Виктор Васенёв,
заместитель финансового директора, холдинг «Эталон-ЛенСпецСМУ»

«КОМУ КРИЗИС, а кому и мать родная»

ХОЛДИНГ «ЭТАЛОН-ЛЕНСПЕЦСМУ» СТАЛ ОДНОЙ ИЗ НЕМНОГИХ ДЕВЕЛОПЕРСКИХ КОМПАНИЙ, КОМУ УДАЛОСЬ В ПРОШЛОМ ГОДУ ВЕРНУТЬСЯ НА РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК. В ДЕКАБРЕ ЗАО ССМО «ЛЕНСПЕЦСМУ» РАЗМЕСТИЛО ВЫПУСК ТРЕХЛЕТНИХ ОБЛИГАЦИЙ НА 2 МЛРД РУБ. ЗАМЕСТИТЕЛЬ ФИНАНСОВОГО ДИРЕКТОРА КОМПАНИИ ВИКТОР ВАСЕНЁВ РАССКАЗАЛ В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW О ТОМ, НАСКОЛЬКО СЛОЖНО БЫЛО ПРОДАВАТЬ «СТРОИТЕЛЬНЫЙ» ДОЛГ И КАКИЕ МЕРЫ ЭМИТЕНТ ПРЕДПРИНЯЛ, ЧТОБЫ ЭТУ ВОЗМОЖНОСТЬ ДЛЯ СЕБЯ СОХРАНИТЬ.

Насколько сложно было компании строительного сектора размещать новый выпуск в непростых рыночных условиях?

По моим субъективным ощущениям, как это ни парадоксально, размещение прошло даже лучше, чем предыдущие. У нас уже был опыт публичных заимствований. Первый выпуск мы разместили в 2005 году, второй — в 2006 году. Плюс в 2007 году выпустили кредитные ноты на $100 млн. Конечно, с момента дебютного размещения опыта у компании прибавилось. Но, в целом, мы с 2004 года регулярно общались с инвесторами, нас знают многие банки, аналитики с нами знакомы очень хорошо. Компания готовит отчетность по МСФО с 2003 года и получила рейтинг агентства S&P в 2006 году. То есть наша политика отношений с инвесторами всегда была достаточно последовательной. Кроме того, на момент «вхождения» в кризис у компании был самый низкий финансовый рычаг среди крупных игроков строительной отрасли, и к моменту размещения мы его сократили еще на $85 млн.

В последние несколько недель перед размещением появилась ликвидность в оставшейся в обращении части предыдущего займа. С чем это связано?

Это точно не наша инициатива. 90% от оставшегося в обращении после оферты в июле 2008 года займа находилось в одних руках. Крупный банк стратегически принял решение участвовать в выпуске еще в 2006 году. Он ими никогда не торговал и никакой реальной ликвидности у этого выпуска в ноябре-декабре быть не могло. Поэтому на его доходность как на ориентир смотреть смысла не имело.

Как инвесторы реагировали на предложенную вами доходность?

Заявленный диапазон по ставке купона составлял 16–17% годовых с расчетом на то, чтобы заинтересовать максимальное количество инвесторов. На мой взгляд,

ставка высоковата, потому что я знаю реальное кредитное качество ЛенСпецСМУ. Но, с другой стороны, это было первое и единственное размещение строительной компании в 2009 году. И нам пришлось в определенной степени «пробивать» некоторую предвзятость. Но ни один инвестор, с которым мы встречались, не сказал: «16–17% — это мало, давайте, например, 24%». Все вопросы были о другом.

Судя по количеству сделок и сложившейся ставке по итогам размещения, выпуск получился не настолько рыночным, как вы рассчитывали. Почему? Какова в итоге структура инвесторов?

Критерий рыночности у каждого свой. Я с уверенностью могу сказать, что для первого и единственного размещения компании строительной отрасли в 2009 году этот выпуск получился рыночным. Во-первых, 16 заявок — это хороший результат перед закрытием года, ведь многие инвесторы просто не могли взять бумаги накануне отчетной даты. Кроме того, у нас имеется хороший отложенный спрос, который начинает реализовываться уже сегодня, после своевременного и полного погашения предыдущего облигационного займа ЗАО «ЦУН» серии 02. Еще большего увеличения спроса мы ожидаем после того, как бумаги, как мы надеемся, попадут в Ломбардный список ЦБ РФ.

