

РЫНОК ВДО

через тернии к звездам



СОДЕРЖАНИЕ

<u>Резюме</u>	3
<u>Состояние рынка. Объёмы рынка ВДО</u>	4
<u>Объёмы первичного рынка ВДО</u>	5
<u>Затраты на организацию выпуска</u>	7
<u>Доходности и премии рынка ВДО</u>	8
<u>Рейтинги сегмента</u>	11
<u>Риски сегмента. Погашения</u>	14
<u>Кредитный риск</u>	15
<u>ЦФА</u>	19
<u>Контакты</u>	20

РЕЗЮМЕ

- По итогам 2023 года объём рынка высокодоходных облигаций составил 151,9 млрд рублей. Всего в обращении находится 295 выпусков от 141 эмитента. Наибольшее влияние на увеличение объёма рынка оказало появление «падшего ангела» - Сегежа Групп. Отраслевая структура рынка, не считая Сегежи, не изменилась, высокодоходный сегмент продолжает во многом оставаться рынком трёх отраслей: строительства, микрофинансирования, лизинга.
- На первичном рынке эмитенты ВДО привлекли 56,5 млрд рублей, размещение своих облигаций начали 95 эмитентов, инвесторам было предложено 142 новых выпуска. По итогам года можно с уверенностью говорить о закреплении крупных инвестиционных банков в высокодоходном сегменте, на них в 2023 году пришлось примерно 62% первичного рынка
- С развитием рынка постепенно снижаются и комиссионные расходы эмитентов. Если в 2019 году рынок начинал со средних значений комиссии в 3% от объема размещения, то в 2024 году, видимо, стоимость размещений в среднем приблизится к 2%. При этом для субъектов МСП льготные программы могут покрыть большую часть комиссионных расходов.
- Доходности бумаг, плавно снижающиеся первые 8 месяцев прошедшего года, по итогам года оказались выше январских значений. При этом рост доходностей облигаций не успевал за ростом доходности безрисковых ставок, если в начале года высокодоходные бумаги давали премию 8-11%, к концу года значение опустилось до 2 – 4,5% .
- Доходности первичного рынка подстраивались под изменения стоимости денег быстрее вторичных торгов, тем не менее текущая премия первичного рынка ниже начала года, несмотря на рост доходностей в номинальном выражении.
- Всего за 2023 год в отношении эмитентов ВДО состоялось 152 рейтинговых действия. Наиболее популярным действием стало, как и должно быть, подтверждение кредитного рейтинга. С точки зрения изменения кредитного качества эмитентов динамика в прошедшем году была положительная: 36 повышений рейтингов против 10 понижений. С прогнозами ситуация схожая: 16 позитивных прогнозов, против 4 негативных и 6 развивающихся.
- Общий объём погашений на 2024 год 36,4 млрд рублей. Также в 2024 году планируются оферты на 43,8 млрд. рублей по уже размещенным выпускам. За вычетом объемов Сегежи сумма планируемых погашений и оферт не выглядит критической в сравнении с масштабом рынка. По нашему мнению риск рефинансирования не будет определяющим на рынке ВДО в 2024 году.
- В 2023 году 8 эмитентов ВДО начали размещение нового для рынка инструмента – Цифровых Финансовых Активов. На текущий момент для эмитентов размещение ЦФА выглядит скорее как проба пера: относительно небольшие объёмы выпусков со срочностью от нескольких месяцев до года.

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

Объёмы рынка ВДО

По итогам 2023 года объём рынка высокодоходных облигаций составил 151,9 млрд рублей¹, всего в обращении находится 295 выпусков от 141 эмитента.

От общего объёма рынка корпоративных облигаций² высокодоходный сегмент занимает ~0.6%, от объёма рыночных выпусков корпоративных облигаций ВДО занимают ~2.9%.

На изменение объёма рынка повлияло несколько факторов: погашение старых и размещение новых выпусков, переход эмитентов ВДО в инвестиционный сегмент, но наибольшее влияние оказало появление на рынке «падшего ангела» — в конце декабря рейтинг Сегежа Групп был понижен до уровня ВВВ, что добавило рынку 6 выпусков объёмом 47,7 млрд руб³.

Появление нового крупного эмитента повлияло и на отраслевую структуру, сделав деревообработку наиболее представленной отраслью. В остальном высокодоходный сегмент продолжает оставаться рынком трёх отраслей: строительства⁴, микрофинансирования⁵ и лизинга.

Крупнейшие отрасли рынка ВДО по итогам 2023 года



Источник: Cbonds, расчёты ИК Иволга Капитал

¹ Указывается объём в обращении по непогашенному номиналу для облигаций эмитентов с рейтингом ВВВ и ниже и наличием вторичного обращения бумаг.

² Индекс Cbonds: [Объём рынка корпоративных облигаций](#)

³ У эмитента есть ещё 3 неторгуемых выпуска и выпуск в юанях, которые в статистике не учитываются.

⁴ К строительной отрасли относится не только жилищное строительство, но и аренда / инфраструктурное строительство

