

**П**о просьбе Cbonds Review представители крупнейших компаний-заемщиков на российском рынке описывают текущую ситуацию с привлечением заемного капитала для российского реального сектора, анализируют доступный арсенал инструментов для компаний, а также объясняют, почему для большинства эмитентов возвращение на российский рынок облигаций и возобновление рыночных размещений откладывается на неопределенный срок.



**Павел ИЛЬЧЕВ,**  
заместитель начальника  
департамента корпоративных  
финансов, ОАО «РЖД»

## «НИ ОДИН БИЗНЕС ТАКИЕ СТАВКИ НЕ ВЫДЕРЖИВАЕТ»

**Р**ынок долгового капитала в этом году сильно изменился. Заметно уменьшилось число активных Решения ЦБ о повышении ключевой ставки до 17% в декабре 2014 г. можно расценивать как один из правильных шагов регулятора. Однако надо понимать, что повышение ставок хорошо как краткосрочная мера с целью остудить рынок, сделать дорогим рублевое фондирование, дабы убрать возможность закачки рублевой ликвидности в валюту на ожиданиях повышения курса. Но эта мера должна быть действительно временной. На сегодняшний день ни один сектор российской экономики, включая, наверное, даже торговлю (с учетом сегодняшних планов регуляторов контролировать цены и ритейл с точки зрения его маржи), не выдержит 20% годовых на длинном горизонте. Понижение ключевой ставки до 15% годовых — это позитивный шаг для экономики, но, к сожалению, усилились риски инфляции, так что выводы делать еще рано.

На сегодняшний день кредитование по сути останавливается, потому что компании не берут финансирование со ставкой 20%+, а для компаний второго, третьего эшелона, не говоря уже про малый бизнес это 25–30% годовых. Отдельные компании идут на это от безысходности: им надо либо рефинансироваться, либо закончить какие-то проекты, либо покрыть разрывы в cash flow, и они

вынуждены брать эти деньги, закрыв глаза. А дальше может произойти самое печальное. Если в течение ближайших нескольких месяцев дальнейшее понижение ставки не состоится и компании продолжат нести долговое бремя по текущей ставке в 25%, то случится дефолт. Потому что ни одна экономика, ни один бизнес такую ставку не выдерживает.

Мне кажется, что уровень ставок в районе 12–13% годовых на среднесрочном горизонте — это тот оптимум, который, с одной стороны, отражает ситуацию с ростом цен, с другой, позволяет экономике хоть как-то, пусть плохо и с перебоями, но дышать.

В этом году ОАО «РЖД» при бюджетировании в принципе исходило из того, что год будет очень тяжелый и что рассчитывать на рынки капитала и строить программу новых заимствований бесполезно и высокорискованно. В нашем бюджете на этот год запланировано только одно крупное привлечение — это инфраструктурные облигации объемом 100 млрд руб. на сроки от 15 до 30 лет с привязкой к инфляции под проекты, которые реализуются в том числе с государственной поддержкой. Да, этот капитал тоже становится дороже, но все равно это сверхдлинные деньги. Мы имеем возможность как-то компенсировать рост стоимости заемного капитала за счет привязки наших тарифов к инфляции. Кроме того,

мы можем в рамках тарифного коридора реагировать на рыночную конъюнктуру и повышать тарифы по экспортным направлениям — там, где девальвация помогает российским экспортерам быть более конкурентоспособными.

Рыночных заимствований на этот год компания не планирует, потому что ни внутреннего, ни внешнего рынка сейчас нет, и пока мало шансов, что они откроются. Сейчас некоторое охлаждение на межбанке наступило. Если перед новым годом ставки находились на уровне 20–30% годовых и стоимость денег на межбанке была выше 20%, то сейчас текущие ставки находятся на уровне 14–15% овернайт. Это в принципе говорит о том, что на данный момент рынок не испытывает серьезного дефицита ликвидности и котирует деньги на межбанке ниже, чем стоимость кредитных средств в Центральном банке. Это позитивный сигнал, который означает, что ликвидность в банковской системе существует, что она работает.

В этом году все эмитенты, которым предстоит прохождение оферт, будут вести себя крайне консервативно. Мы, устанавливая по своим бумагам ставку на околоинфляционном уровне в 12%, предполагаем, что в ходе оферты большая часть бумаг будет предъявлена к выкупу. Компания к этому готова. Более того, мы рассчитываем на то, что после стабилизации рынков мы эти бумаги разместим опять, когда ставки войдут в нормальный диапазон на уровне 10–13% годовых.

Ставка заимствований по портфелю у нас постепенно растет за счет погашений и повышения ставок по инфраструктурным облигациям при расчете новых купонов по ним. Но пока эта ставка находится на очень низком для сегодняшнего рынка уровне — более чем в два раза ниже, чем стоимость фондирования на текущий момент. У РЖД очень большой объем заимствований был привлечен в течение 2012–2013 гг., и мы зафиксировали ставки по рублям в районе 7–9% годовых, что сейчас, естественно, работает на компанию с точки зрения низкой стоимости заемного капитала.

