

Перспективы рынка ВДО 2021.

ответы организаторов на вопросы Angry Bonds (опрос проводился в канале в период с 14 по 19 сентября 2020 года участвовали:

- *Дмитрий Александров, Универ*
- *Андрей Хохрин, Иволга*
- *Артем Иванов, Юнисервис*
- *Денис Козлов, Септем*
- *Максим Чернега, «GrottBjörn»*

1. Спрос. Сейчас на рынок вышло много денег, которые размещались в 2015-2016 годах на депозитах и есть ощущение, что денег не просто много, а очень много. Насколько это, на ваш взгляд, соответствует действительности? И как долго сохранится такая ситуация: год, два или больше?

Дмитрий Александров: Денег действительно много, но не безгранично много: есть ощущение, что мелкие депозиты как раз и перетекают в ВДО, а крупные депозиты (более 10 млн рублей) не склонны пока встраиваться в инфраструктуру ВДО, им привычнее и интереснее специальные продукты и инструменты с более высоким кредитным качеством.

Андрей Хохрин: Деньги есть, они, в принципе, в достатке на фондовом рынке. Стало ли их больше в последнее время, если речь о высокодоходном сегменте облигаций? Возможно. Но не столько по причине оттока с депозитов, сколько из-за роста узнаваемости самого сегмента. И это заслуга не столько новой ликвидности, сколько ряда организаторов, самих компаний-эмитентов, которые ведут открытый диалог с инвесторами, а в кризисный период показали высокую кредитную дисциплину. Уверен в том, что сектор российских ВДО будет расти, и расти кратно. Деньги и инвесторы, по-моему, пока только примеряются к нашей «песочнице», ее экспоненциальный рост – перспектива предстоящих пары лет.

Денис Козлов: Нет сомнений, что деньги с банковских депозитов перетекают на фондовый рынок. Основная причина – рекордно низкие ставки по банковским вкладам. Однако рынок ВДО не является first choice для подавляющего большинства тех инвесторов, кто делает свои первые шаги на бирже.

Поэтому мы подтверждаем тезис, что денег на фондовом рынке становится больше, но пока в абсолютных величинах рынок ВДО не играет большой роли. Основной приток средств частных инвесторов приходится на российские и американские акции. По нашим оценкам, рынок мини-ВДО составляет около 38 млрд руб., а объем всех ВДО, включая крупные компании уровня «Рольф» или «Азубки Вкуса» – около 200 млрд руб.

Мы полагаем, что активный приток средств частных инвесторов на фондовый рынок продолжится на горизонте полутора-двух лет. При этом не только сегмент банковских депозитов лишится денег, но также сегмент инвестиционных квартир. Фондовый рынок становится более понятным и перспективным для частных инвесторов, а депозиты и недвижимость, которые последние 20 лет были главным вариантом инвестиций, стремительно теряют свою привлекательность.

Артём Иванов: Спрос на облигации есть. Проводить прямую связь с депозитами образца 2015-16 годов не совсем корректно (эти деньги не помазаны и не пахнут), но наверняка, в том числе и они появляются на рынке. Но вообще, это продолжение все того же бэби-бума восьмидесятых. Детки подросли настолько, что начали лысеть и думать о пенсии. Ситуация с притоком новых инвесторов продолжится ровно до тех пор, пока громко не грохнется первая парочка шкафов. Тогда многим, кто оказался не готовым к такому повороту (надо же, тут оказывается риски есть) ВДО резко разонравится. Плюсы: отомрут и всяческие инфоцыгане, которые уже потихоньку начинают паразитировать на рынке (раздавать инвест-советы, ходить с бейджиком «Хотите разбогатеть спросите меня, как» и все такое).

Максим Чернега: возможно денег на рынке много, но спрос у владельцев этих денег еще больше, а потому вечный конфликт между «инвесторы хотят ставку больше» и «эмитенты хотят ставку поменьше» приобретает какой-то однобокий характер. Не думаю, что в ВДО – мы же сейчас про них говорим? – пойдёт много денег с депозитов, все-таки это специфичный рынок, где «сидит» скорее «старая гвардия». Да и деньги с депозитов могут сослужить недобрую службу, т.к. их владельцы вряд ли осознают и умеют правильно оценить риски, которые кроются в этом секторе.