⁵ К микрофинансовой отрасли относятся МФО, ломбарды, коллекторские компании

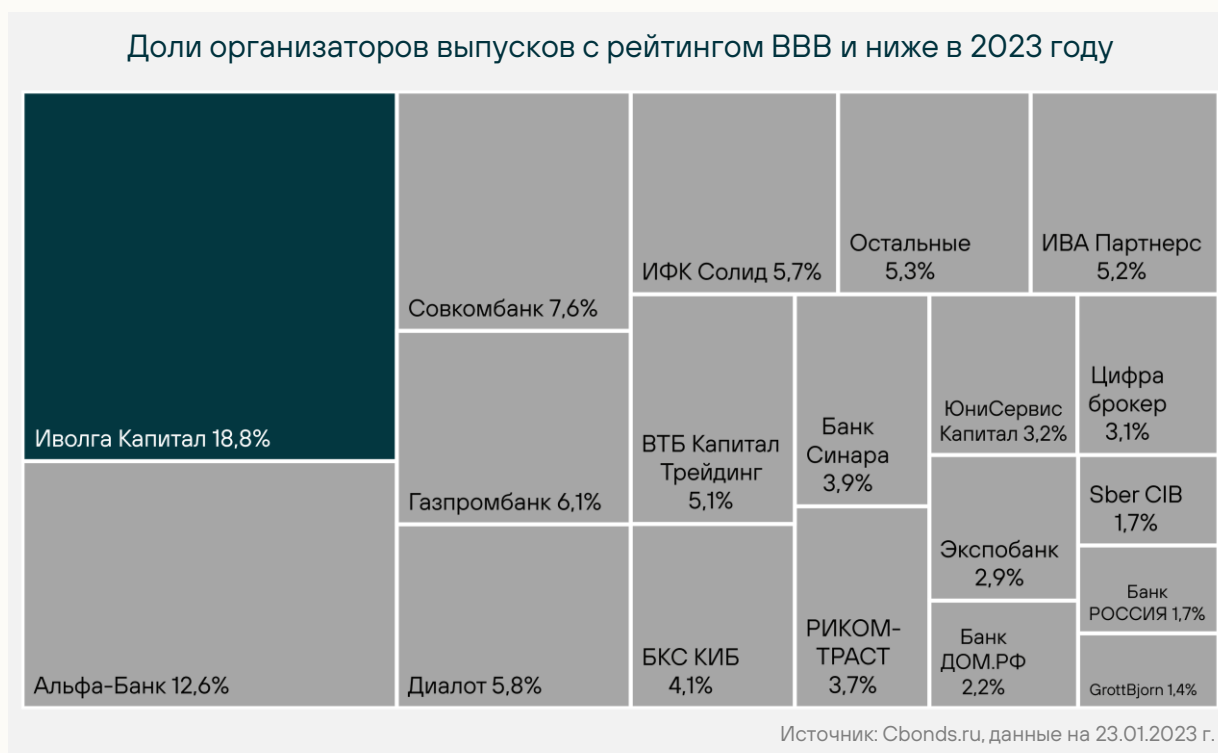
СОСТОЯНИЕ РЫНКА

Объёмы первичного рынка ВДО

На первичном рынке в 2023 году эмитентам удалось привлечь рекордные, по крайней мере в номинальном выражении, объёмы. Всего за год эмитенты разместили бумаг на 56,5 млрд рублей (в 2022 году — 10,1 млрд руб., в 2021 году — 44 млрд руб.).



По итогам года можно с уверенностью говорить о закреплении крупных инвестиционных банков в высокодоходном сегменте. Если до прошедшего года сделки с участием крупных финансовых корпораций носили разовый характер, то по итогам года непрофильные игроки стали очень существенной частью рынка. Исходя из рейтинга Cbonds⁶ на непрофильных⁷ игроков в 2023 году пришлось примерно 62% рынка.



⁶Рэнкинг организаторов облигаций России (выпуски с рейтингом эмиссии / эмитента / поручителя BBB и ниже), последнее обновление 16.01.2024 г.

⁷Непрофильными игроками мы называем компании, для которых размещение высокодоходных облигаций не является основным бизнесом.

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

Объёмы первичного рынка ВДО

Из других изменений стоит заметить активное участие МСП Банка в первичных размещениях, которое началось в последние месяцы 2023 года. МСП Банк участвовал в размещении 10 облигационных выпусков, обычно покупая 25% объёма.

Всего размещение своих облигаций начали 95 эмитентов, инвесторам была предложена 142 новых выпуска.

Распределение первичного рынка по отраслям:

- Строительство 27,1%
- Микрофинансирование 17,4%,
- Лизинг 16,4%.

По рейтингам наибольшие объёмы пришлись на BBB (33,7%), BB+ (18,1%) и BB (16,8%).

Во второй половине года, в ответ на рост ставок, эмитенты начали приспосабливать параметры выпусков к новым условиям. Флоатеры, способные учесть снижение ставок в будущем, оказались не очень популярным инструментом, их общий объём по итогу года составил всего 8,2% (из них примерно 5% один выпуск). Эмитенты намного чаще стали использовать структуру со снижающимися купонами, так называемые «лесенки». В таком случае все купоны определены заранее, максимально высокий купон устанавливается на первые полгода или год с постепенным снижением. На «лесенки» в 2023 году пришлось 16,5% первичного рынка.

⁶Рэнкинг организаторов облигаций России (выпуски с рейтингом эмиссии / эмитента / поручителя BBB и ниже), 2023.

⁷Непрофильными игроками мы называем компании, для которых размещение высокодоходных облигаций не является основным бизнесом.

ЗАТРАТЫ НА ОРГАНИЗАЦИЮ ВЫПУСКА

Для эмитентов основным изменением 2023 года стал, кроме кратного увеличения самого рынка, рост доступности рынка за счёт снижения затрат на организацию выпуска.

На стоимость облигационных денег для эмитента влияет множество факторов: объём и срок привлечения, кредитный рейтинг и прочее, но основная статья расходов, помимо купона, приходится на поиск спроса – комиссию организатора. Если в 2019 году рынок начинал со средних значений комиссии в 3% от объема размещения, то в 2024 году, видимо, стоимость размещений в среднем приблизится к 2%. Новые тарифы ИК «Иволга Капитал» зависят, в первую очередь, от кредитного рейтинга эмитента.

Комиссия ИК Иволга Капитал за подготовку, размещение и техническую поддержку облигационного выпуска, в % от суммы выпуска

Кредитный рейтинг эмитента	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB
Организация размещения и сбор спроса	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%
Андеррайтинг и техническая подготовка размещения. Позиционирование эмитента. Консультационная поддержка, включая раскрытие информации и рейтинговое консультирование	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Маркет-мейкинг, за первый год обращения облигаций (по 1/12 в месяц)	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Суммарная комиссия за 12 месяцев	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%
Суммарная разовая комиссия (в момент размещения)	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%

Кроме кредитного рейтинга на стоимость облигационных денег сильно влияет объём и срок привлечения. Ниже показано, как при изменении объёмов и сроков в среднем меняются расходы на размещение выпуска в процентах годовых.

