

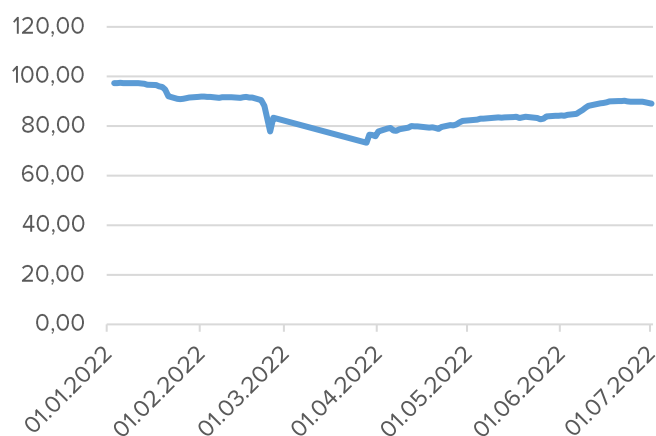
## РЕЗЮМЕ:

- Рынок корпоративных и высокодоходных облигаций был по факту закрыт в конце февраля и марте 2022 года.** Это было связано с общим экономическим шоком после реализации геополитических рисков, а также увеличением ключевой ставки до 20% в конце февраля 2022 года.
- Первичный рынок корпоративных облигаций открылся только в мае месяце,** однако размещения уже были существенно ниже как по количеству, так и по объёму по сравнению с периодами ранее. Так в июне объёмы размещений составили совокупно 618 млрд руб, однако более 80% данного объёма было представлено краткосрочными облигациями банков.
- Благодаря смягчению денежно-кредитной политики в апреле-июне 2022 года активность на рынке стала частично восстанавливаться.** Доходности облигаций как корпоративного сектора, так и ОФЗ после марта стали снижаться как на коротком, так и на дальнем участке кривой, уходя от инверсии, и концу июня доходности опустились ниже уровня начала февраля 2022 г. Наибольшее снижение доходности показали высокодоходные облигации. Объёмы торгов ОФЗ и корпоративными облигациями во втором квартале стали подрастать, но продолжают оставаться на уровнях ниже показателей января-февраля текущего года, что вызвано уходом нерезидентов на фоне санкций и ограничений, введённых международными институтами.
- Первичный рынок высокодоходных облигаций активизировался только ближе к концу апреля** и на конец 2 квартала был представлен всего 6-ю эмитентами, которые смогли взять с рынка чуть более 2 млрд рублей. При этом инвесторы требовали значительную премию к вторичному рынку, и те эмитенты кто не готов был дать более высокую доходность к погашению (YTM) испытывали сложности с размещением.
- Несмотря на то, что в первом полугодии произошло всего лишь два дефолта по облигациям, риск дефолтов, однако, совсем не снят,** и вполне вероятно на конец года при продолжающемся разрыве логистических цепочек и падения спроса со стороны потребителей, в том числе со стороны нерезидентов, на определенные виды товаров и услуг российских эмитентов, количество дефолтов может возрасти.
- Снижение первичных размещений облигаций,** как по объёму размещений, так и по количеству эмитентов, **высокая волатильность и низкая ликвидность вторичного рынка, возрастающие риски дефолтов** на фоне ухудшения ситуации в экономике России и в отдельных отраслях, **выводит на первое место глубокий анализ эмитента** как по количественным факторам (финансовой отчетности), так и по качественным признакам при принятии решения об инвестициях в тот или иной долговой инструмент. **Текущий высокий купон при этом не всегда отражает возможные риски эмитента и способность компенсировать отрицательную переоценку и повышенные риски дефолта.**

