦФА начал набирать популярность. В последнее время все больше эмитентов облигаций пробует размещать «крипто-облигации». Попробуем разобраться, что это такое, в чем плюсы и минусы по сравнению с классическим инструментом.

Для начала, два слова о рынке ЦФА. По данным Сbonds по итогам 9 мес. 2023 года эмитентами ЦФА стали 27 компаний, общий объем выпусков 18,2 млрд руб., из которых 15 млрд руб. занимает выпуск РЖД.

Если говорить в контексте «крипто-облигаций», ЦФА - это запись в распределенном реестре, которая удостоверяет права денежных требований к эмитенту. Иными словами, это запись о том, что эмитент должен заплатить держателю ЦФА с определенными процентами в определенные сроки.

Большая часть сделок носит клубный характер, то есть ЦФА - инструмент, позволяющий исполнить предварительные договоренности двух сторон. Чтобы купить ЦФА, необходимо подключиться к платформе, и это автоматически сильно ограничивает инвесторскую базу. Даже если банк вошел в реестр, нельзя сказать, что все клиенты автоматически имеют доступ к покупке ЦФА, все равно необходимо отдельное подключение к конкретной платформе.

Есть у ЦФА и другое ограничение - фактическое отсутствие вторичных торгов. И даже, если/когда торги будут запущены, ликвидности всегда будет ниже биржевой, опять же в силу отсутствия широкого доступа к инструменту.

Отсутствие или ограничение ликвидности, а также ограниченность аудитории потенциальных покупателей будут неизбежно приводить к тому, что ставки фондирования в ЦФА будут выше, чем по биржевым облигациям. В текущем виде ЦФА крайне напоминаю коммерческие облигации или цифровые вексели, просто в модной криптографии-оболочке.

На наш взгляд, ЦФА не смогут стать заменой классических облигаций, в этом просто нет экономического смысла. Аргумент в пользу скорости ЦФА тоже не совсем корректен: самые труд- и времязатратные элементы - не подготовка документов или бюрократия, а процедура получения рейтинга, построение корпоративного управления, работа с инвесторами. То есть все то, что делает продукт привлекательным и прозрачным, а значит для серьезного выпуска «криптографа-облигаций» все это тоже нужно. Но будет неверно сказать, что продукт нежизнеспособен совсем. Мы видим большие перспективы ЦФА в части гибридных продуктов. Цифровые активы могут существенно упростить и удешевить секьюритизации и структурные продукты. Однако, до этого все еще очень далеко, и текущие выпуски, позиционирующиеся как содержащие внутри себя метры, портфели дебиторка или что-то еще по факту несут кредитный риск эмитента, то есть ничем не отличаются по риск-профилю от обычного долга. Когда же появится законодательная и техническая возможность отделять риск эмитента от риска актива - рынок получит действительно интересный инструмент

Как итог, ЦФА - это интересный инструмент будущего, требующий развития и проработки. Но все-таки это не замена и не конкурент облигациям, как минимум в настоящем.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 1

### Погашения 4 квартала 2023 года

В 4 квартале 38 эмитентов ВДО <sup>11</sup> должны выплатить погашениями / амортизациями около 5,5 млрд рублей (в третьем квартале было 4.3 млрд, во втором 4.7 млрд руб.).

Эмитент	Сумма, рублей
ФПК Гарант-Инвест	1 100 000 000
Онлайн Микрофинанс (МаниМен)	700 000 000
АБЗ-1	525 000 000
ТД РКС	500 000 000
Охта Групп	300 000 000
ДиректЛизинг	212 500 000
Займер	208 200 000
Солид-Лизинг	187 594 000
МФК Лайм-Займ	160 000 000
РКК	160 000 000
Сибнефтехимтрейд	150 030 000
ТАЛАН-ФИНАНС	150 000 000
ТФН	150 000 000
АПРИ Флай Плэнинг	125 000 000
МигКредит	96 000 000
Лизинговая компания Дельта	92 500 000
Лизинг-Трейд	83 300 000
ОбъединениеАгроЭлита	75 000 000
Роял Капитал	75 000 000
БЭЛТИ-ГРАНД	68 850 000
МСБ-Лизинг	61 174 650
Завод КЭС	60 000 000
Нафтатранс Плюс	33 350 000
Аренза-Про	30 000 000
МФК Фордевинд	30 000 000
Соби-Лизинг	27 000 000
ТД Мясничий	25 650 000
ЦГРМ ГЕНЕТИКО	20 713 250
Голдман Групп	20 000 000
Трейд Менеджмент	20 000 000
СИЛ	15 625 000
КИСТОЧКИ Финанс	10 000 000
Центр-Резерв	10 000 000
ПК СМАК	5 000 000
ГФН	4 000 000
Транс-Миссия	3 000 000
Круиз	2 500 000
Петербургснаб	384 672