Средние расходы на размещение облигационного выпуска, в % годовых

Срок обращения, лет	Объём, млн рублей			
	100	300	500	1000
3	1,1%	0,8%	0,8%	0,7%
4	0,8%	0,6%	0,6%	0,5%
5	0,7%	0,5%	0,5%	0,4%
6	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%

Для эмитентов, входящих в реестр МСП и имеющих рейтинг BB- и выше, сохраняются льготы, снижающие стоимость заимствований на облигационном рынке. В рамках программы эмитенты имеют возможность получать компенсацию части уплаченного купона в размере 70% от Ключевой Ставки, а также субсидию по возмещению расходов на организацию в размере до 2,5 млн рублей.

Из важных для эмитентов обновлений стоит напомнить о существенных изменениях требований к качеству аудита, которое будет предъявляться после 2024 года. Отчётность за 2024 год должна быть заверена аудитором из реестра Банка России.

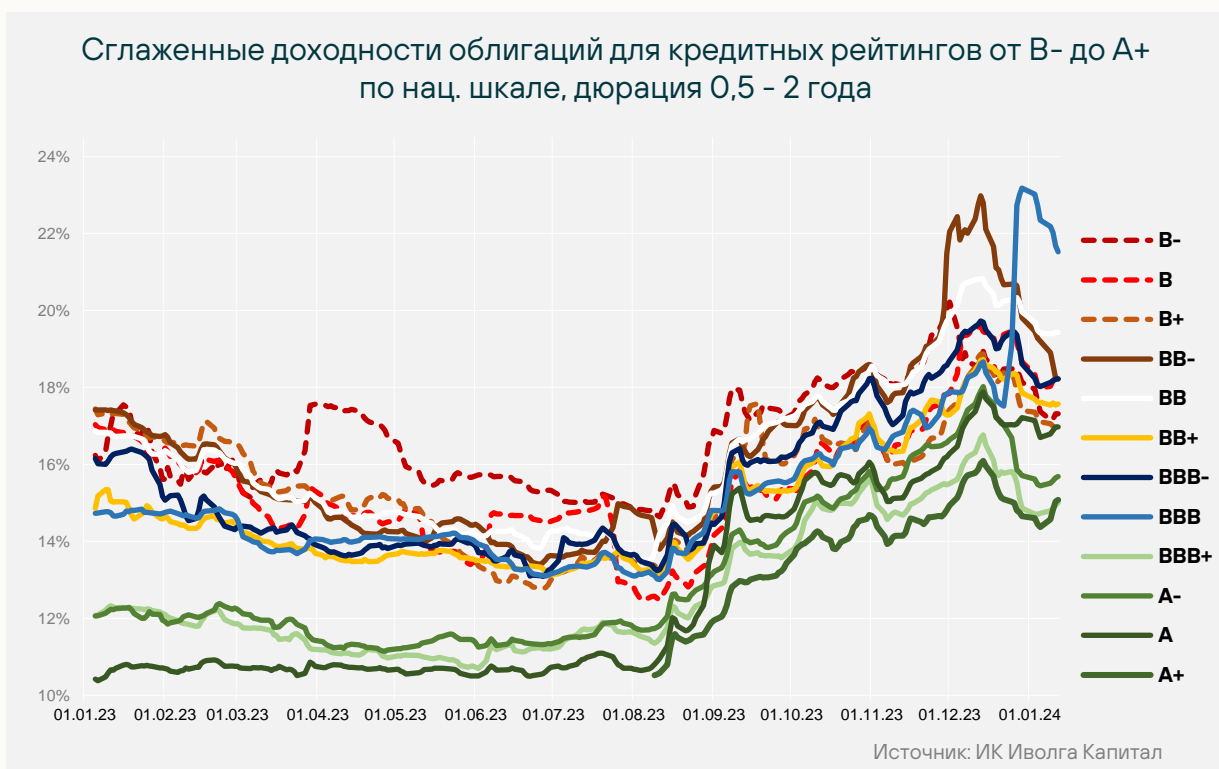
На текущий момент в реестре всего 27 компаний и список будет пополняться. Тем не менее, полезно узнать у своего аудитора его планы по вхождению в реестр, при отсутствии таких планов заблаговременно найти нового аудитора, подходящего по всем критериям.

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

Доходности и премии рынка ВДО

Доходности в сегменте постепенно снижались в течение первых 8 месяцев 2023 года до внепланового повышения ключевой ставки Банком России в середине августа. С 14 августа 2023 года, вслед за повышением ставок, доходности облигаций начали расти, хотя и существенно меньше в сравнении со стоимостью денег.

Слабая реакция высокодоходного сегмента на изменения ставок привела к практически полному сокращению в доходностях между ВДО и первыми ступенями инвестиционного сегмента, до августа разница между ВДО и инвестиционным сегментом была видна невооруженным взглядом⁸.



Слабая реакция сегмента привела и к существенному сокращению премии доходности бумаг к денежному рынку.

