Валерий Борзилов,
финансовый директор,
холдинг «Эталон-ЛенСпецСМУ»

Никаких оферт быть не должно

С этого номера редакция Cbonds Review запускает новую рубрику «Слово эмитента», в которой мы будем публиковать интервью с финансовыми директорами тех компаний, что успели попробовать самые разнообразные способы привлечения денежных средств для ускорения своего развития. В этот раз своим опытом и впечатлениями с читателями Cbonds Review делится Валерий Борзилов, финансовый директор корпорации «Эталон-ЛенСпецСМУ».

Какие специфические сложности возникают в работе финансового директора строительной компании?

Финансирование строительства — очень сложный процесс. Специфика, конечно, есть, и заключается она уже в том, что отсутствуют нормальные бухгалтерские программы, которые могли бы адекватно отразить деятельность строительных компаний. Вы не представляете, какой объем работ приходится выполнять, чтобы получить обыкновенные аналитические данные, скажем, по выполнению смет строительства. Даже 1С для строителей до сих пор не адаптирована. Поэтому приходится постоянно либо придумывать что-то самим либо нанимать профессиональных программистов. Наша программа, сделанная на базе 1С, уже переписана настолько, что совершенно не похожа на 1С, и ни одно базовое приложение этой программы с ней не работает. Взять бюджетные программы — они тоже совершенно не учитывают специфику нашего бизнеса. Их разработчики пытаются нас подогнать под свои настройки, представляете? Взять инвестиционное программирование. До сих пор нет ни одной нормальной программы по исследованию и анализу инвестиционно-строительного проекта. Приходится все делать самостоятельно. И последнее. У нас 98 объектов, которые необходимо постоянно мониторить, плюс новые пятна под застройку, которые тоже надо обсчитывать, оценивать их влияние на деятельность компании в определенный период времени, то есть заниматься моделированием. А где программы по моделированию? Их нет! Есть попытки сделать что-то в рамках бизнес-приложений корпораций Microsoft и Oracle. Мы этим интересуемся, но это страшно дорого. Миллион долларов надо просто сразу же выложить. Проблема в том, что у нас нет программистов, обладающих знаниями экономики строительного процесса. Приходится все делать вручную и исключительно своими силами.

Какова на сегодня структура финансовых потоков вашей компании?

До недавних пор 90% доходов формировали средства частных клиентов. Это не дольщики, именно частные клиенты, поскольку мы ушли от долевого участия. Но доля средств частных лиц в последнее время несколько уменьшается. Динамика изменения цены за пятилетие

свидетельствует, что в среднем жилье дорожает на 20% в год. В итоге вы теряете до 40% за два года. Рынок идет к строительству готового жилья, но одномоментно это не произойдет в России никогда, потому что готовое жилье всегда будет очень дорогим.

Насколько высока на сегодня рентабельность строительного бизнеса?

Если продавать, как мы в центре города продаем, то, конечно, рентабельность будет высокая. Понятно ведь, центр Петербурга, вид на Ростральные колонны — вы же не будете за три копейки здесь жилье продавать? Здесь доходность бизнеса «та самая». А вот что касается объектов на периферии, то они приносят не настолько много. Рентабельность генподрядных работ по возведению коробки составляет максимум 15%. В Европе этот показатель и того ниже — там максимум 5%. Основная рентабельность оседает у девелопера. Девелоперский бизнес — это, конечно, не 10%, не 20% и даже не 30% годовых.

Как вы выбирали организатора облигационных займов? Оба раза остановили выбор на Банке Москвы — с этим банком вас связывает какое-то долговременное партнерство, или они каждый раз предлагают лучшие условия?

Самое главное, что банки не могли проанализировать отчетность по РСБУ строительных компаний пять лет назад. На этом фоне Банк Москвы выглядел совершенно иначе. Спасибо Игорю Фроловскому, Елене Железновой, Марине Никишевой. Они разработали хоть какую-то методику анализа финансовых показателей строительных компаний, хотя до сих пор многие не могут правильно оценить реальное положение дел. К счастью, мы сумели перейти на отчетность по МСФО, и нас сразу стали понимать даже иностранные банки. Это позволило выйти на рынок облигационных заимствований в ситуации, когда банки открывали очень маленькие лимиты кредитования на строительные компании.

«Эталон-ЛенСпецСМУ» — это одна из двух российских строительных компаний России (вместе с Mirax Group), которая получила рейтинг от международного агентства. Зачем понадобился рейтинг, если большинство российских эмитентов успешно обходятся без него?