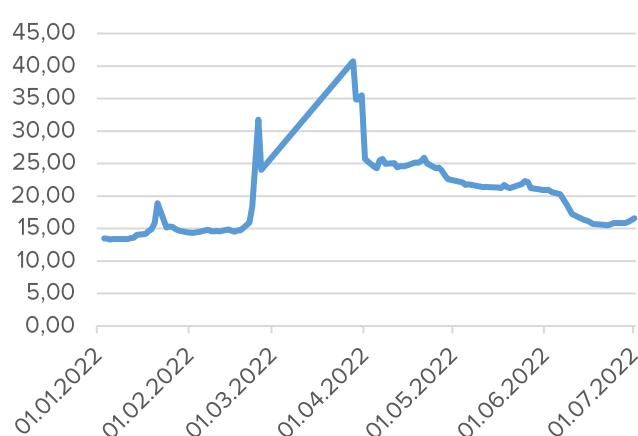
Рынок корпоративных и высокодоходных облигаций (ВДО)<sup>1</sup> в частности сейчас переживает не лучшие времена. Снижение первичных размещений облигаций, как по объёму размещений, так и по количеству эмитентов, высокая волатильность и низкая ликвидность вторичного рынка, возрастающие риски дефолтов на фоне ухудшения ситуации в экономике России и в отдельных отраслях, выводит на первое место глубокий анализ эмитента как по количественным факторам (финансовой отчетности), так и по качественным признакам при принятии решения об инвестициях в тот или иной долговой инструмент. Текущий высокий купон при этом не всегда отражает возможные риски эмитента и способность компенсировать отрицательную переоценку и повышенные риски дефолта.

Однако в последние месяцы рынок стал медленно восстанавливаться. В связи со снижением ключевой ставки с 20% в феврале текущего года до 9,5% в середине июня и снижения рисков в целом в экономике России доходности облигаций как корпоративного сектора, так и ОФЗ после марта стали снижаться как на коротком, так и на дальнем участке кривой, уходя от инверсии, и концу июня доходности опустились ниже уровня начала февраля 2022 г. Наибольшее снижение доходности показали ВДО. Так от пиковых значений средневзвешенная эффективная доходность по индексу российского рынка ВДО (источник sbonds) снизилась на 24 п.п., что выразилось в росте индекса цен на ВДО (источник sbonds) на 16 п.п.. УТМ всего рынка корпоративных облигаций опустилась до 10%. G-спрэд ВДО с максимумов начала апреля снизился до 787 б.п. и изменение с момента резкого повышения учетной ставки составило на конец полугодия 25 п.п..

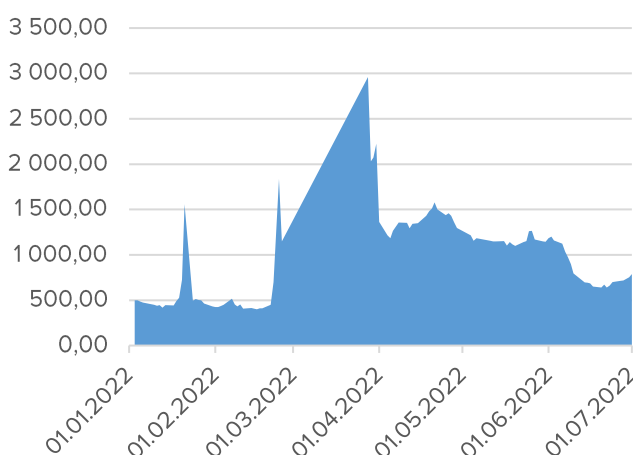
**Рис.1.**  
**Индекс цен ВДО**



**Рис.2.**  
**УТМ по индексу российского рынка ВДО**



**Рис.3.**  
**G-spread ВДО**

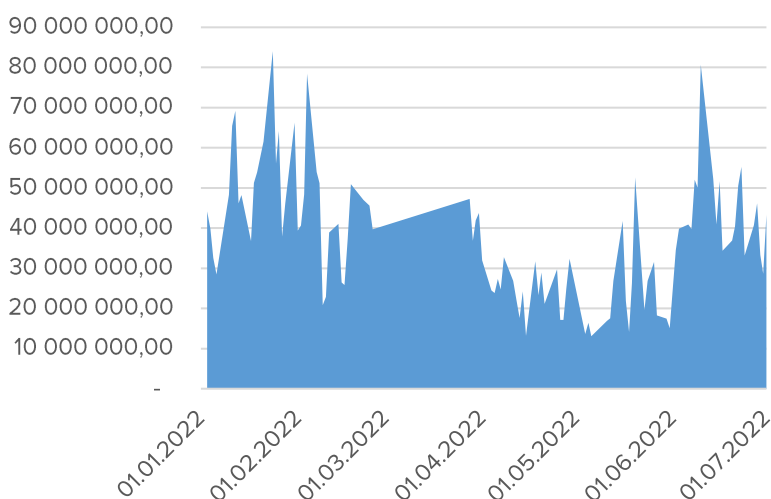


В целом можно сказать, что уверенность институциональных и розничных инвесторов ушла из отрицательной зоны и постепенно восстанавливалась на фоне низкого влияния санкционного давления на экономику и ответных мер экономического стимулирования со стороны Правительства, хотя еще в марте казалось, что долговой рынок ждут долгосрочные потрясения как в росте доходностей так в существенном возрастании вероятности дефолтов.