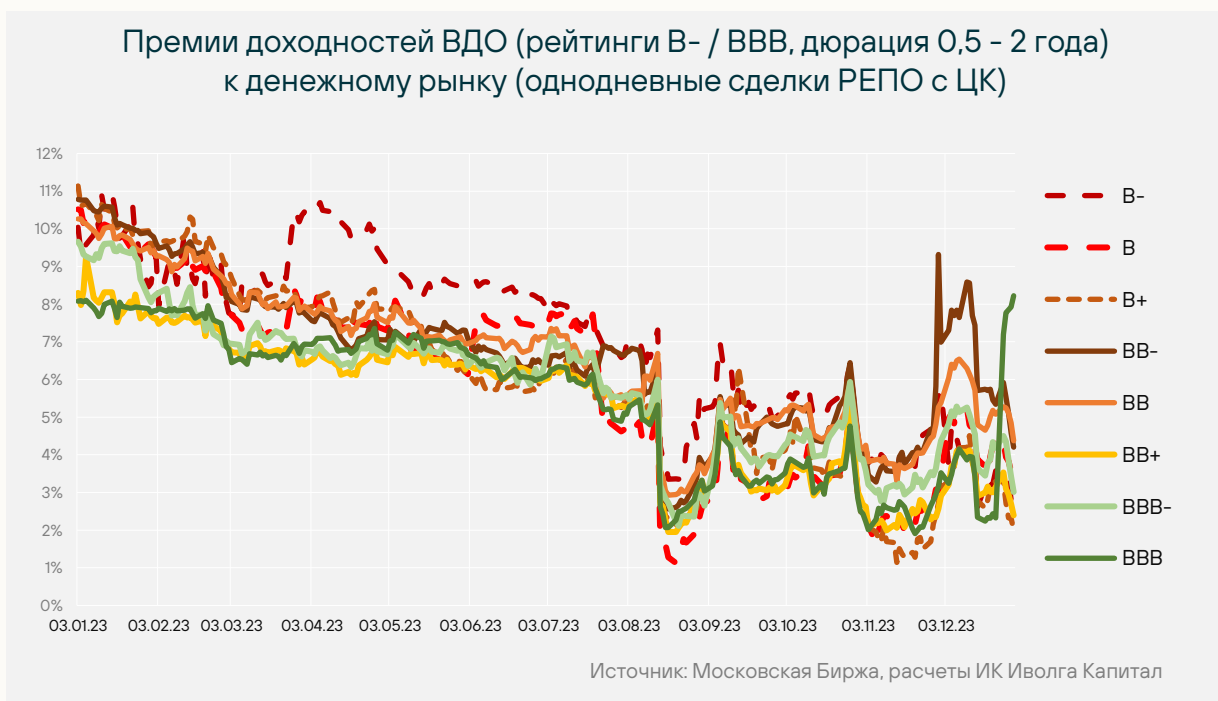
Каждый раз, когда Банк России повышал ключевую ставку, доходности бумаг практически не менялись в первый торговые дни, переоценка проходила с запозданием и даже после переоценок итоговые премии почти всегда оказывались ниже, чем были до очередного повышения ставок.

⁸ На аномальный рост доходности в BBB сегменте повлияло снижение рейтинга Сегежа Групп до уровня BBB

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

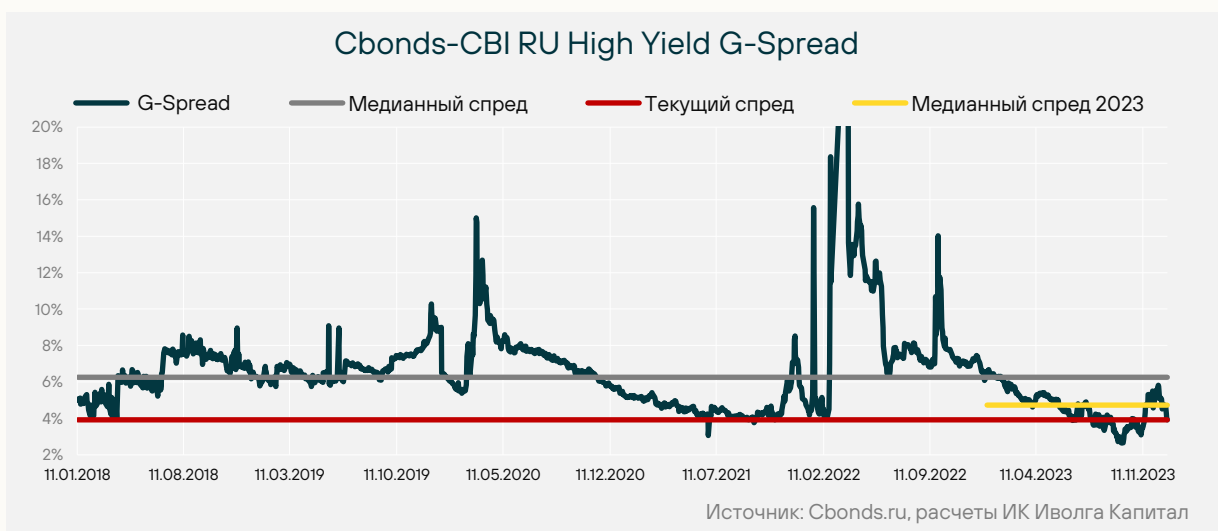
Доходности и премии рынка ВДО

По итогам года рынок пришёл к очень существенному сокращению премий в сегменте. Если в начале года премия составляла от 8 до 11%, то к концу декабря снизилась до 2 – 4,5%⁹.



При этом текущие значения являются низкими не только в сравнении с началом 2023 года. Значение индекса Cbonds-CBI RU High Yield G-Spread, который отражает премию доходности индекса ВДО к рынку ОФЗ, по итогам года составило 392 б.п., что ниже, и медианного значения 2023 года – 473 б.п. и всего периода наблюдения с января 2018 года – 626 б.п.

Важно заметить, что спреды сузились именно к ОФЗ с соответствующей дюрацией, а не только к денежному рынку или ключевой ставке. Частый аргумент, что доходности ВДО снижаются вместе с доходностью ОФЗ, а перекупленность высокодоходного сегмента отсутствует, не соответствует действительности. Спреды сузились не только к ключевой ставке, но и к рынку ОФЗ.