<sup>11</sup> С учётом КО

## ПРИЛОЖЕНИЕ 2.1

### Объёмы размещения 9 месяцев 2023 года в разрезе рейтингов и организаторов

ISIN	Бумага	Дата	Объём размещений с начала 2023 г.	Рейтинг на начало размещения	Организатор
RU000A104JF6	ПушкПЗБО1	14.02.2022	304 755	BB+	ИВА Партнерс
RU000A104K37	СибЭнМаш01	17.02.2022	148 350	BB	Совкомбанк
RU000A104KS7	РКС2Р2	22.02.2022	32 341	BBB-	Совкомбанк
RU000A104V00	ПионЛизБР5	07.06.2022	178 773	BB-	ИК НФК-Сбережения
RU000A1050X7	НИКА 1Р01	02.08.2022	213 787	B-	ИВА Партнерс
RU000A105427	БЭЛТИ БОП5	22.08.2022	191 681	Нет	Без организатора
RU000A105492	ЭНИКА 1Р03	23.08.2022	18 856	BB+	ИВА Партнерс
RU000A105575	ВЭББНКР 03	31.08.2022	62 055	BB-	Иволга Капитал
RU000A1056Q8	РоялКапБО8	14.09.2022	82 384	BB+	Совкомбанк
RU000A105849	Фордевинд1	21.09.2022	82 199	BB-	Ай Ти Инвест
RU000A105AW7	ЗавдКЭС1Р3	18.10.2022	26 387	BB-	ИВА Партнерс
RU000A105AX5	ПАТРИОТ 01	18.10.2022	156 001	BBB-	ИК Финам
RU000A105BP9	РЕАТОРГ1Р1	25.10.2022	155 050	BB+	ИВА Партнерс
RU000A105CL6	СОБИЛИЗ1Р1	01.11.2022	74 840	BB	ИВА Партнерс
RU000A105DS9	АПРИФП 2Р1	08.11.2022	170 853	BB-	Иволга Капитал
RU000A105EP3	ГрупПро1Р2	10.11.2022	122 261	B+	Без организатора
RU000A105N25	БДеньг-Ю01	21.12.2022	151 256	BB	Иволга Капитал
RU000A105P07	СолЛизБО07	23.12.2022	217 372	B+	ИФК Солид
RU000A105P64	Феррони02	26.12.2022	110 583	BB-	ЮниСервис Капитал
RU000A105QL6	КЛС БО-02	10.01.2023	350 000	BB-	GrottBjorn
RU000A105QZ6	АГТК БО-01	12.01.2023	135 000	BB	Диалот, РИКОМ-ТРАСТ
RU000A105RF6	ЛТрейд 1Р6	19.01.2023	150 000	BB+	Иволга Капитал
RU000A105RU5	МЛФТ БО-01	24.01.2023	200 000	B	Диалот
RU000A105SK4	Роделен1Р4	31.01.2023	250 000	BBB	Иволга Капитал
RU000A105SZ2	СИБАВТО1Р1	02.02.2023	200 000	BB-	ИВА Партнерс, РИКОМ-ТРАСТ
RU000A105SX7	АБЗ-1 1Р03	02.02.2023	1 500 000	BBB	БКС КИБ, Банк Синара, Газпромбанк
RU000A105TR7	АРЕНЗА1Р01	09.02.2023	300 000	BB-	БКС КИБ, Банк Синара, ИФК Солид, МТС-Банк, Тинькофф Банк
RU000A105UZ8	Саммит 1Р1	16.02.2023	200 000	B+	Иволга Капитал
RU000A105VP7	РКК БО-01	21.02.2023	250 000	B	Диалот, РИКОМ-ТРАСТ
RU000A105WZ4	ЛТрейд 1Р7	07.03.2023	150 000	BB+	Иволга Капитал
RU000A105Y14	КЛВЗ 01	14.03.2023	300 000	B+	Альфа-Банк, Банк РОССИЯ
RU000A105XF4	Глоракс 02	14.03.2023	1 000 000	BBB-	БКС КИБ, Газпромбанк, ИФК Солид
RU000A105YQ9	АЛЪЯНС 1Р1	16.03.2023	500 000	BB	Альфа-Банк, Банк РОССИЯ, Транскапиталбанк
RU000A105YF2	Страна 02	16.03.2023	1 000 000	BBB	Иволга Капитал, Альфа Банк
RU000A105ZF9	ИСТРСЫР БО	21.03.2023	100 000	Нет	Диалот
RU000A105ZW4	РКК БО-02	23.03.2023	250 000	B	Диалот
RU000A1060U2	ГлобалФ1Р2	28.03.2023	150 000	B	ИВА Партнерс, РИКОМ-ТРАСТ, Диалот
RU000A106151	ХайТэк 1Р1	30.03.2023	500 000	BB	Иволга Капитал
RU000A1063Y8	АквилонЛР2	13.04.2023	100 000	BB+	РИКОМ-ТРАСТ
RU000A1064X8	ЗАСЛОН 1Р1	20.04.2023	1 000 000	BBB	Альфа-Банк, Банк РОССИЯ, Промсвязьбанк
RU000A1065B1	АБЗ-1 1Р04	25.04.2023	1 500 000	BBB	БКС КИБ, Банк Синара, Газпромбанк
RU000A1065H8	Кузина1Р02	25.04.2023	70 000	Нет	ЮниСервис Капитал

