Дмитрий СЕРГИЕНКО,
ведущий эксперт
по корпоративным
рейтингам, «Эксперт РА»

Александр ГУЩИН
заместитель директора
по корпоративным
рейтингам, «Эксперт РА»

От кредита к облигациям

Строительные компании могут улучшить условия банковского финансирования, получив кредитный рейтинг. А доступность облигационного рынка для строителей можно повысить, изменив порядок формирования Ломбардного списка ЦБ.

Для снижения рисков банковской системы Банк России стал ужесточать надзор, что сильно ударило по закредитованным заемщикам, в том числе работающим на рынке недвижимости. С 2012 года ЦБ стал активно применять рейтинги кредитоспособности компаний. При этом стоит отметить, что рейтинги от российских агентств все чаще используются наравне с иностранными.

Первым шагом для регулятора стало включение рейтингов в расчет ключевого норматива для банков – достаточности капитала (Н1). Позже аналогичные изменения были внесены в положение, касающееся определения объема резервирования по ссудам. Наличие рейтинга позволяет заемщикам рассчитывать на более выгодные условия при привлечении банковского финансирования. Так, банк может предложить более низкую ставку по кредиту либо увеличить объем кредитования.

СПРОС НА РОССИЙСКИЕ РЕЙТИНГИ РАСТЕТ

Сегодня банки часто указывают в качестве условий для заемщиков наличие кредитного рейтинга. Формально это не является обязательным требованием, но на практике может стать решающим фактором для банка. Помимо требований со стороны кредитных организаций, наличие рейтинга позволяет включить облигации эмитента в список А1 на Московской Бирже.

Из-за изменений в регулировании банковского сектора резко возросло количество присвоенных кредитных рейтингов компаний, при этом увеличилась доля российских агентств на рынке рейтинговых услуг. В начале 2012 года основными игроками в сегменте рейтингования корпоративных заемщиков были агентства «большой тройки»: Standard & Poor's, Fitch и Moody's, их совокупная доля составляла 55%. Всего же рейтингов было присвоено чуть более 250. Сегодня таких рейтингов насчитывается более 600, а совокупная доля российских агентств составляет почти 70% рынка. Рост рейтингового рынка сопровождался увеличением спроса на кредитные рейтинги со стороны проектных и строительных компаний. По оценкам «Эксперта РА», из всех присвоенных на сегодняшний день рейтингов около 10% приходится именно на эту категорию компаний.

Кроме регулирования, важную роль в росте спроса на российские рейтинги сыграла организационная простота их получения. Иностранные агентства предъявляют своим клиентам определенный набор требований. Например, отчетность компании должна быть подготовлена по международным стандартам с заключением аудитора определенного уровня. В российских агентствах таких ограничений нет, что важно для проектных компаний, у которых на момент присвоения рейтинга аудиторское заключение может еще отсутствовать.

Более лояльный с организационной точки зрения подход не означает, что качество аудиторской проверки или ее отсутствие не отразится на уровне рейтинга. Дело в том, что использование гибких моделей позволяет сконцентрироваться на анализе ключевых рисков компании и специфике ее деятельности.

УЧЕСТЬ ВСЕ РИСКИ

Рост спроса на рейтинги со стороны проектных и строительных компаний подталкивает российские агентства на проявление индивидуального подхода к этой категории клиентов. Так,

для более корректной оценки разрабатываются отдельные методики, учитывающие организационные тонкости и особенности бизнеса проектных и строительных компаний.

При оценке проектных компаний необходимо принимать во внимание концентрацию их деятельности на реализации одного или нескольких похожих проектов. Чаще всего такие проекты реализуются в сфере строительства. Агентству необходимо учитывать тот факт, что генерация денежного потока начнется через определенное время, а обслуживание долга может начаться уже с первого квартала после привлечения кредита.

Важно отметить, что специфический подход при рейтинговании продолжает действовать до того момента, пока не начал стабильно генерироваться денежный поток. После этого, а также после осуществления основных инвестиционных расходов анализ компании начинает осуществляться по классической методике. При этом правильно откалиброванная методика позволяет свести к минимуму возможные последствия при переходе от одной методики к другой.

Проектам на начальной стадии свойственны повышенные риски, связанные в том числе с необходимостью получать различные разрешительные документы, что может затормозить реализацию проекта. В связи с этим дополнительно изучается перечень всех таких документов и по мере выполнения списка определяется итоговое влияние определенного фактора.