Однако очень сильно проявилась тенденция, что любой негативный информационный фон, либо связанный с финансовыми показателями эмитента, либо с отраслевыми факторами, при низкой ликвидности рынка ВДО и отсутствии маркет-мейкера по бумагам может существенно снизить котировки долговых обязательств даже при достаточном уровне устойчивости компании на весь срок обращения ценной бумаги, что говорит в целом о высокой волатильности долгового рынка.

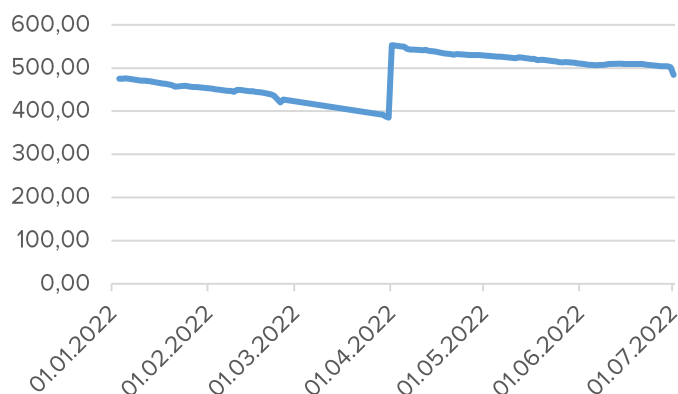
Объемы торгов ОФЗ и корпоративными облигациями во втором квартале стали подрастать, но продолжают оставаться на уровнях ниже показателей января-февраля текущего года, что вызвано уходом нерезидентов на фоне санкций и ограничений, введенных международными институтами. Так средние обороты на биржевых торгах ОФЗ ниже на 30% объемов на начало текущего года (около 14,5 млрд руб. ежедневно). ВДО в некоторые периоды первого полугодия показали более существенное снижение объема торгов - около 40%-45%, так как в бумагах с низким кредитным качеством (рейтинг эмитента/эмиссии ВВ и ниже) покупателей практически не было.

**Рис.4.**  
**Объем торгов ВДО ПИР**



Средневзвешенная дюрация ВДО из-за падения цен на фоне роста ключевой ставки до 20% в 1 квартале показала кратковременный всплеск, однако после стабилизации рынка и снижения доходностей вслед за ключевой вернулась на уровни начала года.

**Рис.5.**  
**Средневзвешенная дюрация ВДО**

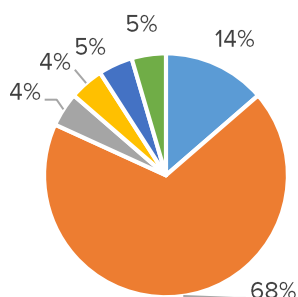


С учетом возросших рисков дефолтов пока за первое полугодие было объявлено всего 2 дефолта эмитентов облигаций. Это эмитенты ООО "Калита" и ООО "КИСТОЧКИ Финанс" совокупно на 750 млн рублей и 40 млн рублей соответственно. Первый эмитент специализируется на мелко- и среднеоптовом обеспечении конечных потребителей нефтепродуктов (нефтетрейдер), а второй это сеть студий маникюра и педикюра. Риск дефолтов, однако совсем не снят, и вполне вероятно на конец года при продолжающимся разрыве логистических цепочек и падения спроса со стороны потребителей, в том числе со стороны нерезидентов, на определенные виды товаров и услуг российских эмитентов, количество дефолтов может возрасти. В пессимистическом сценарии процент дефолтов, особенно в сегменте ВДО может достигнуть двухзначных чисел, но пока такой сценарий выглядит не высоко вероятным. Однако нельзя исключать и возникновение ситуаций с возможным преднамеренным доведением компаний до дефолта путем манипуляций отчетностью, с привлечением в том числе недобросовестных аудиторов.