## ПРИЛОЖЕНИЕ 2.2

Объёмы размещения 9 месяцев 2023 года в разрезе рейтингов и организаторов

ISIN	Бумага	Дата	Объём размещений с начала 2023 г.	Рейтинг на начало размещения	Организатор
RU000A1065M8	АйДиКоле03	26.04.2023	800 000	BB	ИФК Солид
RU000A1065Y3	АГТК БО-02	27.04.2023	115 000	BB	Диалот
RU000A106631	АПРИФП 2P2	27.04.2023	750 000	BB-	Иволга Капитал
RU000A1067H4	ЛЕГЕНДА2P1	11.05.2023	3 000 000	BBB-	Банк ДОМ.РФ, Газпромбанк
RU000A1067T9	ЭконЛиз1P4	16.05.2023	100 000	BB+	Иволга Капитал
RU000A106862	ГарИнв2P06	16.05.2023	2 000 000	BBB	БКС КИБ, Газпромбанк, ЮниСервис Капитал
RU000A1068S9	ЛайфСтр П2	18.05.2023	500 000	BBB	Совкомбанк, Транскапиталбанк, РИКОМ-ТРАСТ
RU000A106987	ЛТрейд 1P8	23.05.2023	200 000	BB+	Иволга Капитал
RU000A106631	АПРИФП 2P2 (Доп)	25.05.2023	75 000	BB-	Иволга Капитал
RU000A106AK0	СОБИЛИЗ1P2	30.05.2023	200 000	BB	ИВА Партнерс
RU000A106AU9	УльтраБО1	30.05.2023	250 000	Нет	ЮниСервис Капитал
RU000A106B51	БДеньг-2P2	31.05.2023	300 000	BB	Иволга Капитал
RU000A106CB5	СИБАВТО1P2	06.06.2023	200 000	BB-	ИВА Партнерс
RU000A106C50	СЕЛЛСерв02	06.06.2023	150 000	BB+	ЮниСервис Капитал
RU000A106CJ8	ЛаймЗайм03	08.06.2023	800 000	BB-	Иволга Капитал
RU000A106CM2	СмартФ1P01	08.06.2023	150 000	BB-	РИКОМ-ТРАСТ
RU000A106CR1	РедСофт2P4	09.06.2023	150 000	BB+	РИКОМ-ТРАСТ, Диалот
RU000A106D18	МСБЛиз3P01	13.06.2023	300 000	BB+	Без организатора
RU000A106DJ6	МЛФТ БО-02	15.06.2023	200 000	B	Диалот
RU000A106DK4	Фордевинд2	15.06.2023	500 000	BB-	Иволга Капитал
RU000A106DV1	РКС2P3	19.06.2023	950 000	BBB-	БКС КИБ, Газпромбанк, ИФК Солид
RU000A106631	АПРИФП 2P2 (Доп 2)	21.06.2023	175 000	BB-	Иволга Капитал
RU000A106EV9	КИФА 1P1	26.06.2023	200 000	BB+	БКС КИБ
RU000A106F08	МИКРАН БО1	27.06.2023	500 000	BBB	Цифра брокер
RU000A106FN3	СПМК БО-02	29.06.2023	300 000	B	Диалот
RU000A106FW4	МГКЛ 1P3	30.06.2023	250 000	B+	Цифра брокер
RU000A106GC4	АРЕНЗА1P02	04.07.2023	400 000	BB+	БКС КИБ, Банк Синара, Газпромбанк, Диалот, ИФК Солид, Россельхозбанк
RU000A106GB6	ЛТрейд 1P9	04.07.2023	150 000	BBB-	Иволга Капитал
RU000A106GZ5	РКК БО-03	06.07.2023	500 000	B	Диалот, РИКОМ-ТРАСТ
RU000A106GY8	ДрктЛиз2P1	06.07.2023	200 000	BB	Цифра брокер
RU000A106HF5	ЭЛРЕШ 1P1	10.07.2023	1 000 000	BBB	БКС КИБ, Газпромбанк
RU000A106J04	УрожайБО03	11.07.2023	200 000	B+	Цифра брокер
RU000A106JC8	РоялКапБО9	12.07.2023	100 000	BB	Альфа-Банк, Совкомбанк
RU000A106KY0	Техпорт01	19.07.2023	150 000	B	ИК Финам
RU000A106KT0	МигКр 02	19.07.2023	200 000	BB	Иволга Капитал
RU000A106L67	ОйлРесур02	24.07.2023	300 000	BB-	ИК Финам
RU000A106GB6	ЛТрейд 1P9 (ДОП)	25.07.2023	150 000	BBB-	Иволга Капитал
RU000A106LS0	ГлобалФ1P3	26.07.2023	150 000	B+	Диалот, ИК Финам, РИКОМ-ТРАСТ
RU000A106MV2	МГКЛ 1P4	01.08.2023	300 000	BB-	Диалот
RU000A106NT4	ПИМ БО-02	03.08.2023	175 000	BB+	GrottVjorn
RU000A106PY9	Неолизинг1	09.08.2023	100 000	Нет	ИК Велес Капитал
RU000A106Q47	Фордевинд3	10.08.2023	500 000	BB-	Иволга Капитал