Когда мы выходили на международный рынок, нам сказали, что наличие рейтинга международного агентства будет дополнительным плюсом. Поэтому мы получили рейтинг S&P. Почему именно S&P? Потому что мы посчитали его самым консервативным и решили, что если он будет не очень хорошим, то мы сориентируемся, попытаемся исправить недочеты с тем, чтобы получить рейтинг получше. Но так получилось, что мы без всяких консультантов получили тот рейтинг, который нам казался на тот момент наиболее правильным. Когда мы прочитали методологию S&P, то сразу сказали: «Мы тянем на B». Именно так и получилось. У нас была шестичасовая встреча с экспертами агентства, на которой присутствовали представители трех банков: РОСБАНК, Commerzbank и HSBC. Последние помогали нам переводить некоторые термины, в которых мы на тот момент были не очень сильны.

А как возникла та скандальная история с оценкой вашего бизнеса аналитиками банка «ЗЕНИТ», что нашла отражение в вашей публичной полемике с ними на форуме Cbonds?

Просто когда к вам приходят и говорят: давайте мы вам разместим CLN, а на следующий день появляются подобные аналитические отчеты, то возникает некая зона неопределенности и вопрос, что же на самом деле думает банк. Ведь в случае нашего согласия на сделку банку пришлось бы готовить аналитические материалы в нашу поддержку и рассылать их потенциальным инвесторам. И если аналитики думают одно, а будут рассылать другое, то как будут продаваться потом ноты? И самое главное: почему аналитик, прежде чем выложить исследование по компании в открытый доступ — более того, разместить его на Cbonds, поленился обратиться к нам, не попытался разобраться, не спросил у первоисточника? Это нам непонятно.

Так, в чем суть вашего несогласия с аналитиками «ЗЕНИТА»? Ведь в своем отчете они просто написали, что, на их взгляд, аналогичный вашему рейтинг Mirax Group выглядит «полновеснее»?

Вы очень смягчили. В этом отчете наша компания поливалась грязью по всем позициям, причем были категорические ошибки в анализе. Например, мы вертикально интегрированный холдинг, и мы контролируем риски на всех этапах: у нас свои девелоперские подразделения, свои генподрядчики, свои специальные строительные организации, свои продающие подразделения. Вплоть до обслуживания и эксплуатации. У корпорации Mirax другая бизнес-модель, в которой существует несколько горизонтально интегрированных девелоперских структур, которые нанимают для выполнения того или иного проекта различные сторонние организации. Такая бизнес-модель не лучше и не хуже, она просто другая. У нас совершенно разные операционные риски. Кроме того, мы считаем некорректным при анализе девелоперского и строительного бизнеса использовать процентный метод оценки выручки. Дом нельзя построить наполовину. Если вы прекратите на этом этапе его возведение, то та выручка, что уже у вас есть от проданных в этом доме квартир, автоматически станет вашим убытком, поскольку у вас возникнет кредиторская задолженность перед теми клиентами, которые заплатили вам деньги в расчете получить жилье в готовом и годном для эксплуатации доме. Поэтому и возник вопрос о корректности применения метода оценки выручки от реализации. Мы считаем верным использовать лишь метод полного завершения. Мы сдали дом, подписали акт госкомиссии, оформили права на физических лиц, риски все перешли — вот тогда все, можно считать выручку. А эта чушь насчет рейтингов стала просто последней каплей, когда надо было наконец «зарычать» с моего кресла и надолго всех осадить, чтобы задумались о том, что иногда пишут. Дальше я заморозил все отношения с банком «ЗЕНИТ», и на сегодня ситуация такой и остается.

Зачем вы решили делать выпуск CLN? Рублевого рынка перестало хватать? Или считаете, что долларовые заимствования дешевле?

Почему пошли на международный рынок? Наш финансовый рынок сам по себе мал. Финансовый сегмент строительных компаний очень узок, и количество банков,

которые оперируют в этом сегменте и готовы покупать этот риск, крайне мало. И даже эти игроки имеют короткий ресурс по времени. А для строителей технологический цикл составляет 2.5 года. Как только даешь годовую оферту, никаких вопросов нет. А как займ на два года без оферты, так сразу половина рынка отсекается. А если уж и вовсе на три года, то вообще лишь единицы готовы покупать. На западном рынке ситуация совершенно иная. Там огромное количество игроков, различных фондов, например, которые готовы вкладываться вдолгую. Кроме того, крайне важен вопрос капиталоемкости. Сейчас для строительной компании разместить займ свыше 2 млрд руб. — большая проблема. Нам неоднократно предлагали выпустить третий займ, но если он будет не больше этой планки. То есть рынок не может съедать больше 2 млрд руб. в год. Теперь по ставкам. Ставки по рублевым заимствованиям выше. Сейчас ситуация идет к тому, что ФРС будет поднимать свою ставку, поскольку, как они все говорят, экономика США идет на жесткую посадку. Так что в какой то момент доходности инструментов на разных рынках будут сопоставимы. Но дело в том, что при этом курс доллара будет падать. И мы рассчитали, что если курс доллара к рублю будет падать хотя бы на 10 копеек в год в течение пяти лет, это окупит все затраты на выпуск валютного инструмента.