Объем погашений на текущий год у РЖД небольшой: у нас есть несколько оферт и бридж-кредит, который мы привлекали именно на короткий период — порядка шести месяцев на период турбулентности на рынке. При этом мы заложили погашение обязательств из текущего cash flow, то есть

без рефинансирования за счет новых заимствований. У нас достаточно консервативный подход, и мы надеемся, что он позволит нам пережить этот год без каких-либо существенных потерь.

Мы не прекращаем контакты с международными инвесторами, проводим ежемесячные встречи, участвуем в конференциях. Предельно открыто себя ведем, рассказываем о том, что происходит в компании. У нас много новостей, связанных с инвестиционной программой, текущим состоянием перевозок. Показатели РЖД по грузообороту, по погрузке — это опережающие индикаторы для оценки ВВП. Естественно, та статистика, которую мы показываем, интересна всем. Мы получаем очень хороший фидбэк от наших инвесторов: для них риск РЖД — это риск очень высокого качества. После возвращения рынков в нормальное состояние, когда закончится санкционное давление и спрос на российский риск восстановится, такие компании, как наша, будут в фаворитах с точки зрения восстановления зарубежных рынков заемного капитала для российских заемщиков и спроса на российский риск.

Политические риски — это неконтролируемый и неуправляемый процесс. Все с сожалением относятся к тому, что сейчас происходит, потому что российский риск, по крайней мере риск РЖД, всегда был для западных фондов одним из приоритетов. Но сейчас проблема не в том, насколько хороши «Российские железные дороги», а в том, что российский риск в целом из-за санкций и политического давления воспринимается как высокорискованный, и большинство compliance-подразделений и подразделений по риск-менеджменту сейчас поставили блок на расширение позиций, связанных с Россией. Пока это не закончится, западные фонды не могут покупать российские долговые обязательства, несмотря на понятную структуру долга. Плюс ко всему сейчас определенную роль играют рейтинговые агентства, которые стараются действовать на опережение, принимая решения на два шага вперед. Выпадая из инвестиционной категории, российский риск становится неинтересен целому ряду фондов. Это проблема, которая чревата в том числе удорожанием стоимости заимствований в будущем, даже когда прекратится политическая история и рынки успокоятся относительно политического риска.

■ ■ ■  
РЫНОЧНЫХ  
ЗАИМСТВОВАНИЙ  
НА ЭТОТ ГОД РЖД  
НЕ ПЛАНИРУЮТ,  
ПОТОМУ ЧТО НИ  
ВНУТРЕННЕГО,  
НИ ВНЕШНЕГО  
РЫНКА СЕЙЧАС НЕТ

## «ПЕРСПЕКТИВЫ ВЕРНУТЬСЯ НА УРОВНИ ПРЕДЫДУЩИХ ЛЕТ ПОКА ОЧЕНЬ ПРИЗРАЧНЫ»



**Александр СМЕРНОВ,**  
руководитель направления  
корпоративных финансов  
и риск-менеджмента,  
ОАО «МТС»

**В**нутренний рынок публичных заимствований компаний реального сектора уже давно находился под прессингом. Негативное влияние на него оказывали внешние — рыночные, геополитические — факторы. Немаловажную роль сыграли и внутренние: контрреформа пенсионной системы, резкие колебания ключевой ставки. Последствия для облигационного рынка катастрофические. Для компаний реального сектора, фондирующихся на сроки более двух лет, рынок закрыт уже больше года, размещений не было. Прогнозировать дальнейшую ситуацию сейчас сложно, очень много факторов оказывают влияние на рынок, он и без того очень чувствительный. Мы надеемся, что и реальные положительные процентные ставки, и поддержка ЦБ через инструменты рефинансирования способны повлиять на ситуацию положительно. Хотя перспективы вернуться на уровни предыдущих лет (по темпам, объемам и ставкам) пока очень призрачны.

Мы по-прежнему настроены придерживаться более нейтральной валютной структуры долга, ориентированной на рубль, поддерживать средний срок до погашения обязательств по всему портфелю на текущих уровнях (три-четыре года), оптимизировать оборотный капитал, активно работать с поставщиками.

Среди инструментов наиболее приемлемыми в текущих условиях для нас являются действующие кредитные линии, обеспеченное финансирование под импортные контракты на поставку оборудования,

гарантированные экспортными агентствами. Мы также прорабатываем инструменты для рефинансирования в ЦБ РФ, используем операции прямого РЕПО для поддержания мгновенной ликвидности.

Я думаю, мы остановимся на цифре около 50 млрд руб. заимствований на этот год, и это в рамках действующих линий. Возможно, подпишем новые, но выбирать в большем объеме в ближайшее время не планируем. У МТС в принципе достаточно сбалансированный график погашения, в этом году мы гасим менее 15% общего долга. В части потребности в рефинансировании мы чувствуем себя достаточно комфортно. Это результат работы предыдущих лет, когда мы постоянно стремились увеличить дюрацию долга за счет выпуска длинных бондов, увеличения сроков действующих кредитов, привлечения экспортного финансирования.