Во-вторых, мы разместились по нижней границе ценового диапазона. Изначально нам прогнозировали ставку 19%, чуть позже — 18%, маркетировали выпуск с диапазоном 16–17%, а разместились под 16%. Это очень хороший результат.

Что касается структуры инвесторов, то это российские банки. Состав держателей облигаций не случаен — именно отечественные банки по понятным причинам знают нас лучше всего; практически все крупные финансовые институты в разное время писали развернутые аналитические отчеты по ЛенСпецСМУ, многие были или являются нашими кредиторами. Кроме того, мы традиционно придерживаемся принципов информационной открытости, в том числе и по отношению к банкам, с которыми у нас нет и даже не предвидится реальных сделок.

Был ли интерес к выпуску со стороны иностранных инвесторов?

Предлагали выпуск нерезидентам, и интерес был. Иностранные инвесторы участвовали в наших предыдущих облигационных займах, не говоря уже про кредитные ноты. Половина выпуска CLN была выкуплена в свое время зарубежными банками и хедж-фондами. Но у нерезидентов немного возможностей для участия в размещении рублевых облигаций. Кто-то смотрел, кто-то интересовался. В целом, иностранные участники — это скорее неожиданность, чем то, на что мы делали ставку. Иначе мы бы размещали долларовый актив.

Как изменилась долговая нагрузка компании на конец 2009 года?

Чистая долговая нагрузка после размещения займа изменилась незначительно – со $145 млн до $165 млн. Облигационный заем, который мы разместили, на конец года почти целиком лег на депозит. Часть этих средств — 580 млн руб. — в январе была направлена на рефинансирование предыдущего облигационного займа. Остальное уже в новом году пойдет на финансирование основной хозяйственной деятельности.

Компания анонсировала планы по замещению валютных заимствований рублевыми. Как будет осуществляться этот процесс?

Наши долларовые заимствования хеджированы тем, что мы продаем квартиры в так называемых «условных единицах», которые привязаны к курсу доллара США. Сейчас условная единица равна 32 руб., но не ниже, чем курс доллара на день оплаты. Частично валютный риск переложен на плечи наших покупателей. Если в начале декабря 2009 года в кредитном портфеле компании было 80% валютных заимствований, то после размещения облигационного займа доля долларовых заимствований снизилась до 65% и будет снижаться в дальнейшем в течение всего 2010 года по мере амортизационного погашения долгов, номинированных в иностранной валюте. При очень небольшой абсолютной величине финансового долга нас этот уровень не пугает: 10–15% от валюты баланса — это даже меньше, чем наш собственный капитал. Таким образом, валютный риск для нас не является потенциальной опасностью. В разное время мы зарабатывали на курсовых ризницах и теряли на них, но никогда это не приводило ЛенСпецСМУ к чистым убыткам.

Кроме того, в активах компании проекты отражены по накопленной себестоимости, а не в соответствии с их рыночной оценкой. В итоге, когда в начале 2009 года независимые оценщики резко переоценили перспективы девелоперских проектов в меньшую сторону (а финансовый долг, соответственно, остался на прежнем уровне), у многих компаний, использовавших рыночную оценку портфеля проектов, возникли негативные диспропорции в балансе и отчете о прибылях и убытках. Баланс же ЛенСпецСМУ не подвержен неожиданным сокращениям, что в условиях кризиса стало большим преимуществом. У нас все очень консервативно как в смысле признания выручки, так и в смысле отражения наших строительных активов.

Как повлиял кризис на ваши взаимоотношения с банками? По какой ставке был в начале декабря привлечен кредит на $15 млн в Альфа-Банке?

Это двусторонние отношения, я, к сожалению, не могу раскрывать такие детали. Средневзвешенная ставка по кредитному портфелю у ЛенСпецСМУ сейчас примерно 12.5%, поскольку 80% долга у нас в валюте. И тот кредит мы взяли под более низкую ставку, нежели 12.5%.

