АФК «Система»: на пути к комфортному уровню долга

Дмитрий КОРОВКИН,
исполнительный директор
по корпоративным финансам,
АФК «Система»

Николай МИНАШИН,
управляющий директор
по связям с инвесторами,
АФК «Система»

АФК «Система» — один из крупнейших эмитентов на российском фондовом рынке. По состоянию на конец осени 2020 года в обращении находилось 14 выпусков облигаций корпорации совокупным объемом 138 млрд рублей. За последние несколько месяцев произошло несколько позитивных для АФК «Система» событий, что привело в том числе к повышению ее кредитных рейтингов. В ходе специально организованной онлайн-конференции из цикла «В гостях у Cbonds»[1] представители АФК «Система» Дмитрий Коровкин, исполнительный директор по корпоративным финансам, и Николай Минашин, управляющий директор по связям с инвесторами, ответили на вопросы, связанные с деятельностью корпорации. В этом выпуске Cbonds Review мы приводим ответы на некоторые из этих вопросов и отдельно подчеркиваем, что полная видеозапись конференции, в том числе часть, посвященная деятельности непубличных дочерних компаний АФК «Система», таких как Ozon, ГК «Сегежа», агрохолдинг «Степь», а также сеть клиник и медицинских центров «Медси», размещена на Youtube-канале Cbonds.

[1] «В гостях у Cbonds» — это беседы Сергея Лялина, генерального директора и основателя группы компаний Cbonds, с людьми, играющими серьезную роль на фондовых рынках России и стран СНГ.

— В консолидированной отчетности АФК «Система» существует такое понятие, как корпоративный центр. Что это такое, как интерпретировать показатели этой бизнес-единицы?

— Консолидированная отчетность показывает всю выручку группы, включая дочерние компании, Однако, стремясь быть максимально открытой и прозрачной, АФК «Система» показывает также дополнительные данные, которые можно получить из управленческой отчетности. Корпоративный центр — это головная компания холдинга плюс еще несколько компаний, которые владеют основными активами. Мы показываем основные статьи, описывающие движение денежных средств головной структуры, что позволяет инвестору более детально оценить нас как эмитента.

В этом смысле отчетность корпоративного центра показывает прямой долг головной компании без консолидации долга дочерних структур, основные доходы, которые АФК «Система» получает (в частности, дивиденды и поступления от продажи активов), а также основные расходы, включая выплаты по процентам.

Это не операционный бизнес, и чтобы понимать, откуда деньги приходят и куда уходят, его можно анализировать по основным 10-15 статьям. В свою очередь, визуализация позволяет воспринимать

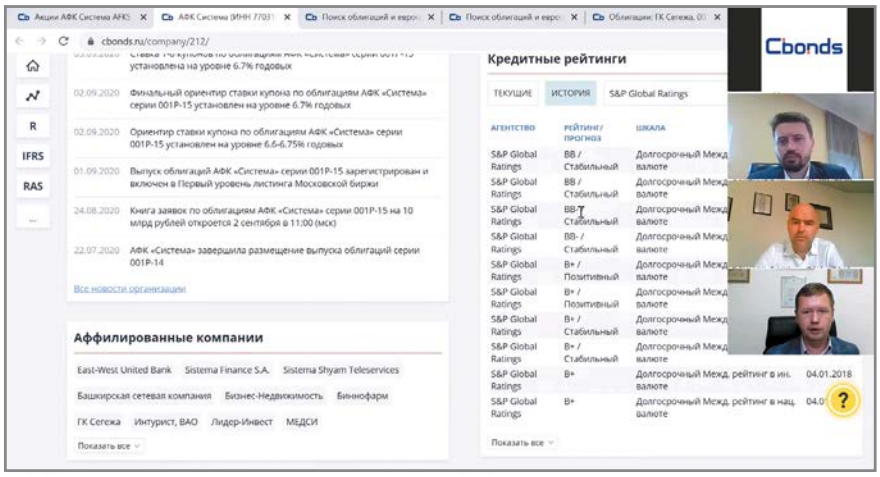
эту информацию, даже если вы не являетесь большим специалистом в финансовом анализе.