На конец 2014 г. средневзвешенная ставка по долгу компании с учетом хеджирующих деривативов составляла около 7,5%, доля рублевого долга — 75%. Разумеется, мы понимаем, что за счет привлечения новых инструментов средняя ставка будет увеличиваться, так как текущий уровень ставок раза в два выше.

Снижение ставки уже произошло, пока на 2%. В кривой закладывается еще более агрессивный сценарий. Мы ожидаем дальнейшего снижения, но, возможно, оно случится не так скоро, как хотелось бы. Резкое понижение может негативно повлиять на валютный рынок, который только нашел равновесие.

## «POLYUS GOLD МОЖЕТ ПОЗВОЛИТЬ СЕБЕ НЕ ПРИБЕГАТЬ К ЗАИМСТВОВАНИЯМ, КОТОРЫЕ ПРИВЕДУТ К УХУДШЕНИЮ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ»

**Т**рудно оценивать перспективы других эмитентов и рынка в целом, но важно отметить, что в текущих условиях Polyus Gold выгодно отличается от многих компаний силой своего денежного баланса, консервативной денежной политикой и уникальным положением золотодобывчика, выигрывающего в нынешней ситуации от девальвации рубля и проводящего обширную программу по снижению издержек.

Несмотря на негативный макроэкономический фон, финансовое положение

Polyus Gold остается устойчивым. Компания обладает стабильным балансом с оценочным чистым долгом на конец 2014 г. всего около \$340 млн при денежной позиции в \$1,475 млрд. Средняя эффективная ставка по долгу составляет около 3% годовых в долларах. Практически вся задолженность является долгосрочной, а сроки погашения по 80% задолженности (около \$1,6 млрд) приходятся на 2019–2020 гг. Таким образом, Polyus Gold может позволить себе не прибегать к



**Михаил СТИСКИН,**  
финансовый директор,  
Polyus Gold

заимствованиям, приводящим к ухудшению текущего кредитного портфеля.

Тем не менее, мы, как и всегда, можем рассматривать все возможные способы привлечения капитала. Помимо банковских кредитов, занимающих более половины кредитного портфеля компании, в текущей структуре задолженности компании около 40% составляют евробонды (общим объемом \$750 млн со сроком погашения в 2020 г.), торгующиеся на Лондонской фондовой бирже и недавно допущенные к торгам на Московской бирже. Допуск еврооблигаций к торгам на Московской бирже позволит диверсифицировать инвестиционную базу компании и использовать преимущества внутреннего спроса на высококачественные ценные бумаги с фиксированной доходностью.

Регистрация рублевых облигаций общим объемом 15 млрд руб. носила технический характер, размещать эти бумаги в настоящее время не планируется. Но такая возможность теперь есть — при наличии благоприятной

конъюнктуры и потребности в средствах. Учитывая уникальное позиционирование компании на бондовом рынке (в особенности российском) как высококачественного эмитента с сильным балансом, выигрывающего от девальвации рубля, компания ожидает, что ее облигации должны в перспективе встретить большой спрос на рынке.

Помимо необходимой для финансирования подушки ликвидности в виде денежных средств на балансе компании, в ноябре прошлого года Polys заключил рамочное соглашение с ВТБ, по которому мы сможем при необходимости привлекать средства на сумму до 40 млрд руб. в течение пяти лет. Таким образом, события последних месяцев на рынках кредитования не оказали драматического влияния на планы компании в 2015 г.

Благодаря консервативной денежной политике компании негативные изменения на рынках кредитования незначительно отражаются на стоимости обслуживания кредитного портфеля. ©

Лидеры нового  
технологического  
уклада

## III ФОРУМ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТОРОВ

28 мая 2015 г., Москва,  
«Кортъярд Марриотт Центр»

[WWW.PREQVECA.RU](http://WWW.PREQVECA.RU)  
[WWW.CBONDS-CONGRESS.COM](http://WWW.CBONDS-CONGRESS.COM)

VENTURE  
INVESTORS  
FORUM

Конференция проводится с 2013 года и является ведущим мероприятием по венчурному финансированию в России.

Участники обсудят следующие темы:

- Россия как часть глобальной венчурной индустрии
- Тенденции российского венчурного рынка в кризис
- Роль государственных институтов развития в новых условиях
- Технологический фокус фондов прямых инвестиций

Организаторы:



PREQVECA  
private equity venture capital

Генеральные партнеры:

SALOMONS

Runa  
Capital

AlmazCapital

Юридический партнер:

BAKER & MCKENZIE

В рамках мероприятия пройдет  
церемония награждения ведущих игроков  
венчурной индустрии — Russia VC Awards



Программа, спонсорство:

Канр Лиджиев  
kanr@preqveca.ru  
Тел. +7 (812) 336-97-21 \*141

Участие:

Елена Мокрицкая  
elena@cbonds.info  
Тел. +7 (812) 336-97-21 \*104