В отношениях с банками была определенная пауза в 2009 году, и я их понимаю, нужно было время, чтобы посмотреть, справится ли компания самостоятельно. Мы справились, и теперь банки проявляют к ЛенСпецСМУ такой интерес, какого не было за всю историю бизнеса компании. У нас много разных предложений, поэтому нам сейчас очень интересно работать. Как говорится, кому кризис, а кому и мать родная. Но его последствия, конечно, ощущаются. Они сказались на бизнесе, мы наблюдаем определенное снижение операционных показателей. Но это естественно, мы же не в вакууме сущес-

твуем, не изолированы от мировой системы, от наших клиентов, для которых жизнь тоже не сделалась легче. Это сказывается на спросе. Другое дело, что наша доля рынка на фоне кризиса возросла. Мы частично сработали против рынка, который постепенно консолидировался вокруг нашего бизнеса. Но покупатели — люди грамотные и образованные. Многие из них понимают финансовое состояние заемщика и могут оценить, например, что такое новость о том, что Альфа-Банк дал кредит ЛенСпецСМУ. Банк, который многие считают антагонистом строительной отрасли, так просто строительным компаниям кредиты не дает. Будь я покупателем квартиры, я бы посмотрел на эту новость и сделал вывод, что в течение ближайших трех лет у компании, вероятно, все будет нормально.

Значит, вы специально выбрали именно Альфа-Банк, это был своеобразный тактический ход?

Да, потому что все говорили, что Альфа-Банк жестко работает со строителями и, как подразумевалось, негативно относится к отрасли. С другой стороны, ЛенСпецСМУ в разное время получило и вернуло банку четыре кредита, и Альфа-Банк с открытыми глазами шел как на выдачу очередного кредита, так и на сотрудничество в области облигационного займа, когда поставил свое имя рядом с нашим. Данный банк просто так деньги не инвестирует, и это стало серьезным сигналом рынку.

Расскажите об опыте компании по реструктуризации кредитных нот на $100 млн.

Мы не проводили реструктуризацию как таковую. В России подобные сделки традиционно выглядят так: у вас есть долговой инструмент, ваш бизнес не справляется с его обслуживанием. Наступает момент выплаты, все вдруг узнают, что вы ничего не выплатили и начинают думать: «А может быть, это просто задержка?» Дальше следует мучительное обсуждение, как выходить из сложившейся ситуации. У нас такого прецедента не было.

Если в двух словах, то по кредитным нотам, размещенным в апреле 2007 года, через два года должен был состояться пут-опцион. Мы уже в середине 2008 года поняли, что макроэкономическая ситуация развивается не в лучшую сторону и практически за год предприняли серьезные усилия, чтобы рефинансировать это обязательство.

Кредитные ноты обращались тогда со ставкой 9.75% в долларах. Сейчас под такие ставки не заимствует даже первый эшелон. Сначала мы попробовали выпустить еврооблигации для рефинансирования кредитных нот. Но банк, который был привлечен, по своим внутренним причинам отказался от сделки, для него ситуация резко ухудшилась. Потом попробовали сделать синдицированный кредит, но дело уже близилось к октябрю, и рынок синдицированных кредитов к этому моменту тоже закрылся. Мы совсем чуть-чуть опоздали, чтобы закрыть эту сделку. Тогда в октябре 2008 года, то есть за шесть месяцев до оферты, компания обратилась в банк ING и в РОСБАНК, который когда-то нам размещал кредитные ноты, с просьбой произвести новацию долга. Фактически мы не стали дожидаться пут-опциона, хотя у нас были депозиты. Это доказано отчетностью за 2008 год: в разделе «Финансовые вложения» можно увидеть достаточно серьезные накопления. И к апрелю с высокой степенью вероятности мы могли бы в полном объеме погасить кредитные ноты. Но что бы это означало для бизнеса: ЛенСпецСМУ и так подошло к кризису с очень низким финансовым рычагом, что очень нетипично для строительных компаний, и извлечь $100 млн означало бы серьезно сократить масштабы бизнеса и потерять устойчивость в не менее сложной второй половине 2009 года.

