Александр ПОЛЮТОВ,
аналитик, Промсвязьбанк

Елена ФЕДОТКОВА,
аналитик, Промсвязьбанк

Спортивное ориентирование для инвесторов

Конкретных требований по финансовым показателям со стороны инвестора к эмитенту не существует. Во многом подход зависит от готовности каждого участника рынка брать на себя те или иные риски. Кризис 2008 года сильно усложнил жизнь будущим эмитентам — на сегодня только неисполненных обязательств по номиналу облигаций уже набралось на сумму порядка 105 млрд руб. Такие убытки вынуждают инвесторов пересматривать систему оценки рисков, повышая планку требований к заемщикам. Мониторинг финансового состояния эмитентов требует не только умения расчета стандартного набора показателей, но и способности ориентироваться в изменяющихся тенденциях той или иной отрасли, чтобы своевременно реагировать на возможные риски при управлении портфелем.

ТРАНСПАРЕНТНОСТЬ: НУЖНЫ ЛИ КОНСОЛИДИРОВАННАЯ ОТЧЕТНОСТЬ И МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЙТИНГИ?

Наличие консолидированной отчетности для инвесторов играет первостепенное значение при оценке кредитного качества заемщика. Наученные горьким опытом кризисных 2008–2009 годов, потенциальные покупатели бондов не готовы довольствоваться отчетностью отдельно взятых компаний, которые непосредственно выступают эмитентами облигаций или являются ключевыми предприятиями группы. Причина — вероятность заполучить «скелет в шкафу» (в виде дополнительных долгов/убытков) от аффилированных с заемщиком структур. Поэтому хорошим тоном для эмитента на публичном рынке заимствований считается наличие консолидированной отчетности, предпочтительно аудированной и подготовленной в соответствии с международными стандартами.

Другим, не менее важным фактором транспарентности заемщика с точки зрения инвестиционного сообщества является доступность, периодичность и актуальность выхода консолидированной отчетности. При этом наиболее оптимальным считается раскрытие отчетности раз в полгода, хотя в последнее время все чаще эмитенты переходят на ежеквартальную основу, причем предлагая инвесторам возможность обсудить с менеджментом финансовые показатели и их динамику на личных встречах или конференц-звонках.

Еще одним «негласным» требованием для компаний на рынке рублевых облигаций после кризиса 2008–2009 годов стало наличие кредитного рейтинга у эмитента или эмиссии как минимум от одного из трех признанных международных агентств: Moody's, Standard & Poor's и Fitch. Так, из всех корпоративных размещений 2009–2013 годов на бонды без кредитного рейтинга пришлось всего около 15%, хотя за период с 2006 по 2008 годы они занимали долю не менее 42%. Рейтинговая оценка, во-первых, дает независимую экспертизу финансового состояния эмитента и возможность сравнить его по шкале с другими заемщиками. Во-вторых, у облигаций появляется шанс попасть в Ломбардный список ЦБ (перечень прямого РЕПО), что позволит инвестору привлекать средства в Банке России под залог бумаг. Кредитный рейтинг повышает инвестиционную привлекательность облигаций, расширяя круг потенциальных владельцев, в том числе

по формальным признакам (это касается пенсионных фондов, страховых компаний и других), делает облигации ликвидным инструментом. Тем не менее наличие рейтинга не всегда является 100-процентной гарантией надежности заемщика: кризис 2008 года дал несколько таких негативных примеров. Поэтому для мониторинга кредитного качества в первую очередь важна транспарентность заемщика.

В свою очередь, для эмитента кредитный рейтинг — это возможность заметно снизить стоимость заимствований и максимально удлинить их срочность, а также более гибко управлять своим долгом, с учетом потребностей в денежных ресурсах.