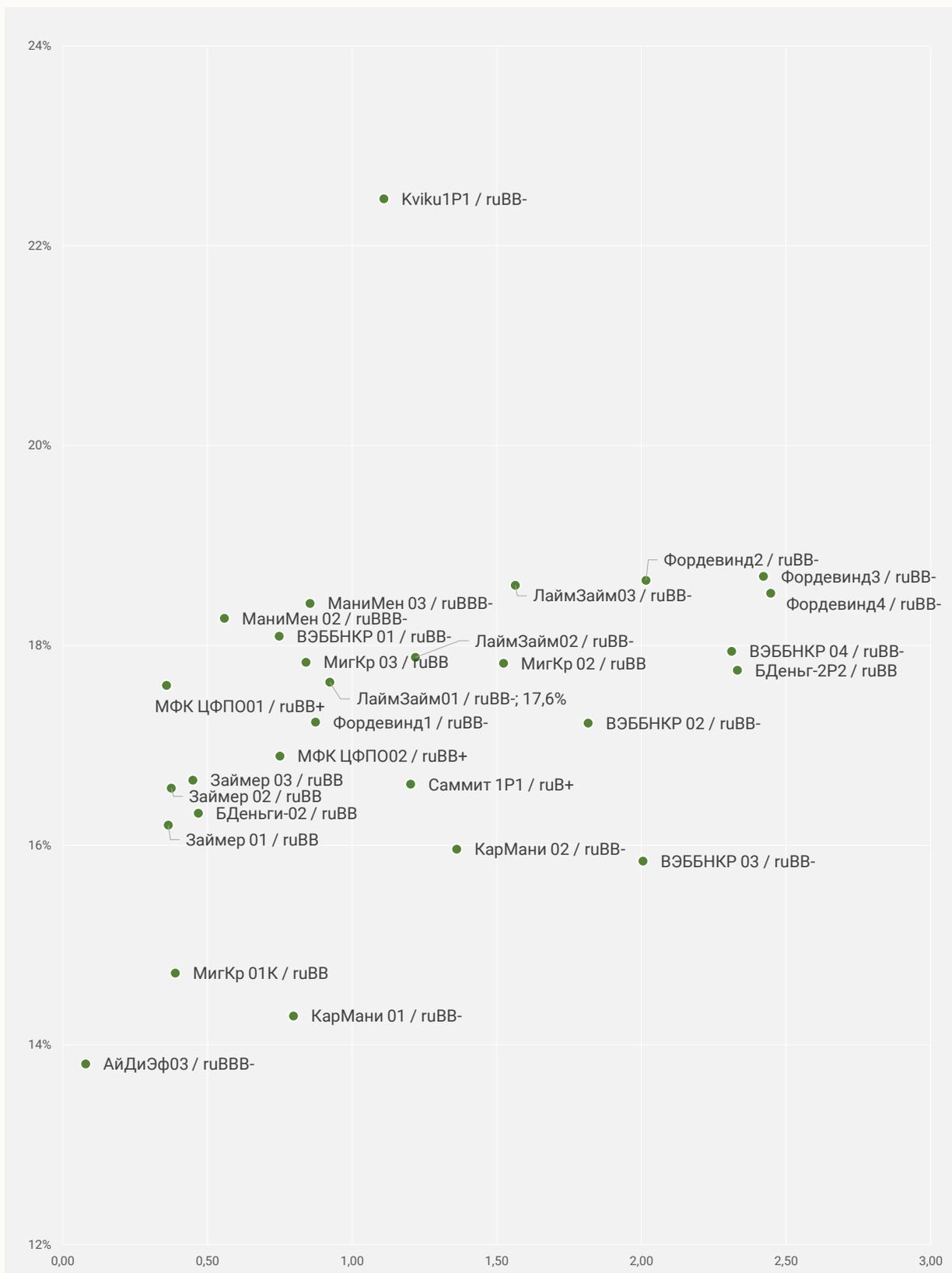
## ПРИЛОЖЕНИЕ 2.2

Объёмы размещения 9 месяцев 2023 года в разрезе рейтингов и организаторов

ISIN	Бумага	Дата	Объём размещений с начала 2023 г.	Рейтинг на начало размещения	Организатор
RU000A106P63	ФЭСАгро1P1	10.08.2023	1 000 000	BB+	Банк Синара, Газпромбанк, Диалот
RU000A106QS9	ЗавдКЭС1P4	15.08.2023	274 485	BB-	ИВА Партнерс, РИКОМ-ТРАСТ
RU000A106R12	ЭконЛиз1P5	16.08.2023	100 000	BB+	Иволга Капитал
RU000A106R79	ЭНИКА 1P04	17.08.2023	300 000	BB+	ИВА Партнерс, РИКОМ-ТРАСТ
RU000A106RB3	АСВ 1P01	18.08.2023	200 000	BB+	Диалот, РИКОМ-ТРАСТ
RU000A106SE5	Фордевинд4	28.08.2023	300 000	BB-	Иволга Капитал
RU000A106SL0	ИСТРСЫР 02	29.08.2023	100 000	BB-	Диалот, Россельхозбанк
RU000A106SK2	ГарИнв2P07	29.08.2023	1 933 057	BBB	БКС КИБ, Газпромбанк
RU000A106TJ2	ФИНСИСТ 01	31.08.2023	374 313	BB	Альфа-Банк, ИВА Партнерс, РИКОМ-ТРАСТ, Совкомбанк
RU000A106T85	CTRLлиз1P1	31.08.2023	1 000 000	BB+	Банк Синара, Иволга Капитал
RU000A106U74	НИКА 1P02	05.09.2023	286 048	B-	ИВА Партнерс
RU000A106UK8	МигКр 03	07.09.2023	190 801	BB	Иволга Капитал