Мы решили посмотреть, что реально думают про нас инвесторы: хотят ли они во что бы то ни стало сбросить выпуск или на самом деле верят в наш бизнес. Условия новации долга были следующими: отмена пут-опциона, увеличение валютной ставки с 9.75% годовых до 12%. А погашение одним платежом в апреле 2012 года было заменено на серию из шести равных ежеквартальных амортизационных выплат. То есть в течение полутора лет компания гасит весь долг равными частями. При этом мы попросили еще и ослабить действие финансовых ковенантов, вернее изменить их экономическую суть. Изначально ковенанты отражали необходимость поддержания определенного уровня доходности компании. А в условиях кризиса надо не поддерживать доходность, а ограничивать свой финансовый рычаг, что и было сделано.

Как отреагировали инвесторы на ваше предложение?

На голосование явилось 98% держателей выпуска. И никто из инвесторов не проголосовал против. Подписание окончательной документации с новыми условиями состоялось 3 марта, тогда как оферта должна была пройти 26 апреля. То есть мы не нарушили никаких обязательств и сохранили очень хорошие отношения со всеми держателями. На текущий момент мы выполнили три из шести амортизационных погашений. У нас уже зарезервированы деньги для погашения четвертого платежа в феврале 2010 года. И уже совершенно точно у нас не будет проблем с погашением в мае и в августе.

Более того, когда компания проводит процесс реструктуризации долга, для рейтинговых агентств в такой ситуации обычная практика — это присвоение так называемого рейтинга SD (выборочный дефолт). Но агентство S&P по собственной инициативе выступило еще до завершения переговоров с инвесторами и подтвердило рейтинг ЛенСпецСМУ на прежнем уровне, видя всю ситуацию изнутри. Рейтинг SD агентство присваивать не стало, а наши действия расценили как проактивную меру по управлению финансовым профилем компании. На самом деле, они довольно точно выразили суть процесса: мы не работаем уже по факту случившегося, мы работаем с упреждением. В итоге, в нашем в портфеле не осталось ни одного займа, который бы гасился единомоментно, весь наш кредитный портфель имеет амортизационную схему погашения. Даже в новом облигационном займе у нас нет оферты, а предусмотрена амортизация. Сейчас компания все новые финансовые инструменты структурирует таким образом, чтобы погашать задолженность по ним можно было с оборота. Таким образом, инвесторы более адекватно могут сопоставить наш кредитный портфель с нашими денежными потоками.

Каковы ваши прогнозы по финансовым показателям компании на будущий год?

Мне хотелось бы с осторожностью озвучивать прогнозы. При составлении прогнозной отчетности мы учитываем только те проекты, которые реально существуют, что подразумевает под собой, как минимум, наличие прав на земельный участок (либо собственность, либо аренда), проектной и разрешительно-согласительной документации. Только такой проект может учитываться для целей прогнозирования. Все остальные разработки и ожидания в прогноз для инвесторов не идут.