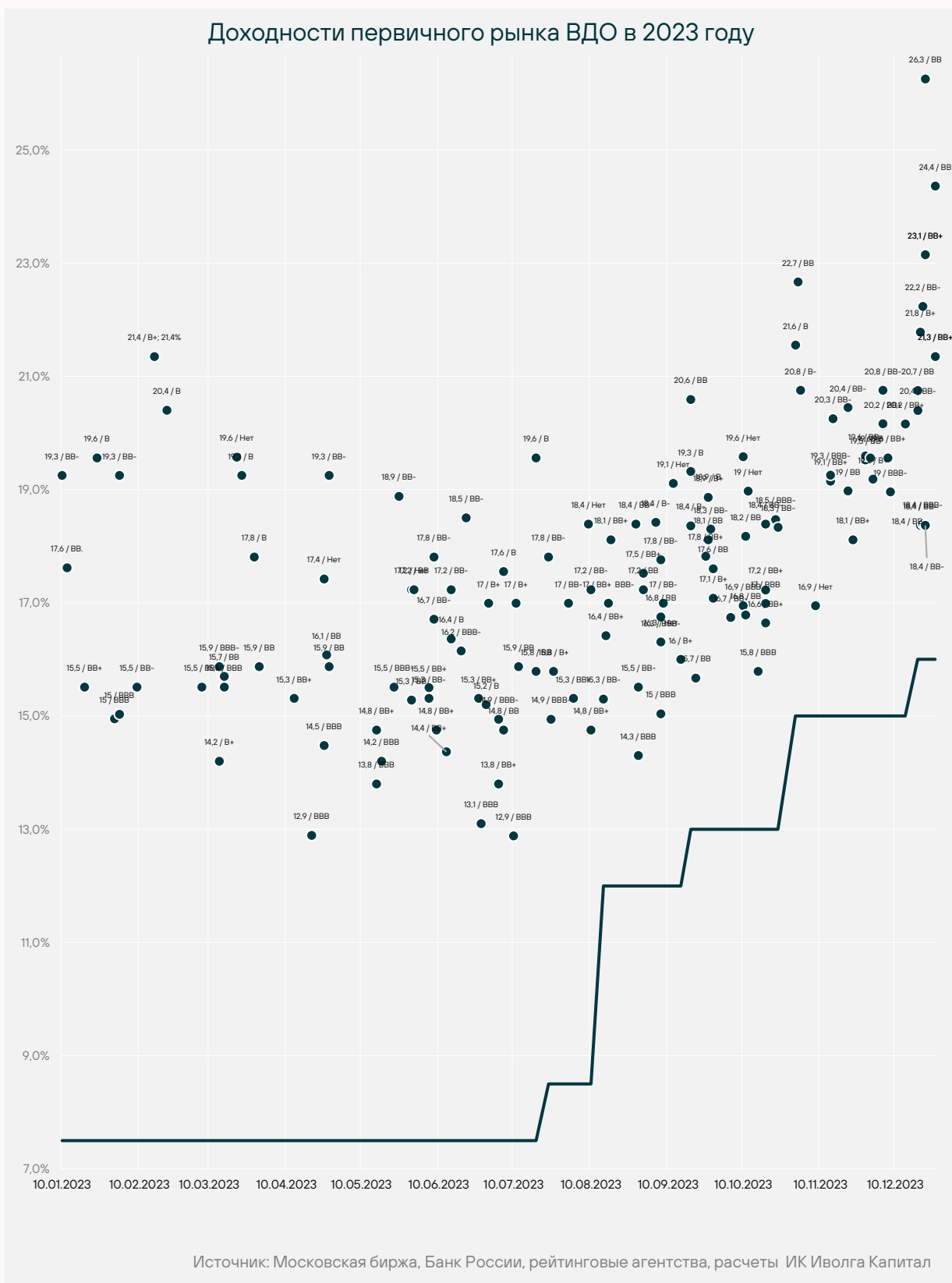


⁹ На аномальный рост премии в ВВВ сегменте повлияло снижение рейтинга Сегежа Групп до уровня ВВВ

СОСТОЯНИЕ РЫНКА

Доходности и премии рынка ВДО

Доходности первичного рынка подстраивались под изменения стоимости денег быстрее вторичных торгов, тем не менее текущая премия первичного рынка ниже начала года, несмотря на рост доходностей в номинальном выражении.



РЕЙТИНГИ СЕГМЕНТА

Всего за 2023 год в отношении эмитентов ВДО состоялось 152 рейтинговых действия. Наиболее популярным действием стало, как и должно быть, подтверждение кредитного рейтинга.



Также в 2023 году наблюдалось активное присвоение рейтингов: новые эмитенты перед размещением дебютного выпуска получали первый кредитный рейтинг, эмитенты меняли рейтинговые агентства, также наблюдалось много присвоений рейтингов эмитентам, которые размещали свои выпуски в предыдущие годы без рейтинга, а сейчас для размещения новых выпусков прошли процедуру рейтингования.

Негативная тенденция полностью отказываться от кредитного рейтинга, которая наблюдалась в 2022 году, в 2023 закончилась, все отзыванные рейтинги 2023 года были взамен присвоены в других рейтинговых агентствах.

С точки зрения изменения кредитного качества эмитентов динамика в прошедшем году положительная: 36 повышений рейтингов против 10 понижений, и это без учёта части присвоений новых рейтингов, которые содержательно являются повышением. С прогнозами ситуация схожая: 16 позитивных прогнозов, против 4 негативных и 6 развивающихся.

В таблице представлены все повышения/понижения кредитных рейтингов, а также изменения прогнозов прошедшего года.

Эмитент	Рейтинг	Прогноз
ТЗК Аэрофьюэлз	A-.ru / ruBBB+	Стабильный
Бифорком Тек	A-.ru	Стабильный
ГК ЕКС	BBB+(RU) / ruBBB+	Стабильный
Некс-Т	BBB+(RU)	Позитивный
АБЗ-1	ruBBB+	Стабильный
Электрорешения	BBB(RU)	Стабильный
Патриот Групп	BBB.ru	Стабильный
СЭЗ им. Орджоникидзе	BBB(RU)	Стабильный
ТАЛАН-ФИНАНС	ruBBB-	Стабильный
ТЗК Аэрофьюэлз	A-.ru / ruBBB+	Стабильный
Кифа	BBB- ru	Стабильный
ПЗ Пушкинское	BBB- ru	Стабильный
ИВКС	BBB-.ru	Стабильный
АйДи Коллект	ruBBB+	Стабильный