RU000A106UB7	ОйлРесур03	07.09.2023	151 268	BB-	ИК Финанс
RU000A106UM4	ДАРСДев1P1	07.09.2023	1 000 000	BBB-	БКС КИБ, Газпромбанк, ИФК Солид
RU000A106U90	Пркт1111P1	07.09.2023	500 000	BBB	Цифра брокер
RU000A106UA9	СМАК БП02	07.09.2023	60 000	Нет	ЮниСервис Капитал
RU000A106UL6	ЭлАп БО-02	08.09.2023	24 838	BB-	GrottBjorn
RU000A106VN0	ТРДБ БО-01	12.09.2023	100 000	Нет	Диалот
RU000A106W49	СолЛиз БО1	15.09.2023	700 000	B+	ИФК Солид
RU000A106X30	Техпорт02	19.09.2023	150 000	B	ИК Финанс
RU000A106X89	РегПрод1P3	19.09.2023	50 000	B-	РИКОМ-ТРАСТ
RU000A106WZ2	АПРИФП 2P3	19.09.2023	500 000	BB	Иволга Капитал
RU000A106XJ4	АЛЪЯНС 1P2	21.09.2023	23 910	BB	АБ Россия
RU000A106XT3	АйДиКоле04	25.09.2023	600 000	BB+	ИФК Солид
RU000A106Y21	НафттрнБО5	26.09.2023	250 000	B	РИКОМ-ТРАСТ, ЮниСервис Капитал
RU000A106Y70	АЛЬФАДОН01	26.09.2023	300 000	B+	Альфа-Банк, ИВА Партнерс, РИКОМ-ТРАСТ
RU000A106Y88	ВЭББНКР 04	26.09.2023	234 370	BB-	Иволга Капитал
RU000A106YD5	PLAZA BO01	27.09.2023	163 860	BB-	Диалот
RU000A106YN4	ГрупПро1P3	28.09.2023	39 310	B+	Без организатора
RU000A106YL8	АГТК БО-03	28.09.2023	70 694	BB	Диалот, РИКОМ-ТРАСТ