— Одно из ключевых событий последнего времени для АФК «Система» — продажа на открытом рынке акций «Детского мира». По итогу можно считать, что корпорация из этого актива полностью вышла. Насколько вы довольны сделкой? На какие цели пошли вырученные средства?

— Действительно, мы совершили серию сделок, по итогам которых полностью вышли из капитала «Детского мира». Для нас это большое достижение, так как из сети, в которую входило лишь несколько магазинов, мы сделали национального чемпиона — лидера рынка детских товаров с мощным онлайн-бизнесом и присутствием не только в России, но также в Казахстане и Беларуси.

Компания, которая уже давно абсолютно самостоятельна и управляется независимым менеджментом, стала фактически первым на отечественном рынке эмитентом со стопроцентным freeflow. Это беспрецедентная история для российского рынка, в то время как на других рынках, включая рынки Восточной Европы, таких примеров уже довольно много. Таким образом, речь идет не только об успешной монетизации для АФК «Система», но и о колоссальном шаге вперед в развитии российских финансовых рынков и корпоративного управления. Одновременно это вызов, который требует совершенно другой экспертизы независимых директоров и другого уровня вовлеченности в процесс управления компанией.

Средства, которые АФК «Система» привлекла от монетизации «Детского мира», были направлены на погашение



долга. Это полностью соответствует нашему стремлению снизить долговую нагрузку.

— Второе значимое событие — выведение акций МТС, которыми владеет АФК «Система», из залогового обеспечения по кредиту Сбербанка. Теперь это просто бланковый необеспеченный кредит. Чем это событие важно для корпорации?

— Это событие очень важно прежде всего потому, что мы фактически возвращаемся к нормальному состоянию, когда не используем залоги либо иное обеспечение при заимствованиях. Наша основная стратегия привлечения долга — это необеспеченное финансирование. Мы стараемся, чтобы все наши кредиторы находились в равных условиях и никто из них не получал преимуществ в отношении, в частности, наших активов. Выведение акций МТС из-под залога позволяет выровнять Сбербанк, который нас хорошо знает и активно финансирует, со всеми остальными кредиторами, обеспечивает нам большую гибкость. Залоги мы используем только в самых исключительных случаях, один из которых как раз и случился в 2018 году (речь идет о конфликте вокруг «Башнефти». — *Ред.*). Сейчас мы фактически возвращаемся к практике, которой мы следовали до этой сделки.

— В сентябре произошел пересмотр рейтингов АФК «Система» по российской и международной шкале: «Эксперт РА» повысило рейтинг сразу на два пункта — с ruA до ruAA-, а S&P — с BB- до BB с прогнозом «стабильный». Как это повлияет на вас с точки зрения рынка облигаций, в том числе с точки зрения дюрации и спреда к ОФЗ?

— Повышение рейтинга — это подтверждение позитивной динамики, которую мы всячески стимулировали, работая со своими кредиторами, снимая залоги и снижая левередж.

С точки зрения дюрации мы не ожидаем изменений, потому что не чувствуем здесь ограничений. А вот с точки зрения спреда к ОФЗ влияние возможно. За 2019–2020 годы этот спред снизился примерно с 240 б.п. до текущих 170–180 б.п.

Мы ожидаем, что эта динамика продолжится, и на спокойном рынке спред к ОФЗ, с нашей точки зрения, должен быть ниже и находиться где-то на уровне 140–150 б.п. То есть мы видим для себя возможность удешевления фондирования, а значит, и возможность для инвесторов на этом заработать.

— После продажи доли в «Детском мире» ваша задолженность снизилась со 190 млрд до 175 млрд рублей. В презентационных материалах декларируется, что стратегическая цель — сократить долг до 140–150 млрд. Чем вызвано такое желание? Ведь сейчас на фоне падения ставок и повышения ваших рейтингов, наоборот, самое время наращивать долг.

— Это желание продиктовано значительным объемом долга, который мы взяли в начале 2018 года. Тогда общий объем долга у нас был около 230 млрд рублей. Этот уровень некомфортен для стабильного развития компании. Поставленная цель — сократить долг до 150 млрд рублей, и мы к ней планомерно движемся. За три последних года — с 2018 по 2020-й — долг фактически сократился на 60 млрд рублей.