ПЕРВОЕ ПРИБЛИЖЕНИЕ: РАЗМЕР ВЫРУЧКИ И АКТИВОВ

Безусловно, выпуск облигаций доступен далеко не всем компаниям. В первую очередь потенциальному эмитенту важно соблюсти все формальные требования регулирующих органов. Самое главное, чтобы была произведена полная оплата уставного капитала эмитента (Федеральный закон от 29.12.2012 № 282-ФЗ). Сразу после кризиса и череды дефолтов, выявивших слабые места существующих норм, регулятор ввел повышенные требования к эмиссии бумаг. После 2009 года объем выпуска облигаций уже не мог превышать уставный капитал эмитента и величину предоставленного обеспечения. Причем компания-поручитель могла предоставить обеспечение только в рамках своих чистых активов (Федеральный закон от 27.12.2009 № 352-ФЗ). В начале 2013 года регулятор взял курс на либерализацию законодательства — теперь эмитенты могут выпускать облигации независимо от размера уставного капитала и без поручителей, тем не менее при наличии обеспечения компания-поручитель по-прежнему должна отвечать требованиям по чистым активам. Стоит отметить, что данный показатель рассчитывается на основе отчетности по РСБУ и, на наш взгляд, не всегда репрезентативен.

Вместе с тем, помимо классических выпусков облигаций, заемщик может воспользоваться другим инструментом — биржевыми облигациями, к эмиссии которых предъявляются дополнительные требования биржи. Так, для допуска бумаг к торгам у эмитента уже должны обращаться акции или классические облигации. В ином случае выпуски могут быть допущены к размещению биржей не ранее третьего года существования эмитента и при наличии утвержденной годовой бухгалтерской отчетности за два финансовых года.

В свою очередь, критерии «рынка» к эмитенту более жесткие и они касаются размера выручки, а также ее динамики и возможности обеспечить ее дальнейший рост. При этом требования разнятся в зависимости от отраслевой принадлежности заемщика. Условно их можно разделить на две группы:

1) со средним и высоким уровнем рентабельности, к которым, например, относятся компании нефтегазовой отрасли, телекоммуникаций и другие;

2) со сравнительно низкой прибыльностью бизнеса, как ритейл.

Исходя из того, что на практике наибольшее распространение получили выпуски с объемом не менее 1 млрд руб., для первой группы приемлемым является размер годовой выручки от 5–7 млрд руб., а для второй — от 10–15 млрд руб. В ином случае доходов эмитента может быть недостаточно для обеспечения нормального функционирования бизнеса, возврата и обслуживания долга.

После кризиса 2009–2010 годов выйти на долговой рынок могли себе позволить лишь крупные компании — лидеры своих отраслей. В 2011–2013 годы, когда ситуация относительно нормализовалась, начали появляться эмитенты и с меньшими размерами бизнеса.

УРОВЕНЬ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Долговая нагрузка компании — один из ключевых параметров для инвестора в облигации. После акционерной структуры и объема годовой выручки один из следующих вопросов непременно будет о величине показателя Debt/EBITDA. Если данная метрика менее 1.0 x, скорее всего, при привлечении кредита или размещении облигаций, в том числе для получения публичного статуса, трудностей не возникнет. В то же время эмитентов с показателем ниже единицы не так много, преимущественно они сосредоточены в нефтегазовой отрасли и используют долговой рынок, на наш взгляд, в первую очередь как инструмент диверсификации долгового портфеля. Хотя отдельные имена присутствуют и в других отраслях.

Те времена, когда на рынок выходили компании с показателем Debt/EBITDA около 7–8 x и выше, прошли: 2008–2009 годы наглядно продемонстрировали «финансовую устойчивость» таких заемщиков. Сейчас и к уровню 4–5 x инвесторы относятся весьма и весьма настороженно. В настоящее время в зависимости от отрасли ориентиры сложились следующим образом:

– для нефтегазовой отрасли — 0.5–2.0 x,
– для телекоммуникационной отрасли — 1.0–3.0 x,
– для ритейла — 1.0–3.5 x,
– для строительной отрасли — 2.0–4.0 x,
– для металлургии — 2.0–5.0 x,
– для машиностроения — 2.0–6.0 x,
– для химической промышленности — 1.0–2.5 x.