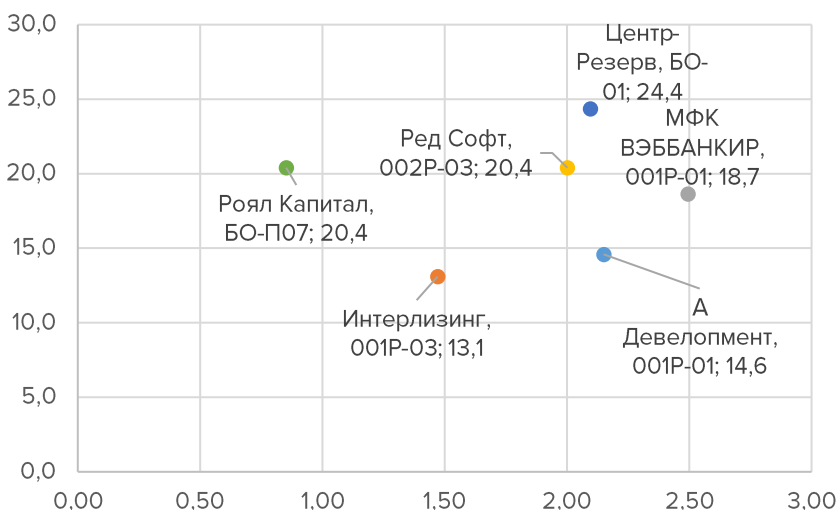
После февральских событий, рынок открылся только в мае месяце, однако размещения уже были существенно ниже как по количеству, так и по объёму по сравнению с периодами ранее. Так в июне объемы размещений составили совокупно 618 млрд руб, однако более 80% данного объёма было представлено краткосрочными облигациями банков. На небанковский сектор пришлось около 200 млрд рублей, занятых на первичном рынке. С учетом плановых погашений на долговом рынке, сокращение обращающихся выпусков совокупно за первое полугодие составило более 1 трлн рублей.

Первичный рынок ВДО также активизировался только ближе к концу апреля и на конец 2 квартала был представлен всего 6-ю эмитентами, которые смогли взять с рынка чуть более 2 млрд рублей. При этом инвесторы требовали значительную премию к вторичному рынку, и те эмитенты кто не готов был дать более высокую YTM размещались более длительный период. Например, Роял Капитал БО-П07 на 30.06 смог разместить на вторичный рынок только 71% от выпуска. За этот же период эмитентами ВДО было выплачено около 4 млрд руб. в виде всех обязательных платежей включая погашения. Исходя из этого отрицательная динамика рынка ВДО и в первую очередь инвестиций в том числе розничных инвесторов составила около 2 млрд рублей.

Отраслевая структура новых выпусков ВДО



- Профессиональные услуги
- Лизинг и аренда
- Микрофинансирование
- ИТ сервисы и программное обеспечение
- АПК и сельское хозяйство
- Лизинг и аренда



Интерлизинг

Интерлизинг	001P-03
Объём выпуска	1500 млн руб
Дата погашения	19.06.2024
Купон	13,10%
Рейтинг	ruBBB+
(тыс. руб.)	01.04.2022
Выручка (ТТМ)	16 946 410
Чистая прибыль (ТТМ)	686 883
Совокупный долг	11 639 586
Net debt	11 044 199
ROE	23%
Net debt/OCF	1,34

**ООО «Интерлизинг»** - универсальная лизинговая компания, основной объект лизинга это грузовой и легковой автотранспорт и сельскохозяйственная техника.  
Рейтинг от Эксперт РА ruA-

**Сильные стороны**

Лизинг легкового и грузового автотранспорта и возросшая стоимость предмета лизинга  
Высокая рентабельность деятельности  
Поддержка основного акционера  
ТОП 4 частных ЛК по работе с МСБ

**Слабые стороны**

Возможное сокращение бизнеса по причине роста стоимости лизинговых активов и снижение активности МСБ в целом  
Достаточно высокая долговая нагрузка  
Разрывы ликвидности

На текущий момент выпуск облигаций 001P-03 торгуется с ценой BID 99,93%, доходностью 13,14% и дюрацией 1,36 г. Выпуск размещен в полном объеме

МФК  
ВЭБАНКИР

001P-01

Объём выпуска	100 млн руб
Дата погашения	27.11.2025
Купон	22,000
Рейтинг	ruBB-

(тыс. руб.)