Текущий долг корпоративного центра на уровне 170–175 млрд рублей мы оцениваем как комфортный. При новых монетизациях будем и дальше продолжать сокращение долга. Впрочем, мы не отказываемся от низких ставок, продолжаем с рынком работать и считаем, что должны активно управлять портфелем. В частности, уже в этом году запускали выкуп коротких облигаций в пользу более длинных инструментов. Среднюю ставку по всему долговому портфелю за год мы снизили больше чем на 100 б. п.

Делеверидж для нас — это создание так называемого инвестиционного ресурса, возможности в нужный момент долг нарастить. Мы не видим необходимости в поддержании высокого уровня долга как такового, потому что на самом деле это ограничивает нас.

— Нет ли планов выпустить более интересные облигационные инструменты, а не только обычные plain vanilla?

— Мы следим за развитием рынка и стараемся не отставать. Очень много смотрели на разные инструменты, включая долларовые локальные облигации, еврооблигации в рублях, анализировали также конвертируемые облигации. Но либо их стоимость не может сравниться со стоимостью локальных рублевых бондов, либо слишком высок необходимый минимальный объем заимствований. Комфортный для нас объем выпуска — около 10–15 млрд рублей, то есть верхняя планка примерно соответствует $200 млн. Для еврооблигаций такой объем будет неликвидным. Кроме того, весь денежный поток у нас рублевый, поэтому на уровне холдинга мы считаем, что валютные долги должны отсутствовать, и планомерно их закрывали. Сейчас основным источником фондирования для нас являются рублевые инструменты. Валютными рисками стараемся управлять на уровне каждой нашей дочерней компании.

— То есть отсутствие выпуска валютных облигаций — принципиальная позиция?

— Это в том числе вопрос стоимости. Мы всегда берем и сравниваем разные инструменты. Как правило, результат всегда сводится к тому, что локальные облигации дешевле. Максимально к ним приблизить мы смогли, пожалуй, только локальные долларовые облигации. В конечном итоге мы такой продукт не запустили, но просчитывали, потому что в определенный момент, общаясь с инвесторами, поняли, что после погашения наших долларовых еврооблигаций потребность в валютном бенчмарке сохраняется. Часть инвесторов не имеют возможности покупать рублевые облигации и делать своп в доллары, им сразу нужен долларовой инструмент в портфеле. Такая потребность действительно была, и мы, пытаясь удовлетворить ее, прорабатывали соответствующий инструмент, но, к сожалению, не смогли дойти до финала и вернулись к рублевым инструментам.

— За 2019 и 2020 годы было 7 выпусков облигаций АФК «Система», и в них в совокупности успели поучаствовать аж 17 организаторов, кто-то эпизодически, кто-то регулярно. Как вы выбираете банки-организаторы?

— Здесь мы максимально открыты. Наше основное правило — никому не отказывать.

Мы готовы брать в организаторы всех, кто может соответствовать нашим требованиям по прайсингу. Если организатор попадает в прайсинг, то сразу понимает, что участвует в сделке. Мы стараемся никого не отсекать и давать делать бизнес всем.

— Если переходить от облигаций к акциям АФК «Система», то инвесторов интересует, ожидать ли возвращения к целевому уровню дивидендов 6% от среднегодовой цены?

— Дивидендная политика была принята в 2017 году, но фактически мы только один раз смогли ей соответствовать. Далее ситуация кардинальным образом изменилась, и приоритетом номер один для группы стало снижение долга.

Мы продолжали выплачивать дивиденды, но в гораздо меньшем объеме. Мы прекрасно понимаем важность дивидендной доходности для инвесторов и намерены увеличивать объем дивидендов. Сейчас работаем над новой дивидендной политикой, которая ориентирована как раз на рост выплат. Как только ситуация с коронавирусом стабилизируется и мы будем более четко прогнозировать наши финансовые потоки, то предъявим рынку новую дивидендную политику.