РЕЙТИНГИ СЕГМЕНТА

Эмитент	Рейтинг	Прогноз
ФЭС-Агро	ruBB+	Стабильный
ДиректЛизинг	BB+(RU)	Стабильный
Татнефтехим	BB+(RU)	Стабильный
Сибэнергомаш-БКЗ	BB+(RU)	Позитивный
Аквилон-Лизинг	BB+(RU)	Стабильный
Ред Софт	BB+(RU)	Стабильный
НТЦ Евровент	ruBB	Стабильный
МФК Лайм-Займ	ruBB	Стабильный
УК ОРГ	BB ru	Стабильный
АПРИ Флай Плэнинг	BB.ru	Стабильный
МФК Фордевинд	ruBB	Стабильный
МФК КарМани	ruBB	Позитивный
Альфа Дон Транс	ruBB-	Стабильный
МФК ЦФП (АО)	ruBB-	Стабильный
МФК Саммит	ruBB-	Стабильный
Мосгорломбард	ruBB-	Стабильный
Моторные технологии	ruBB-	Стабильный
Завод КЭС	BB-.ru	Стабильный
ГФН	ruB+	Стабильный
Джой Мани	ruB+	Стабильный
Ника	B ru	Стабильный
Нафтатранс Плюс	B ru	Стабильный
Сегежа Групп	ruBBB	Стабильный
Роял Капитал	BB ru	Стабильный
МФК Эйрлоанс	ruBB-	Развивающийся
МФК ЦФП	ruBB-	Развивающийся
Феррони	B+(RU)	Негативный
Истринская Сыроварня	B(RU)	Стабильный
Ультра	B ru	Развивающийся
СПМК	ruB-	Стабильный
РКК	CCC ru	Развивающийся
Голдман Групп	ruC / Отозван	
		Изменение прогноза
ЖКХ РС(Я)	ruBBB	Позитивный
Глоракс	BBB-(RU)	Позитивный
Кировский завод	BBB-(RU)	Позитивный
РКС Девелопмент	BBB-.ru	Позитивный
Энергоника	ruBB+	Позитивный
МФК МигКредит	ruBB	Позитивный
Светофор Групп	ruBB	Позитивный
Охта Групп	BB(RU)	Позитивный
Бизнес-Альянс	BB(RU)	Позитивный
АПРИ Флай Плэнинг	BB ru	Позитивный
МФК ВЭББАНКИР	ruBB-	Позитивный
Сибстекло	BB-(RU)	Позитивный
Мосрегионлифт	ruB	Позитивный
Реиннольц	BB- ru	Негативный
Пионер-Лизинг	B+(RU)	Негативный
Центр-Резерв	B(RU)	Негативный
Маныч-Агро	ruBB-	Развивающийся
КЛВЗ Кристалл	ruB+	Развивающийся

РЕЙТИНГИ СЕГМЕНТА

К 2024 году сегмент подошёл с практически полным рейтинговым покрытием с точки зрения объёмов рынка. Без рейтинга находится всего 3,1% рынка, на самые низкие рейтинговые ступени CCC/B-/B/B+ приходится 7,5%, на BB- /BB/ BB+ 26,4% бумаг в обращении. Основную часть рынка (63%) занимают эмитенты BBB- / BBB. Сегежа, как эмитент занимающий практически треть рынка вносит некоторое искажение в статистику, но даже без него BBB эмитенты занимают около 29% всего рынка.



С точки зрения количества эмитентов, ситуация немного другая, по количеству на рынке преобладают компании с кредитными рейтингами уровня BB-/BB/BB+.



Новой тенденцией на рынке в ближайшие годы станет поддержание кредитного рейтинга от 2 агентств. Пока что количество эмитентов с двумя рейтингами не велико: Гарант Инвест, Легенда, АПРИ, Славянск Эко. Для эмитентов с небольшим объёмом выпусков поддержание 2 рейтингов будет сильно ухудшать экономику заимствований, но при активном присутствии на рынке капитала дополнительные издержки на получение второго рейтинга несущественны.

Также мы ожидаем распространения двух рейтингов среди эмитентов микрофинансовой отрасли. В рамках НАУМИР НКР объявил о подготовке рейтинговой методологии для МФО, сейчас рейтинги микрофинансовым компаниям фактически присваивает только одно агентство, появление альтернативы позволит наиболее крупным представителям отрасли получать оценку уже от двух агентств.

РИСКИ СЕГМЕНТА

Погашения

Общий объём погашений¹⁰ на 2024 год 36,4 млрд рублей, крупнейшие погашения в номинальном выражении представлены в таблице.

Название	
Эмитент	Сумма, рублей
Сегежа Групп	10 000 000 000
Легенда	2 800 000 000
Коммерческая недвижимость ФПК Гарант-Инвест	2 700 000 000
Онлайн Микрофинанс (МаниМен)	2 000 000 000
МФК ЦФП	1 500 000 000
Агрофирма-племзавод Победа	1 000 000 000
МФК ЭйрЛоанс	983 023 500
Охта Групп	943 746 000
Займер	800 350 000
Инкаб	785 000 000

Источник: расчёты ИК Иволга Капитал

Для 18 эмитентов планируются к погашению все находящиеся в обращении облигации, самые крупные из таких погашений - Мани Мен, МФК ЦФП, Агрофирма-племзавод Победа, Займер, Инкаб и Литана.

Также в 2024 году планируются оферты на 43,8 млрд рублей по уже размещенным выпускам. Из 43,8 млрд руб. 29 млрд руб. придётся на оферты Сегежи по 3 облигационным выпускам, которые планируются в январе, апреле и ноябре.

За вычетом объёмов Сегежи сумма планируемых погашений и оферт не выглядит критической в сравнении с масштабом рынка. По нашему мнению, риск рефинансирования будет определяющим на рынке ВДО в 2024 году.

Полный график погашений и оферт доступен по [ссылке](#).

¹⁰ С учётом КО и нерыночных выпусков, но без учёта ЦФА

РИСКИ СЕГМЕНТА

Кредитный риск

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 обращаем внимание на компании, в которых, как мы считаем, произошли какие-либо форс-мажорные события, оказывающие существенное негативное влияние на бизнес компании.

По итогам 2023 года список покинули Синтеком и Голдман Групп, обе компании ушли в дефолт.

ТД Синтеком

ТД Синтеком после убытка за первое полугодие 2022 года уже в октябре допустил первый технический дефолт по облигационному выпуску. После было ухудшение отчётности по итогам 9 месяцев 2022 года, комментарий аудитора о неопределенности в отношении непрерывности деятельности в годовой отчётности и ещё два технических дефолта. Полноценный дефолт компания допустила 10 августа 2023 года.