Во время проведения анализа проектных компаний особое внимание уделяется качеству планирования по проекту. Крайне важно использование адекватных предпосылок при построении финансовой модели. В рамках мониторинга рейтинга производится проверка на соответствие заявленным в модели показателям, план-факт анализ.

Также важен контроль за реализацией проекта со стороны собственника или управляющей компании. Отлаженная система контроля важна для соблюдения заявленных в смете объемов расходов. В противном случае возросшие расходы могут существенно снизить экономическую эффективность проекта. Для осуществления контроля, а также грамотного подбора контрагентов для реализации проекта у управляющей компании или собственника должен быть опыт работы с подобными проектами.

Оценка финансовых рисков проектных компаний также имеет ряд отличий, учитывающих специфику деятельности организации. В частности, меняется подход к оценке долговой нагрузки. Так, если при классическом варианте сравнение долга и расходов по его обслуживанию осуществляется с фактическими показателями денежного потока, то для проектной методики сравнение осуществляется с прогнозными значениями, а также в расчет принимаются поступления от акционеров. Кроме того, важно наличие договоренностей между компанией и кредиторами о «кредитных каникулах» на начальном этапе проекта, то есть полное отсутствие выплат по кредиту или выплат только процентов. Позитивно на рейтинг повлияет договоренность о выплате существенной части тела долга в последнем платеже.

Наличие большого объема инвестиционных расходов и отсутствие денежного потока заставляет проектные компании формировать убытки на начальных этапах. В результате агентства готовы более лояльно относиться к убыточности проектных компаний по сравнению с действующими бизнесами. Поддержку рейтингу может оказать наличие мощного собственника, готового в случае необходимости внести в компанию средства сверх определенного схемой финансирования объема.

КРЕДИТ ИЛИ ОБЛИГАЦИОННЫЙ ЗАЕМ?

На сегодняшний день основным источником финансирования проектных и строительных компаний являются банковские кредиты. Финансирование проектов зачастую осуществляется по принципу: один проект – один кредитор. При этом взаимоотношения кредитора и девелопера налажены за счет совместной реализации большого числа проектов.

Встречаются случаи, когда строительные компании привлекают средства на облигационном рынке. Но это зачастую единичные случаи. Популярность облигаций у строителей сильно снизилась после кризиса, когда большое количество эмитентов из строительного сектора были вынуждены реструктуризировать свои займы или допустили дефолты, не сумев договориться с держателями бумаг.

Низкая активность на облигационном рынке проектных и строительных компаний обусловлена более комфортными условиями сотрудничества с банками. Строительный сектор – довольно закрытый сегмент, поэтому его участники предпочитают раскрывать более-менее полную информацию о себе нескольким банкам, чем регулярно публиковать свою отчетность и прочие необходимые данные. Кроме того, в случае появления сложностей при реализации проекта строительной компании легче договориться с одним кредитором, чем с большим количеством держателей бумаг.

Все же главным ограничением для строительных компаний является невысокий спрос на их долговые бумаги со стороны инвесторов. Во-первых, для попадания в список А1 Московской Биржи компаниям необходимо иметь очень высокий кредитный рейтинг, которому далеко не все строительные компании могут соответствовать. Во-вторых, жесткие условия формирования Ломбардного списка ЦБ не позволяют попадать в него подавляющему количеству строительных компаний, что существенно снижает привлекательность бумаг для инвесторов.

ЛОМБАРДНОЕ ОГРАНИЧЕНИЕ

Сегодня порядок формирования Ломбардного списка ориентирован в первую очередь на крупный бизнес и банковский сектор, в связи с чем в списке представлены только крупнейшие компании и банки. Ключевым критерием при попадании в Ломбардный список является наличие рейтинга кредитоспособности от Standard & Poor's, Fitch или Moody's.

Тем не менее существует ряд средних по размеру компаний, кредитоспособность которых находится на достаточном уровне для включения их в Ломбардный список. Для таких организаций получить рейтинг в иностранных агентствах сложно в силу высокой стоимости, часто из-за отсутствия консолидированной отчетности по международным стандартам.

Однако не стоит забывать, что расширение Ломбардного списка ЦБ за счет компаний, имеющих кредитные рейтинги российских агентств, позволит стимулировать развитие российского облигационного рынка, а также откроет доступ к ликвидности не только строительным компаниям, но и всему среднему бизнесу.