Однако и здесь возможны нюансы. Если подавляющий объем задолженности имеет долгосрочный характер, то эмитент может позволить себе «прижаться» к верхней границе диапазона и даже выйти за нее. Если долг краткосрочный, то и при приближении к нижней границе указанного ориентира для инвестора картина будет смотреться не очень оптимистично. Сгладить данный негатив можно, если заемщик привлекает средства с рынка для замещения краткосрочного долга более длинным облигационным займом. Такая практика на рынке существует, и она вполне понятна. В данном случае срабатывает также репутация заемщика и доверие к озвучиваемым им планам и прогнозам.

В любом случае эмитент должен иметь четкое представление, на что пойдут привлеченные с долгового рынка средства, поскольку это будет влиять на оценку долговой нагрузки эмитента после размещения, а также возможных рисков при возврате средств. Так, до кризиса имели место размещения, когда средства привлекались на не связанные с основной деятельностью проекты: например, один из ритейлеров привлек деньги на строительство жилого микрорайона. В результате, в 2008 году, когда в целом продуктовая розница себя чувствовала относительно неплохо, строительные проекты остановились — средства оказались замороженными, компания не исполнила свои обязательства, и по займу был допущен дефолт. Таким образом, привлекая финансирование под развитие нового для себя направления, следует быть готовым к тому, что участники рынка будут рассматривать ваш инструмент как инвестицию повышенного риска.

Также мы считаем важным обращать внимание на такие показатели, как:

– Debt/Assets — платный долг не должен составлять основу развития вашего бизнеса, особенно если жизнедеятельность компании зависит от 1–3 кредиторов;

– EBITDA/проценты к уплате — значения EBITDA должно хватать не только на выплату процентов, но и на погашение основного долга, и чем коэффициент «EBITDA/проценты к уплате» выше, тем лучше. В качестве ориентира правильнее держать в голове значение 2.0 x и более.

CASH-FLOW И АМОРТИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА ЗАЙМА

Хотя анализ рисков по облигациям эмитента в основном производится на исторических данных и без столь детальных прогнозов, как это делается в случае игры на рынке акций или сделок M&A, тем не менее нужно быть готовым предоставить cash-flow на срок обращения облигаций. Во-первых, это позволяет инвестору в цифрах увидеть планы менеджмента по источникам финансирования дальнейшего развития компании и планируемый объем инвестиционных вложений (capex). Во-вторых, провести сравнение с предыдущими периодами деятельности эмитента, в том числе с кризисными 2008–2009 годами, а также выявить наиболее «нагруженные» с точки зрения погашения долга месяцы. В-третьих, в будущем предоставленный cash-flow помогает участнику рынка более объективно оценивать успехи и неудачи компании и принимать решения об увеличении/снижении позиции в облигациях эмитента.

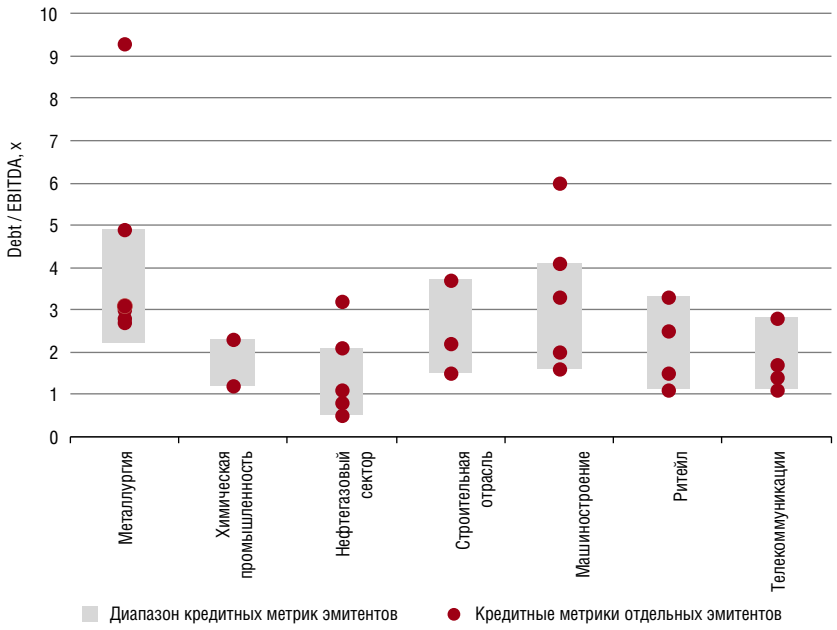
И наконец, самое главное, детализированный план по денежному потоку позволяет выявить источники исполнения обязательств по выпускаемым облигациям. Поскольку принята практика размещения займа объемом не менее 1 млрд руб., то аккумулирование данной суммы на счетах может занять не один месяц, а изъятие денег из оборота привести к стагнации развития бизнеса. Дабы не нанести вред компании и не вызвать повышенный скепсис у инвестора, стоит обратить внимание на возможность использования амортизационной структуры займа, то есть погашения основной суммы долга в течение срока обращения бумаги. Часто к такому виду бумаг прибегают лизинговые и строительные компании, деятельность которых ориентирована на конкретные долго- и среднесрочные проекты. Соответственно, поступление денежных средств и исполнение обязательств по облигациям напрямую зависит от выручки по таким проектам. Уменьшение рисков по разрыву cash-flow и наличие запаса в виде свободного денежного потока из квартала в квартал поможет компании выглядеть более привлекательно с инвестиционной точки зрения.

ЭФФЕКТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ (РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ)

Одним из показателей оценки маржинальности деятельности эмитента является коэффициент EBITDA margin. Отметим, что и здесь в зависимости от отрасли разброс значений достаточно широкий. Так, ритейлу, зарабатывающему на объеме реализации, прощают сравнительно невысокую величину показателя — на уровне 7–10%. Одним из самых высоких значений сейчас характеризуется телекоммуникационный сектор — 40–46%.

Помимо самой величины рентабельности, важна также ее стабильность. Хороший пример — металлургический сектор, который в 2010–2011 годах, в период высоких цен на железную руду и сталь, демонстрировал достаточно высокую маржинальность (18–24%), а в настоящее время в условиях слабой конъюнктуры мировых рынков металлов балансирует на грани безубыточности. При этом показатель EBITDA margin упал в 1.5–2.5 раза (до 8–13%). Опять же ритейл при отсутствии дополнительных проблем в логистике или в виде объектов строительства чувствовал себя более уверенно.

Рисунок 1
Сложившийся уровень Debt/EBITDA на долговом рынке по отраслям (2012-2013 гг.)



Источники: данные компаний, оценки аналитического департамента Промсвязьбанка

ДИНАМИКА ПОКАЗАТЕЛЕЙ ИМЕЕТ ЗНАЧЕНИЕ, ОДНАКО И START-UP МОЖЕТ ВЫЙТИ НА РЫНОК

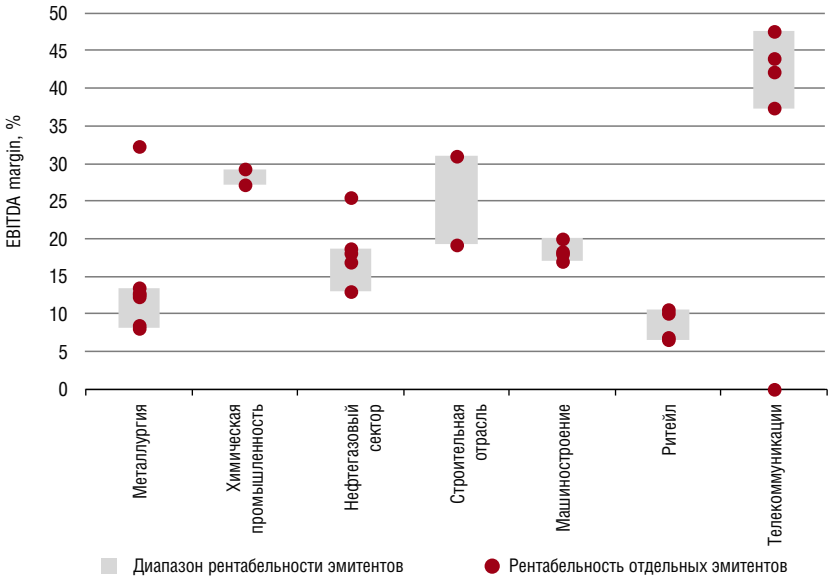
История успешного развития бизнеса компании, подкрепленная положительной динамикой финансовых показателей, имеет принципиально важное значение для инвесторов, поскольку дает понимание, за счет каких операционных денежных потоков будут возвращены заемные средства. В то же время это не означает, что рынок рублевых облигаций закрыт для компаний, находящихся на стадии start-up и тех, чья бизнес-модель еще не прошла проверку временем.