01.04.2022

Выручка (ТТМ)	4 242 306
Чистая прибыль (ТТМ)	362 244
Совокупный долг	1 225 238
ROE	72%
Net debt/Ebit*	2,64
NPL	31,30%

\*Операционная прибыль

На текущий момент выпуск облигаций 001P-01 торгуется с ценой BID 100,81%, доходностью 17,92% и дюрацией 2,47 г. Выпуск размещен в полном объеме

ООО МФК «ВЭБАНКИР» - предоставляет онлайн микрозаймы физическим лицам без посещения офиса  
Рейтинг от Эксперт РА ruBB-

**Сильные стороны**

Топ 10 рынка микрозаймов

ROE 72%

НМФК1 12,3%

Диверсификация пассивов по источникам фондирования

**Слабые стороны**

Ужесточение регулирования

Монопродуктовая линейка

Ухудшение кредитоспособности клиентской базы

NPL 31,3%

**Ред Софт** 002P-03

Объём выпуска	100 млн руб
Дата погашения	04.12.2024
Купон	19%
Рейтинг	BB

(тыс. руб.) 2021

Выручка	581 817
Чистая прибыль	28 412
Совокупный долг	220 270
ROE	7%
Net debt/Ebitda	1,24
Ebitda/%	5,80

ООО «Ред Софт» реализует решения по управлению информацией с открытым исходным кодом.

Рейтинг от АКРА BB

#### **Сильные стороны**

Низкая долговая нагрузка

Существенное покрытие % расходов

Перспективы роста выручки на фоне импортозамещения в отрасли

Высокий уровень лояльности клиентской базы

#### **Слабые стороны**

Высокий уровень концентрации клиентской базы

Динамика роста ниже ожиданий

Малый размер бизнеса и низкая доля рынка

Отрицательный денежный поток

На текущий момент выпуск облигаций 002P-03 торгуется с ценой BID 108,06%, доходностью 15,51% и дюрацией 1,93 г. Выпуск размещен в полном объеме.

**Центр-Резерв** БО-01

Объём выпуска	100 млн руб.
Дата погашения	28.10.2025
Купон	22%
Рейтинг	В-

(тыс. руб.) 2021

Выручка	773 369
Чистая прибыль	131 755
Совокупный долг	52 758
ROE	30%
Net debt/Ebitda	0,3
Ebitda/%	36

ООО «Центр-Резерв» является крупнейшим производителем свинины в Самарской области. Выращивание свиней осуществляется на арендованных производственных площадках. Рейтинг от АКРА В-

**Сильные стороны**

Высокая рентабельность капитала  
Низкая долговая нагрузка, даже с учетом выпуска облигаций  
Поддержка отрасли в рамках импортозамещения

**Слабые стороны**

Несущественные рыночные позиции  
Слабая диверсификация деятельности  
Отрицательный денежный поток  
Низкая деловая репутация бенефициаров

На текущий момент выпуск облигаций БО-01 торгуется с ценой BID 110,39%, доходностью 18,2% и дюрацией 2,07 г. Выпуск размещен в полном объеме.



**Роял Капитал**

БО-П07

Объем выпуска	100 млн руб
Дата погашения	27.05.2025 (02.06.2023 PUT)
Купон	19%
Рейтинг	BB+

(тыс. руб.)

01.04.2022

Выручка (ТТМ)	332 288
Чистая прибыль (ТТМ)	8 110
Совокупный долг	343 241
ROE	12%
Net debt/OCF	0,3

ООО «Роял Капитал» занимается предоставлением в лизинг легковых автомобилей дилерским центрам и физическим лицам.

Рейтинг от НРА ВВ+

**Сильные стороны**

Высокий уровень покрытия долга

Низкий уровень просрочки (NPL менее 1%)

Дифференцированная база лизингополучателей

**Слабые стороны**

Не высокая доля рынка с низким уровнем региональной диверсификации

Существенные текущие отраслевые риски автомобильного рынка

Снижение рентабельности деятельности

Медленный рост бизнеса (4%)

На текущий момент выпуск облигаций БО-П07 торгуется с ценой ВІD 100,3%, доходностью 19,72% и дюрацией 0,776 г. PUT Выпуск был размещен в полном объеме только 6 июля текущего года.