Примечательно, что средневзвешенная цена за 9,5 месяцев с первого техдефолта до полноценного дефолта составила 77,2% от номинала, а объём торгов за этот период почти в 3 раза превысил объём выпуска и составил 272.6 млн рублей.

УК Голдман Групп

Дефолт УК Голдман Групп и дочерних компаний для информированных участников рынка также не стал неожиданностью. Первые сообщения об участившихся и крупных арбитражных исках к компаниям группы появились в январе 2023 года. В апреле одна из дочерних компаний допустила технический дефолт по амортизации выпуска коммерческих облигаций, в итоге оплата прошла с опозданием. Технический дефолт привёл к внеплановому пересмотру кредитного рейтинга (BB+ с развивающимся прогнозом, на тот момент), что привело к снижению рейтинга до уровня C. В сентябре появлялись сообщения о приостановке операций компаний группы со стороны ФНС. В ноябре Банк России опубликовал предписание об ограничении осуществления привлечения денежных средств и выдачи займов связанному СКПК, через 3 дня компания допустила сначала технический, а в последствии полноценный дефолт, тоже самое произошло с другими компаниям группы.

Несмотря на явный поток негативных новостей по эмитенту, бумаги всех дочерних компаний группы до самого дефолта торговались около 100% от номинала.

Феррони

В мае 2023 года на одной из производственных площадок ГК Феррони произошёл крупный пожар. После пожара кредитный рейтинг эмитента на уровне BB- был поставлен на пересмотр с негативным прогнозом, в начале июля понижен до уровня B+ с развивающимся прогнозом. В сентябре из-за заявлений о намерении обратиться с суд с заявлением о банкротстве к компаниям группы от АБ Россия и Сбербанка (иски не были поданы, с кредиторами удалось договориться) рейтинг снова был поставлен на пересмотр с негативным прогнозом.

Компания не публикует консолидированную отчётность, а отчётность отдельного эмитента (ООО Феррони) не может отражать всей картины. Тем не менее по итогам 9 мес. 2023 года выручка снизилась на 46%, убыток составил 3,8 млн (по итогам 9 мес. 2022 была получена прибыль 13,8 млн руб.).

Ещё до пожара к эмитенту были поданы иски на несколько миллиардов рублей от лизинговой компании ДельтаЛизинг (бывш. Сименсфинанс).

В начале декабря 2023 года компания получила исполнительное производство на сумму 82 млн рублей, к середине января 2024 непогашенная сумма составляет 69 млн.

РИСКИ СЕГМЕНТА

В декабре 2023 года в реестре залогов появилась информации о возникновении у ООО Феррони залога движимого имущества в пользу ФНС. В сведениях о договоре залога указано, что срок исполнения обязательств «до момента погашения задолженности по решению от 29.11.2023».

Похожее сообщение появилось в отношении Феррони Тольятти в январе 2024 года. Залогодержателем в данном случае выступает Межрегиональная инспекция Федеральной налоговой службы по управлению долгом.

У эмитента в обращении 3 облигационных выпуска на 650 млн рублей. В 2024 году эмитенту предстоят амортизации на 117,5 млн руб., остальные 532,5 млн руб. будут погашаться и амортизироваться в течении 2025 года.

РКК

В декабре 2023 года Русская Контейнерная Компания допустила технический дефолт по выпуску коммерческих облигаций, объём неисполненных средств составил 160 млн руб. основного долга и 7,2 млн руб. купонов. Фактическое исполнения обязательств произошло 25 декабря, плановое должно было произойти 21 декабря. Причиной неисполнения стал кассовый разрыв.

Кредитный рейтинг компании был снижен с В|ru| до CCC|ru| с развивающимся прогнозом.

Во второй половине декабря, кроме технического дефолта, компания получила несколько крупных исков от контрагентов, о неисполнении или ненадлежащем исполнении обязательств по договорам перевозки и аренды, на 15,5 млн руб. и 41,5 млн руб.

Эмитент работает в группе компаний, но не готовит МСФО, что сильно ограничивает содержательность отчётности. Тем не менее, начиная со второго квартала 2022 года эмитент генерирует убытки, по итогам 9 мес. 2023 LTM убыток составил 73 млн руб.

У нескольких дочерних компаний эмитента есть приостановления по счетам и иски от ФНС, но в силу отсутствия МСФО и понимания вклада этих компаний, невозможно говорить, насколько данные ограничения существенны.

У компании в обращении 3 облигационных выпуска на 1 млрд. рублей. В 2024 году погашений и амортизаций по текущим выпускам нет. Первые амортизации начнутся в 2025 году (187,5 млн руб.), 250 млн руб. придётся на 2026 год, 312,5 млн руб. на 2027 год и оставшиеся 250 млн руб. на 2028 год.

ПЮДМ

С 4 квартала 2021 года эмитент остановил свою деятельность на рынке оптовой торговли золотом, сосредоточившись на развитии ломбардного бизнеса, которая ведётся через дочернюю компанию «Первый Ювелирный Ломбард».

В декабре 2022 года у компании был отозван кредитный рейтинг. Ранее у компании действовал рейтинг на уровне ruB-. Тогда же компания сначала меняла ПВО, и пыталась провести ОСВО для реструктуризации первого облигационного выпуска. Собрать ОСВО не удалось, но компания не допустила дефолт и погасила выпуск объёмом 116 млн руб.

Тем не менее мы считаем облигационный долг эмитента крайне рискованным, единственный актив компании дочернее юр. лицо, оперирующее деятельностью 18 ломбардов в Москве. Из-за отсутствия отчётности дочерней компании не представляется возможным оценить способность дочерней компании погашать облигационный долг эмитента.

В обращении находятся два облигационных выпуска эмитента объёмом 190 млн руб., в 2024 году погашается выпуск на 70 млн руб., в 2025 году на 120 млн руб.

РИСКИ СЕГМЕНТА

Кузина

О потенциальных налоговых рисках АКРА писала в своём пресс-релизе еще в ноябре 2023 года.

Уже в декабре большинство компаний неформализованной группы получили новое решение о приостановлении операций по счетам. Тогда из 14 компаний группы (тут группа определяется через общий бенефициаров), у 13 были решения о приостановлении операций.