А если курс доллара не будет падать? Вы как-то хеджируете свои валютные риски с учетом того, что у вас рублевые продажи?

Если курс не будет падать, то, конечно, валютный займ будет в итоге чуть подороже, чем рублевый. А вот продажи у нас не рублевые. У нас продажи номинированы в наших условных единицах с минимальным курсом. Сейчас он составляет 29.95 рубля, но мы планируем скоро его немного понизить. То есть у нас хеджирование валютного риска, как и у многих, происходит через оговорку в договорах, что клиент платит по курсу ЦБ РФ, но не ниже 29.95. Иными словами, валютные риски мы перекладываем на клиента. А заключением специальных контрактов по валюте мы не занимаемся.

Как дальше будет развиваться ситуация на рынке жилой недвижимости?

Не секрет, что рынок Петербурга перегрет. В прошлом году цены на жилье выросли на 90%, а после такого подъема любой рынок будет охлаждаться. Хочешь не хочешь, но либо цена пойдет вниз, либо количество сделок будет уменьшаться. Либо и то, и другое — в какой-то комбинации. В принципе, мы прогнозировали, что будет определенная двухлетняя стагнация рынка, именно поэтому осуществили заимствование с помощью кредитных нот и будем выпускать еврооблигации.

А на какой стадии сейчас находится подготовка выпуска евробондов?

29 июня определим букраннеров. Кстати, надо сказать, что взаимодействие с западными банками очень походит на взаимодействие с нашими банками. Чтобы получить рыночные условия по комиссии и всему спектру услуг очень важно тщательно проводить конкурс среди лидеров рынка. При этом надо смотреть не только на финансовые показатели и базу инвесторов того или иного банка, но — самое главное — на наличие команд финансистов как в Лондоне, так и в России. Зарубежные инвестиционные банкиры, как и наши, очень часто и непредсказуемо переходят целыми командами из банка в банк — это, наверное, такая природная черта инвестиционных банкиров. Надо очень внимательно следить за теми людьми, с которыми придется работать. Лучше не работать с банком, у которого нет менеджеров в России, готовых активно защищать ваши интересы, — такой банк слаб. Представьте: человек из Лондона, который вас курирует, куда-то вдруг уехал, с ним не связаться. И все, вам будет не узнать даже простую информацию, поэтому обязательно должны быть контактные лица в России. Но это не отменяет, конечно, необходимости наличия у банка высококлассной команды инвестиционных банкиров в головном офисе. Кроме того, необходимо работать не с одним, а с двумя инвестиционными банками, чтобы не оказываться в полной зависимости от суждений и действий одной финансовой корпорации. Брать трех букраннеров, конечно, уже малоэффективно, у них пропадает мотивация работать из-за небольшого объема размещения и небольшого объема комиссионных. А вот два — в самый раз, причем нанимать их вполне выгодно уже при объеме заимствований в $200 млн, как у нас. Но тут надо учитывать еще то, что некоторые из них не смогут написать по вам research (особенно это касается американских банков), поэтому надо брать еще тех, кто это может делать, кому не мешает их суверенное законодательство, — европейские и российские банки. Нельзя забывать о возможности того, что накануне вашего размещения ФРС может взять и поднять процентную ставку. Тогда к вам придет инвестиционный банк и скажет, что нужно переносить время выхода на рынок. А у вас уже бюджет, у вас план. И что вам делать? В российские банки бежать за кредитами? Поэтому надо сразу обговаривать вопрос о возможности бридж-финансирования при сдвиге или переносе срока размещения. А вот тут начинаются интересные вещи — не всякий банк готов такие услуги предоставлять. Некоторые хотят оферту. Но мы специально сделали опрос по лидерам рынка. И нам все сказали одно и то же: никаких оферт быть не должно. Это показатель слабости эмитента, который не уверен, что он разместит займ, пытается за счет оферты заманить каких-нибудь спекулянтов. Сразу изменяется качество книги, сразу начинают «рыться» хедж-фонды и прочее. Возникает риск, что вам придется тратить какую-то сумму на исполнение оферты. Вам нужно опять искать, у кого бы оформить кредит, или договариваться о бридж-финансировании. А получить бридж на оферту значительно сложнее, чем бридж на перенос, поскольку в последнем случае у вас есть источник погашения и казначейство банка, как правило, не возражает против этой схемы. А вот оферта — это незакрытый риск для банка. Они тут же начинают требовать залоги, еще какую-нибудь «жуть».

И какие предложения вам поступили в ходе проведения конкурса по выбору букраннеров?

Наш выпуск объемом до $200 млн оценили в диапазоне от 8.875 до 9.75. Так что будем выбирать, исходя и из цены, и из других упомянутых мною критериев.