**А Девелопмент** 001P-01

Объём выпуска	300,45 млн. руб.
Дата погашения	23.01.2025
Купон	13,85%
Рейтинг	BBB-(RU)

(тыс. руб.) 2021

Выручка	280 381
Чистая прибыль	480 198
Совокупный долг	753 985
ROE	48%
Net debt/Ebit	1,3
Ebit/%	16

«А Девелопмент» - структура Холдинга ААГ, девелопер на петербургском рынке жилой недвижимости, преимущественно в сегменте бизнес-класса.  
Рейтинг от АКРА BBB-

**Сильные стороны**

Высокая рентабельность деятельности  
Низкая долговая нагрузка  
Существенное покрытие процентных расходов

**Слабые стороны**

Не высокая доля рынка с уклоном в премиум сегмент  
Снижение платежеспособности населения и вероятное снижение цен на недвижимость  
Отрицательный денежный поток, соответствующий характеру деятельности

На текущий момент выпуск облигаций 001P-01 торгуется с ценой BID 94,3%, доходностью 17,54% и дюрацией 2,07 г. Выпуск размещен в полном объеме.

### СТАНИСЛАВ ПИСЬМЕННЫЙ

Директор корпоративных рейтингов  
Рейтинговой службы  
E-mail: [pismenniy@ra-national.ru](mailto:pismenniy@ra-national.ru)

### [Контакты для СМИ](#)

E-mail: [pr@ra-national.ru](mailto:pr@ra-national.ru)

### СЕРГЕЙ ГРИШУНИН

Управляющий директор Рейтинговой службы  
E-mail: [grishunin@ra-national.ru](mailto:grishunin@ra-national.ru)

### [Клиентская служба](#)

### ТАТЬЯНА ГРИГОРЬЕВА

Директор Клиентской службы  
Моб. +7 (903) 589-04-27  
Тел. +7 (495) 122-22-55 (#101),  
E-mail: [grigoryeva@ra-national.ru](mailto:grigoryeva@ra-national.ru)



Национальное Рейтинговое Агентство

115191, г. Москва, Гамсоновский пер., д.2, стр.7  
тел./факс: +7 (495) 122-22-55  
[www.ra-national.ru](http://www.ra-national.ru)

Ограничение ответственности Агентства

© 2022

Настоящий аналитический обзор создан Обществом с ограниченной ответственностью «Национальное Рейтинговое Агентство» (ООО «НРА»), является его интеллектуальной собственностью, и все права на него охраняются действующим законодательством РФ. Вся содержащаяся в нем информация, включая результаты расчетов, выводы, методы анализа и др., предназначена исключительно для ознакомления; их распространение любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны ООО «НРА» и подробной ссылки на источник не допускается. Любые факты неправомерного использования интеллектуальной собственности ООО «НРА» могут стать основанием для судебного преследования. Единственным законным источником публикации документа является официальный сайт ООО «НРА» в информационно-телекоммуникационной сети Интернет по адресу: [www.ra-national.ru](http://www.ra-national.ru)

ООО «НРА» и любые его работники не несут ответственности за любые последствия, которые наступили у лиц, ознакомившихся с настоящим аналитическим обзором, в результате их самостоятельных действий в связи с полученной из него информацией, в том числе за любые убытки или ущерб иного характера, прямо или косвенно связанные с такими действиями. Вся содержащаяся в аналитическом обзоре информация представляет собой выражение независимого мнения ООО «НРА» на дату его подготовки на основе сведений и данных, полученных из источников, которые ООО «НРА» считает надежными. Любые сделанные в нем предположения, выводы и заключения не имели целью и не являются предоставлением рекомендаций по принятию инвестиционных решений и проведению операций на финансовых рынках или консультацией по вопросам ведения финансово-хозяйственной деятельности.

ООО «НРА» не несет ответственности за точность и достоверность сведений и данных, полученных из использованных источников, и не имеет обязанности по их верификации, а также по регулярному обновлению информации, содержащейся в настоящем аналитическом обзоре.