2. Предложение. Состав эмитентов ВДО неизбежно меняется. Как в результате естественных причин (кто-то вырастает, кто-то банкротится), так и в результате действий регулятора: рейтинги, доступ на биржу и пр. Как на ваш взгляд поменялось кредитное качество эмитентов по сравнению с тем, что было 2-3 года назад и чего ждать в дальнейшем: к нам будут приходиться более качественные эмитенты или наоборот?

Дмитрий Александров: Состав меняется, и кредитное качество эмитентов, выходящих на рынок, существенно растёт. При этом первичная воронка продаж не претерпела существенных изменений: из 30-40 входящих к нам потенциальных эмитентов до размещения по-прежнему доходит не более одного. Растёт и разнообразие эмитентов – и это главный благоприятный тренд. Рынок в 2017 году оторвался от нуля и находится в состоянии роста. Найти 2 или 3 компании из одного сектора на этом рынке довольно сложно (помимо финансового сектора и жилищных застройщиков). Есть ощущение, что в течение года-полутора мы увидим ужесточение требований по рейтингам и тогда кредитное качество эмитентов возрастет еще сильнее. На рынок придут совсем другие компании, которых мы на рынке ВДО еще не видели. Тем не менее, стоит помнить, что обратная сторона этого процесса – неизбежное снижение ставок по выпускам.

Андрей Хохрин: В сегменте ВДО становится меньше молодых компаний, больше – зрелых, более крупных. Инвесторы уже не так требовательны к величине ставки, а потому на рынок стали выходить эмитенты, для которых купоны 15%+, да даже 12-13% были слишком дорогими. Увеличивается средний размер выпуска. Теперь 100 или 200 млн. р. стали редким явлением, многие выпуски – это уже 500 млн. р., 1 млрд. и больше. Наличие формальных критериев качества – кредитный рейтинг, международная отчетность, крупный аудитор – становится нормой даже для некрупных заемщиков. В итоге, ВДО либо улучшаются в качестве, либо хотя бы становятся более прозрачными для розничного инвестора.

Денис Козлов: К сожалению, кредитное качество эмитентов не улучшается. На рынок выходит всё больше эмитентов, которые обречены на финансовые проблемы в момент размещения. На рынке присутствуют несколько компаний-зомби, которые поддерживают свою деятельность только за счет новых кредитов, у которых долг растёт быстрее выручки и прибыли. Введение рейтингов – это важный и необходимый инструмент повышения устойчивости рынка ВДО, но не достаточный. Например, наша команда стремится привлекать на рынок ВДО больше институциональных инвесторов, и мы приветствуем появление новых ПИФов. В этом направлении также должны работать Банк России и Московская биржа. Частному инвестору тяжело сделать полноценный анализ эмитента, а профессиональная команда ПИФа не только на ранней стадии выявит финансовые проблемы эмитентов, но и создаст диверсифицированный портфель из сотен выпусков, благо, что выбор становится более разнообразным. Качество эмитентов будет зависеть от качества инвесторов. Чем больше мелких, слабо разбирающихся в финансовом анализе инвесторов, тем больше будет некачественных эмитентов.

Артём Иванов: Предложение меняется, но плавно и больше всего – по воле регулятора. В целом, всё закономерно: этап бурного роста уже должен завершиться, пора подумать о качестве. Это вовсе не значит, что снижаются риски: слишком много в принципе рискованных сфер деятельности и слишком уж шаткое положение вообще любого среднего бизнеса у нас в стране. У эмитента может быть отличное кредитное качество, но какой в этом смысл, если ему не дают работать (изменился закон, отобрали лицензию, запретили во имя здоровья нации).

Максим Чернега: Кредитное качество эмитентов как было разным, так и остается разным и, то ли хочется верить, то ли это просто так заведено, останется разным, и это совершенно нормально. Понятно, что регулятор прямо и косвенно не пропустит на рынок совсем уж полный «шлак», впрочем, адекватный организатор в здравом уме «шлак» инвесторам предлагать не будет.