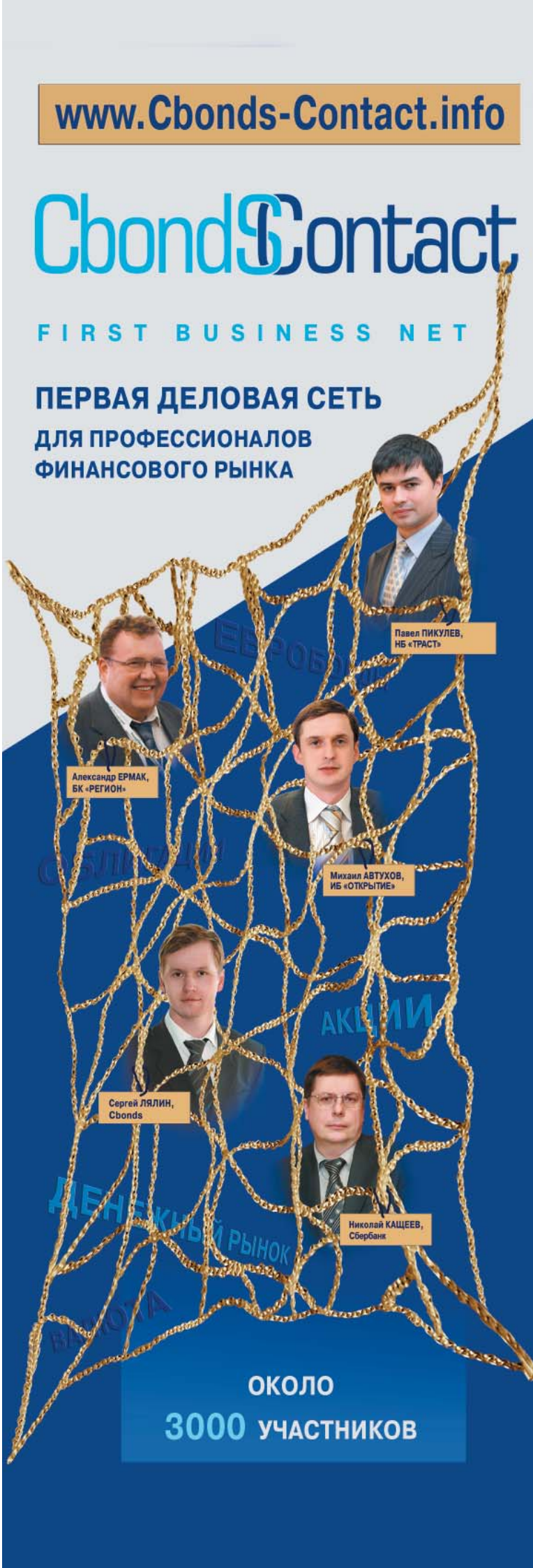
Выручка в ЛенСпецСМУ определяется методом полного завершения. В 2009 году мы ожидаем выручку в размере примерно 15 млрд руб. Эта цифра демонстрирует не то, сколько денег мы привлекли от клиентов, а то, каким будет признанный финансовый результат по методу полного завершения, то есть после того как объект полностью построен, введен в эксплуатацию и произведены окончательные расчеты с покупателями недвижимости. Таким образом, выручка, которую мы признаем сегодня, это тот финансовый результат, который формировался в течение последних 2–2.5 лет.

Денежный поток, который мы привлекли в течение 2009 года, составит примерно 12 млрд руб. Это как раз то, что клиенты, условно говоря, принесли нам в кассу. Показатель EBITDA ожидаем по итогам 2009 года на уровне 4.5 млрд руб. Это достаточно консервативный прогноз. Возможно, цифры будут больше. По итогам 2010 года выручка ожидается около 21 млрд руб., EBITDA — порядка 7 млрд руб.

Когда, на ваш взгляд, строительный сектор сможет полноценно выйти на рынок?

Я думаю, для того чтобы вернуться на долговой рынок, строителям нужно для начала разобраться с имеющейся задолженностью. Только после этого они получат шанс выйти с новыми заимствованиями. Мы эту задачу выполнили и смогли занять. За другие компании говорить не могу.

Как вы оцениваете меры государства по поддержке строительной отрасли?

Как частная компания, мы никогда не рассчитывали на поддержку государства. Более того, мне неизвестны факты реальной существенной помощи государства частным строительным компаниям. В Петербурге были, например, каникулы по оплате инвестусловий, что явилось реальной и своевременной помощью, которая, впрочем, не решала всех проблем. Но на федеральном уровне я что-то помощи не припомню. Мы не были включены ни в какой «системообразующий» список. А те, кто в него попал, тоже, кстати говоря, никакой поддержки в итоге не получили. Этим компания не были предоставлены ни поручительства со стороны государства, ни гарантии. Да и сам по себе список участников довольно странный. Нам в этом смысле дороже рейтинг от S&P, чем непонятный перечень организаций, который государство сегодня составило, а завтра отменит. Впрочем, приятно сознавать, что мы сами справляемся.

Беседовала Ольга Войтова