### ПРИЛОЖЕНИЕ 3

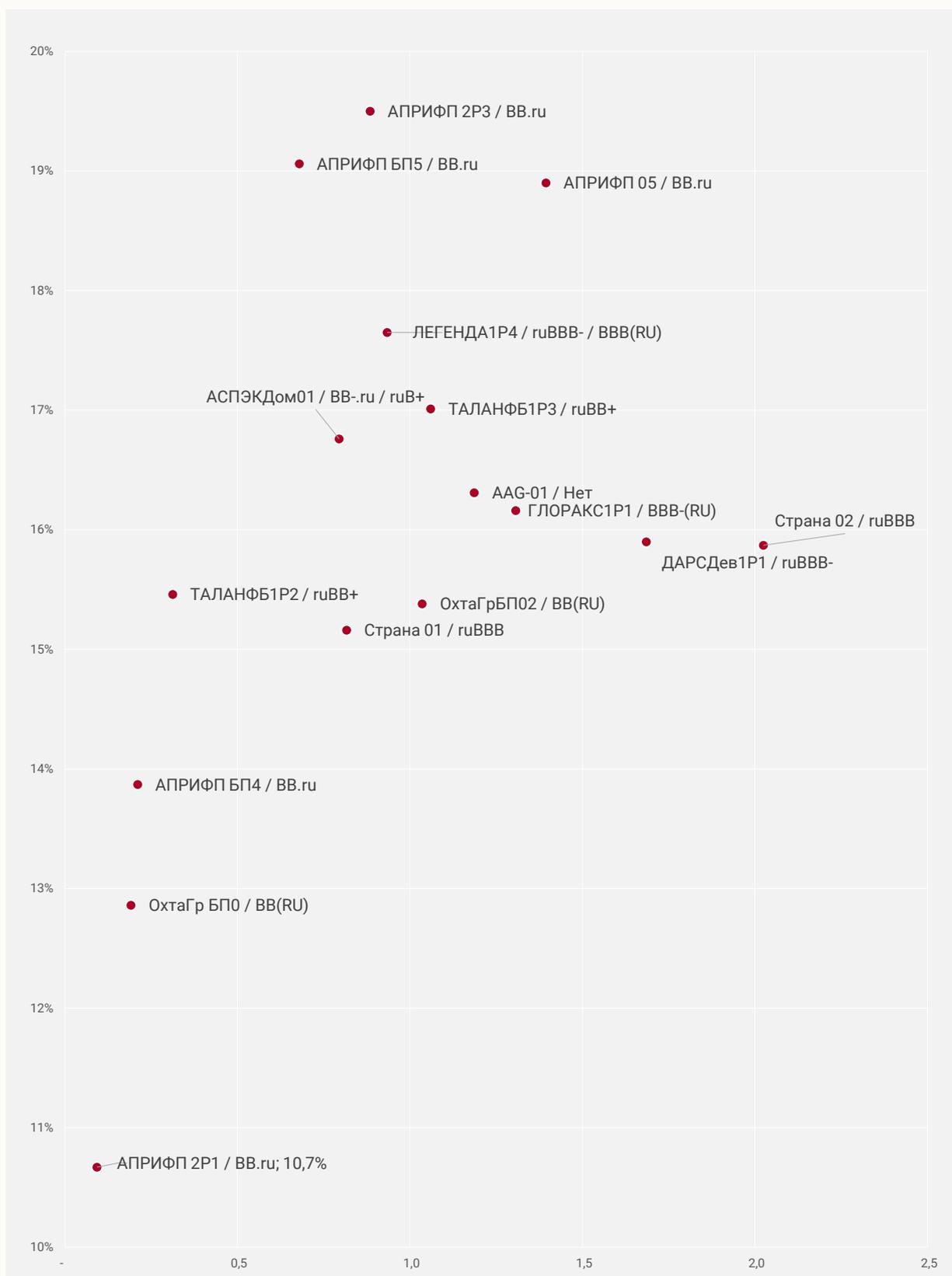
Карта рынка МФО на 04.10.2023 г.