Найти эмитента, «достойного» размещения биржевых облигаций, не проблема, куда сложнее согласовать цену вопроса – и так дорогие деньги становятся еще дороже вследствие требований инвесторов. Зачастую справедливых требований инвесторов. При этом у эмитентов свои запросы и требования, в основном сводящиеся к формуле: хочу дешевле, чем в банке.

3. Категоризация инвесторов. Окажет ли новый закон о категоризации инвесторов (когда заработает на полную мощность) влияние на рынок ВДО?

Дмитрий Александров: Категоризация инвесторов вряд ли повлияет на ситуацию на рынке ВДО. Сейчас этот рынок формируют «осмысленные инвесторы», то есть те, кто занимаются вложениями в ВДО специализированно. Они по большей части являются квалифицированными инвесторами. Скорее всего, в ближайшей перспективе их количество будет только расширяться за счет перехода в сегмент ВДО более крупных банковских депозитчиков.

Андрей Хохрин: Уйдут инвесторы, не желающие ни в чём разбираться. Это плюс для рискованного рынка. А рынок высокодоходных облигаций – рискованный рынок. Не думаю, что смещение круга инвесторов в пользу более обеспеченных и более информированных вызовет отток денег с рынка. Скорее, наоборот. Тот, кто способен провести простейшую собственную оценку выпуска, вложить в него небольшую часть средств, останется на рынке на более долгий срок и, со временем, принесет на него больше денег.

Денис Козлов: Безусловно, этот закон окажет влияние на рынок ВДО, так как сильно ограничит спрос со стороны частных инвесторов. Тем не менее, у инвесторов, эмитентов, брокеров и организаторов есть время до 1 апреля 2022 года, чтобы подготовиться. Инвесторы могут получить квалификацию на основании текущих правил, и такая квалификация будет действовать после 1 апреля 2022 года. Эмитенты ВДО должны стремиться попасть во Второй котировальный список Московской биржи, чтобы их облигации были доступны неквалифицированным инвесторам. У брокеров есть полтора года, чтобы наладить удаленную систему квалификации инвесторов. Организаторы за это время должны увеличить количество институциональных инвесторов и HNWI на рынке ВДО.

Артём Иванов: Категоризацию все ждут, как интеллектуальная элита человечества ждала конца света по календарю мая. Но вполне может быть, что наихудшие ожидания снова не оправдаются. Кто заинтересован – получит нужную квалификацию. Кто мало что понимал и ещё меньше покупал – уйдут. В любом случае, массового паралича не случится. Да, борьба за внимание инвесторов станет интенсивней. Тем интереснее всем.

Максим Чернега: Нет. Я уже говорил, что деньги на рынке, выражаясь регуляторным языком, «квалифицированные». Тут категоризация скорее сослужит добрую службу, отсеив «случайных прохожих».

4. Институционалы и частные инвесторы на рынке ВДО. В 2016-2019 годах рынок ВДО был в основном вотчиной частных инвесторов. Сохранится ли такое положение вещей в дальнейшем? Есть ли предпосылки к тому, что в ВДО пойдут частные инвесторы.

Дмитрий Александров: Институционалам пока рынок не очень интересен как в силу объёма отдельных выпусков, так и в силу нагрузки на капитал при покупке облигаций с низким кредитным рейтингом или без такового. Реальный выход институционалов можно ожидать в тот момент, когда на нем появятся игроки с рейтингами, позволяющими не уменьшать капитал институционалов при покупке бумаг. Скорее всего, это произойдет в течение 2-3 лет. При этом на рынке есть финансовый институт, который активно участвует в различных выпусках ВДО уже второй год – МСП Банк. Достойный пример для изучения и внедрения в свои практики его опыта для других банков и небанковских финансовых институтов.

Андрей Хохрин: Институциональные инвесторы – пока экзотическая группа на рынке ВДО. Полагаю, так это и останется. Особенности регулирования не позволяют банкам вкладываться в этот класс активов, равно как и классическим управляющим компаниям. Создание инфраструктуры институционалов, ориентированных в первую очередь на высокодоходные облигации – вопрос, объективно, продолжительного времени. Это не вопрос ближайших двух лет.