Тогда же компания отправила купон по облигационному выпуску двумя примерно равными траншами. Эмитент тогда прокомментировал блокировки, заявив, что налоговая задолженность есть, и она будет оплачена до конца 2023 года или в начале 2024 года.

У эмитента в обращении один облигационный выпуск объемом 70 млн руб., в 2025 году амортизируется 16,8 млн руб., в 2026 году 22,4 млн руб., в 2027 году 30,8 млн руб.

Центр-Резерв

У эмитента продолжается судебный спор с Министерством сельского хозяйства и продовольствия Самарской области по вопросу нецелевого использования субсидий на сумму 62 млн рублей. С середины января 2024 года заседание переносится, дата ближайшего заседания 30 января. Убойных цех, для построения которого выдавались субсидии, не построен.

В связи с иском областного Минсельхоза и ФНС в начале апреля кредитный рейтинг был поставлен на пересмотр с негативным прогнозом, сам рейтинг сохранен на уровне В(RU). В августе рейтинг был подтвержден на том же уровне.

Помимо спора с областным Минсельхозом, к владельцу производственных мощностей, которые арендует эмитент, в марте были предъявлены иски о банкротстве от ФНС, в ноябре между ответчиком и ФНС было заключено мировое соглашение, согласно которому ответчик будет погашать задолженность в размере 58 млн руб. ежемесячными платежами в течении 24 месяцев.

В обращении находится два облигационных выпуска эмитента объемом 185 млн руб. На 2024 год запланирована амортизация на 40 млн руб., в 2025 году 85 млн руб., в 2026 году 60 млн руб.

Сегежа Групп

Существенный объем погашений и оферт в 2024 году, безусловно, вызывает опасения. В январе состоится оферта на 9 млрд руб., в апреле ждет погашения выпуск на 10 млрд руб., ещё одна оферта по выпуску объемом 10 млрд руб. будет в ноябре.

В ноябре 2023 года эмитент провел оферту по выпуску на 8,2 млрд. рублей, владельцы облигаций тогда предъявили к погашению 92% объема выпуска. Хотя ещё за две недели до оферты представитель эмитента сообщал, что им удалось договориться с институциональными инвесторами о непредъявлении бумаг к выкупу.

В декабре 2023 рейтинг эмитента был понижен на 2 ступени до уровня ruBBB с сохранением развивающегося прогноза. Всего за последний год эмитент потерял четыре рейтинговых ступени. Крупный объем погашений и, судя по последней оферте, возможность предъявления бумаг со стороны институциональных инвесторов, может привести к необходимости проведения реструктуризации облигационных выпусков.

РИСКИ СЕГМЕНТА

Инвесторам стоит обращать внимание на существенные изменения в отчётностях эмитентов.

Эфферон в отчётности по 9 месяцам 2023 года показал убыток в 10,6 млн руб. (по итогам 9 месяцев 2022 года компания получила прибыль 69 млн руб.)

Агрохолдинг Солтон в отчётности за 9 месяцев 2023 года существенно поменял цифры за январь-сентябрь 2022 года (изначально за январь-сентябрь 2022 года отчитывались о прибыли в 1,4 млн руб., в новой отчётности за данный период наблюдается убыток 40,7 млн руб.).

Также необходимо пристально следить за погашениями эмитентов с низкими кредитными рейтингами или без действующего рейтинга.

Список эмитентов, требующих отдельного внимания в связи с погашениями, достаточно длинный, в сводной таблице по ссылке представлены агрегированные погашения в сравнении с объёмам облигационного долга и кредитным рейтингом эмитента.

ЦФА

В 2023 году 8 эмитентов ВДО воспользовались новым для рынка инструментом – Цифровыми Финансовыми Активами.

На текущий момент в большинстве случаев это очень короткий инструмент, срочностью от нескольких месяцев до года.

Среди операторов чаще всего представлены Альфа-Банк и Атомайз, при этом рыночный спрос есть только в Альфа-Банке, но и там фактические объёмы размещения не всегда соответствуют анонсированным.

В конце 2023 года на канале PRObonds прошёл эфир про ЦФА с точки зрения возможностей для эмитентов, спикером выступила управляющий партнер Findustrial Consulting Group.

Эмитенты ВДО на рынке ЦФА

Выпуск ЦФА	Статус	Срок, лет	Купон	Анонсированный объём	Оператор	Рейтинг	Окончание размещения
Финансовые Системы, 17% 6dec2026	Анулирован		17%	100 000 000	Атомайз	ruBB	
Сегежа Групп, FRN 20nov2026	В обращении	3,0	RUONIA + 3.8%	3 000 000 000	Альфа-Банк	ruBBB	24.11.2023
МСБ-Лизинг, 15% 17jun2024	В обращении	0,8	15%	50 000 000	Альфа-Банк	BBB-(RU)	15.09.2023
Мосгорломбард, 19% 16dec2024	В обращении	1,0	19%	50 000 000	Альфа-Банк	ruBB-	14.12.2023
Легенда Смарт, 17.75% 30may2025	В обращении	1,5	17,75%	100 000 000	Альфа-Банк	BBB(RU) / ruBBB-	01.12.2023
КарМани, 18% 27mar2024	В обращении	0,2	18%	40 000 000	Токеон	ruBB	27.12.2023
ГФН, 18% 15nov2024	В обращении	1,0	18%	100 000 000	Атомайз	ruB+	21.11.2023
ГФН, 18% 15nov2024	В обращении	1,0	18%	50 000 000	Атомайз	ruB+	21.11.2023
ГФН, 30sep2023	Погашен	0,3	Дисконтные	10 000 000	Атомайз	ruB+	15.06.2023
АПРИ Флай Плэнинг, 18% 30sep2024	В обращении	1,0	18%	300 000 000	Альфа-Банк	BB.ru / BB ru	29.09.2023

Источник: Cbonds.ru

По всем вопросам:

Марк Савиченко | Главный аналитик ИК «Иволга Капитал»
savichenko@ivolgacap.com | +7 981 469 35 09

Дмитрий Александров | Управляющий директор ИК «Иволга Капитал»
aleksandrov@ivolgacap.com | +7 926 919 91 00

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