Ежеквартально мы готовим отдельное исследование по отрасли. Ознакомиться с обзором МФО за 1 полугодие 2023 года можно [по ссылке](#).

## ПРИЛОЖЕНИЕ 4

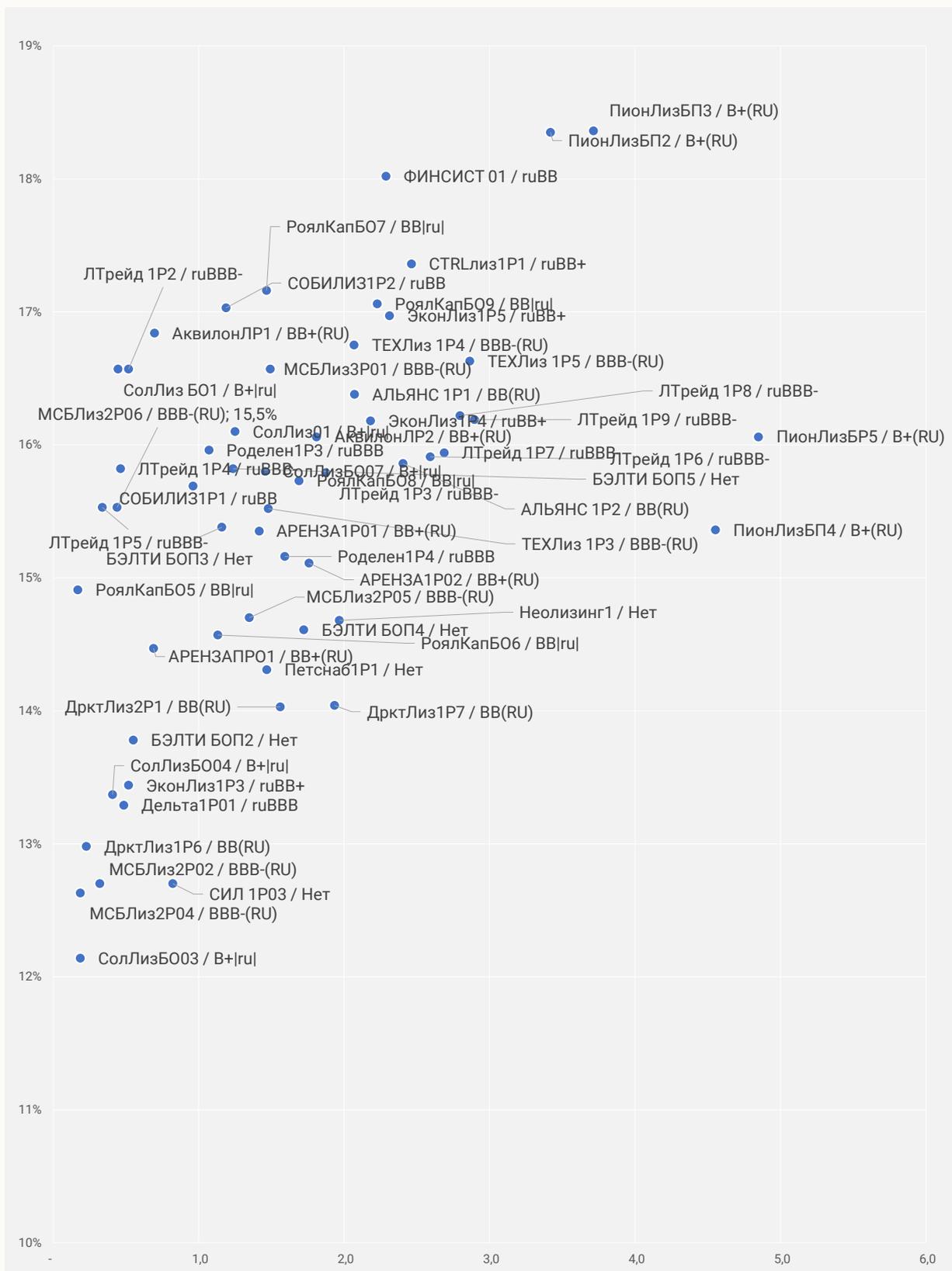
Карта рынка Девелоперов на 04.10.2023 г.



Каждые полгода мы готовим отдельное исследование по отрасли. Ознакомиться с обзором по рынку Девелоперов за 2022 год можно [по ссылке](#).

## ПРИЛОЖЕНИЕ 5

Карта рынка Лизинговых компаний на 04.10.2023 г.