Для подобного рода эмитентов главная задача — донести до инвесторов важность самого start-up для акционеров, грамотно отразить их усилия и вливания в проект, в том числе денежные. При этом статус самих акционеров и их финансовые возможности играют ключевую роль.

Чаще всего таким акционером выступает государство или окологосударственные структуры, которые за счет облигаций пытаются привлечь частные инвестиции для финансирования своих начинаний. При этом наличие государственной поддержки добавляет уверенности инвесторам в надежности вложения денежных средств.

Что касается частных стартапов на долговом рынке, то их можно пересчитать по пальцам. Данный факт обусловлен меньшим масштабом проектов и объемом требуемых инвестиций на первоначальном этапе в сравнении с вложениями и планами, которые может позволить себе государство. Кроме того, стоимость заимствований для частных стартапов ощутимо выше, чем для проектов с госучастием, поэтому им подходят другие, более дешевые источники финансирования, как то: банковские кредиты, продажа доли в проекте и так далее.

В качестве успешных примеров выхода start-up на долговой рынок можно назвать бонды компании «РОСНАНО» (высокие технологии) на сумму 53 млрд руб., «Западного скоростного диаметра» (строительство) — 25 млрд руб., «Гражданских самолетов Сухого» (машиностроение) — 14 млрд руб., «Домашних денег» (микрофинансирование) — 1 млрд руб.



Источники: данные компаний, оценки аналитического департамента Промсвязьбанка

Рисунок 2
Сложившийся уровень EBITDA margin на долговом рынке по отраслям (2012–2013 гг.)

Отметим, что даже соответствие всем обозначенным ориентирам не гарантирует 100-процентного успешного размещения. При негативной макроэкономической конъюнктуре, даже несмотря на хорошие финансовые показатели, для большинства эмитентов путь на долговой рынок вообще может быть закрыт. Иногда примешиваются и внутренние факторы, когда из-за отсутствия опыта раскрытие информации может быть нерепрезентативным, недостаточным или некорректным. Во многом облегчить диалог с инвестором может организатор займа: помочь подготовить презентационные материалы и информационный меморандум, провести встречу. Если это дебют, оформить его нужно максимально позитивно для участников рынка, что может потребовать дополнительных затрат, однако позволит снизить стоимость заимствований. Организовать презентацию с участием топ-менеджмента компании мы все же рекомендуем: она позволит руководству сразу ответить на большинство возникающих вопросов, а участникам — лично познакомиться с компанией и составить первое впечатление. При этом нужно помнить, что дебютный заем станет по ставке ориентиром для последующих. В целом выход на долговой рынок, безусловно, серьезный шаг, однако он стоит затраченных усилий, поскольку данные ресурсы практически неисчерпаемы.

Таблица 1
Целевые финансовые показатели для компаний — эмитентов облигаций в различных отраслях

Показатель	Металлургия	Химическая промышленность	Нефтегазовый сектор	Строительная отрасль	Машиностроение	Ритейл	Телекоммуникационный сектор
Выручка, млрд руб.	>240	>190	>100	>25	>33	>130	>60
Debt/EBITDA	2.7–13.6 x	1.2–2.3 x	0.5–3.2 x	1.5–3.5 x	1.5–6.0 x	1.7–3.2 x	1.1–2.8 x
EBITDA margin	8–32%	27–30%	13–25%	20–35%	17–20%	7–11%	40–46%
В расчет принимались показатели компаний (кол–во)	7	2	6	3	5	4	5