Денис Козлов: С ростом рынка ВДО, ростом размера среднего выпуска и увеличением количества эмитентов, всё большую роль играют ПИФы, family offices и HNWI. На следующем этапе подтянутся коммерческие банки. Приход пенсионных и страховых фондов на рынок ВДО, конечно, займёт много времени, но это также неизбежно, ввиду отсутствия альтернатив доходных инструментов. Доля частных инвесторов на рынке мини-ВДО, которая сейчас превышает 90%, будет неуклонно снижаться. Количество частных инвесторов будет расти, но они будут предпочитать инвестировать через ПИФы.

Артём Иванов: Институционалы придут, когда станет можно. Вероятно, после того как уляжется пыль от падения нескольких шкафов и как только рейтинги станут обязательным условием для всех вообще, а не только Сектора Роста. Возможно, им также дадут послабления на инвестиции в ВДО, но это уже будет немного другой состав эмитентов с крупными выпусками, рейтингами и т.д. Все возможно, но постепенно и по воле все тех же регуляторов.

Максим Чернега: Пока институциональные инвесторы будут связаны формальными ограничениями, мы их на рынке ВДО не увидим (МСП-Банк – случай особый, его в расчёт не берём). В частных разговорах коллеги с buy side выражали готовность участвовать в выпусках при условии прохождения формальных критериев – надеюсь не ввали!? – проверить случая на практике пока не представилось.

5. Прогноз на конец 2020 и конец 2021 года – какие ставки тогда будут считаться высокодоходными.

Дмитрий Александров: Прогноз упирается фактически в прогноз макроэкономической ситуации – а здесь и санкции, и выборы, и проблемы глобальных рынков. В базовом сценарии ставки по ВДО могут быть на 1-2% ниже, в том числе, с учётом роста среднего кредитного качества эмитентов и роста числа рейтингованных выпусков. То есть при развитии рынка в целом и ВДО в сегодняшнем сценарии ставки на конец 2021 года достигнут 12-13% по дебютным выпускам и 10-12 % по вторым-третьим и последующим. Но, естественно, ставку диктует рынок.

Андрей Хохрин: При нынешней стоимости денег постепенно все, что выше 9% годовых к погашению, можно будет считать частью рынка высокодоходных облигаций. Целевой диапазон ставок в сегменте ВДО, в моем понимании (и опять же при нынешней стоимости денег) – 9-13% годовых

Денис Козлов: Прогноз доходности – самое неблагоприятное занятие. Современный мир меняется так быстро, что даже невероятные события становятся рутиной в течение нескольких месяцев. Текущий уровень доходности мини-ВДО составляет 12-13%. Если Россия получит новый пакет санкций, цены на нефть упадут до 10\$ за баррель или будут новые волны пандемии, то доходность может вырасти до 20-25%. Если в течение года рост ВВП резко ускорится, инфляция снизится до 1%, ключевая ставка будет снижена до 2%, а Европа и США снимут санкции за Крым, то доходность мини-ВДО упадет до 7-8% годовых. Вот такой наш прогноз на конец 2021 года: доходность ВДО будет находиться в диапазоне 7-25% годовых.

Артём Иванов: Прогнозы не наш профиль (живем в Сибири, тут погода непредсказуема зачастую). Но есть основания предполагать на фоне всех вышеперечисленных мер, продолжится снижение средней температуры (ставки) по палате на 1,5% в год. Прежде всего, за счет крупных выпусков от крупных компаний, по поводу которых иногда спорят – тру они или не тру ВДО. Но что касается небольших займов, которыми мы традиционного занимаемся – там такого снижения не ждем. Трудно представить себе очередь из желающих поучаствовать в выпуске на 50 млн от компании с выручкой 300 млн и ставкой 10% годовых. А такие компании, несмотря ни на какие тренды продолжают выходить на биржу. Потому что они тоже хотят счастья.

Максим Чернега: В долгосрочной перспективе, как было «два икса» от ключевой (или даже «три икса» при нынешних значениях ставки Банка России), так и останется. :)

А вообще, прогнозы – это дело неблагоприятное, так что это к аналитикам больших домов, а в секторе ВДО надо работать с тем, что здесь и сейчас.