Ежеквартально мы готовим отдельное исследование по отрасли. Ознакомиться с обзором по рынку Лизинговых компаний за 1 полугодие 2023 года можно [по ссылке](#).

По всем вопросам:

Марк Савиченко | Главный аналитик ИК «Иволга Капитал»

[savichenko@ivolgacap.com](mailto:savichenko@ivolgacap.com) | +7 981 469 35 09

Дмитрий Александров | Управляющий директор ИК «Иволга Капитал»

[aleksandrov@ivolgacap.com](mailto:aleksandrov@ivolgacap.com) | +7 926 919 91 00

Надежда Толстикова | Начальник отдела по работе с эмитентами ИК «Иволга Капитал»

[tolstikova@ivolgacap.com](mailto:tolstikova@ivolgacap.com) | +7 902 945 37 69

## Ограничение ответственности

Настоящий информационный материал подготовлен исключительно в информационных целях. Несмотря на то, что ООО ИК «Иволга Капитал» применило все разумные меры, чтобы обеспечить точность и правильность содержащейся в данном информационном материале сведений, а также прилагало разумные усилия для получения информации из надежных, по мнению ООО ИК «Иволга Капитал», источников, ООО ИК «Иволга Капитал» не дает, прямо или косвенно, никаких заверений или гарантий, содержащихся в настоящем информационном материале. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Никакая часть настоящего документа или факт опубликования информационного материала не могут служить основанием для какого-либо договора, обязательства или решения об инвестировании. Данный материал подготовлен исключительно в целях ознакомления получателей с информацией, способной помочь им при самостоятельной оценке вопросов, сделок или компаний (эмитентов), упомянутых в настоящем материале. Организатором не предоставляется никаких гарантий, явных или подразумеваемых, что информация или мнение, представленные в настоящем документе, являются справедливыми, точными, адекватными, полными или правильными.

Данный информационный материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, офертой, предложением о продаже или предложением делать оферту о подписке на какие-либо ценные бумаги или их приобретении. Ни эмитент, ни его аффилированные лица или представители эмитента и Организатора не несут никакой ответственности (за действия по неосторожности или по иным основаниям) за убытки, возникшие каким-либо образом в результате использования настоящего материала либо его содержания, либо причиненные иным образом в связи с публикацией данного материала. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном документе, могут не соответствовать инвестиционному профилю инвестора. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора.

Все перечисленные в данном материале заявления, не касающиеся факта, произошедшего в прошлом, могут считаться прогнозными заявлениями. В таких заявлениях, в связи с известными и не известными рисками, факторами неопределенности и иными факторами, находящимися вне контроля эмитента и/или Организатора, фактические результаты могут существенно отличаться от прогнозируемых. Данные прогнозные заявления основаны на многочисленных презумпциях относительно нынешней и будущей бизнес-стратегии эмитента и среды, в которой ожидается ведение эмитентом деятельности в будущем. По своей природе прогнозные заявления связаны с рисками и факторами неопределенности, зависящими от обстоятельств, которые могут возникнуть или не возникнуть в будущем. Прогнозные заявления делаются на дату составления настоящего материала и эмитент категорически отрицает наличие любых обязательств по обновлению или пересмотру прогнозных заявлений, сделанных в настоящем документе, для отражения связанных с возникновением таких обстоятельств изменений в ожиданиях или перемен в условиях или обстоятельствах, на которых основаны эти прогнозные заявления.

Информация, содержащаяся в данном информационном материале, предоставляется по состоянию на дату составления настоящего документа, отражает субъективное мнение исследователей (специалистов ООО ИК «Иволга Капитал») и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. Организатор также не предоставляет гарантий, что информация о бизнесе, финансовом состоянии, перспективах, кредитоспособности, статусе или о иных положениях эмитента на дату после публикации информационного материала будет являться актуальной. Ни эмитент, ни Организатор, ни кто-либо из официальных представителей, сотрудников сторон или консультантов не несут обязательств в отношении дополнения, изменения, обновления или пересмотра любой информации, представленной в составе настоящего материала.

Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе. ООО ИК «Иволга Капитал» не несет ответственности перед инвестором за финансовые потери, являющиеся результатом изменения рыночных котировок, изменения курса валют, дефолта эмитента ценных бумаг и иных рыночных факторов.

Для получения дополнительной информации об эмитенте ценных бумаг, упомянутом(-ых) в настоящем информационном материале, необходимо обратиться в ООО ИК «Иволга Капитал». Воспроизводить, копировать, цитировать, а также делать выдержки из информационного документа без предварительного письменного согласия ООО ИК «Иволга Капитал» запрещено.