

«Приходилось снова и снова открещиваться от клише, связанного с нашим названием»



◀ **Мария АРГУНОВА,**
первый заместитель генерального директора
по экономике и финансам, ГУП «ЖКХ РС (Я)»

В начале августа 2019 года государственное унитарное предприятие «Жилищно-коммунальное хозяйство Республики Саха (Якутия)» разместило дебютный выпуск биржевых облигаций в объеме 3 млрд рублей. Квартальный купон на уровне 12.5% годовых вызвал интерес у институциональных инвесторов, а также пришелся по вкусу физическим лицам. О том, насколько непросто было преодолеть рыночные стереотипы и какие возможности открылись предприятию в процессе подготовки к размещению, Cbonds Review рассказала первый заместитель генерального директора по экономике и финансам ГУП «ЖКХ РС (Я)» Мария Аргунова.

— Начнем с того, как вы, собственно, пришли к идее заимствования на публичном рынке. Вам выдали директиву в профильном министерстве или же идея исходила от самого предприятия? Кроме того, у ГУП «ЖКХ РС (Я)» уже был опыт размещения облигаций, но публичного обращения по ним практически не было. Что изменилось?

— Да, опыт размещения облигаций у предприятия уже был, но эти бумаги были выпущены под определенного инвестора, с коротким сроком обращения. Поэтому первым опытом публичного размещения можно считать вексельную программу, реализованную с 2017 года по середину 2019-го. Всего было выпущено и погашено обязательств на

сумму 4.6 млрд рублей. Эти краткосрочные заимствования были обусловлены, во-первых, отсутствием залога, а во-вторых — оперативностью совершения сделки в отличие от банковского кредитования. Банки же кредитуют не столь охотно, поскольку им в первую очередь требуется ликвидный залог, а наши основные средства — источники теплогенерации, — хотя и являются ключевыми объектами жизнеобеспечения региона, кредитным организациям не интересны.

При этом еще в 2016 году в целях финансового оздоровления предприятия правительством республики был утвержден план мероприятий, в рамках которого стояла задача по привлечению долгосрочных

заемных средств для снижения долговой нагрузки и кредиторской задолженности. Размещение биржевых облигаций стало своего рода итогом проделанной работы, позволив за счет погашения коротких кредитов Сбербанк не только увеличить общую длину наших пассивов, но и досрочно высвободить государственную гарантию на 1.2 млрд рублей. С позиции собственника — это крайне необходимая возможность кредитования тех предприятий региона, чей кредитный профиль недоотягивает до высоких банковских стандартов.

— Но не означает ли это, что в планах государства стоит задача постепенно «стрихнуть» вас как заемщика со своей спины, тем более что размещение показало: определенный рыночный спрос на ваши обязательства есть?

— Республика Саха (Якутия) является одной из самых сложных зон с точки зрения ценообразования в нашей сфере. Экстремальные холода, обширная территория, низкая плотность населения, транспортная труднодоступность — все это представляет собой ряд факторов, препятствующих формированию доступной ценовой среды. Данные факторы, безусловно, оказывают влияние на размеры экономически обоснованных тарифов, которые в арктических и северных районах республики являются «неподъемными» для населения. Невозможность доведения тарифов для населения (а предприятия региона, к слову, платят, по полному тарифу) до экономически обоснованных вынуждает государство субсидировать выработку и передачу тепла для населения. Более того, в состав субсидий (а это, по сути, разница между экономически обоснованными тарифами и тарифами для населения) включается не только себестоимость в чистом виде, но также расходы на разработанную совместно с властями региона инвестпрограмму, компенсация большей части процентов по кредитам и собственно средства на погашение долга в соответствии с графиком платежей. В текущих условиях уменьшение финансирования деятельности предприятия со стороны государства напрямую будет означать либо рост тарифов (а это регламентируется в том числе на федеральном уровне и, как выше отмечено, практически невозможно ввиду ограниченных финансовых возможностей населения), либо выльется в необходимость дополнительного субсидирования разницы в процентных ставках. Ведь тарифы и субсидии тесно связаны между собой, по сути, это две чаши одних весов. В против-

ном случае наша деятельность окажется убыточной, что неминуемо скажется на качестве и бесперебойности обеспечения региона столь необходимым ему теплом. Таким образом, полностью отказаться от финансовой поддержки государства в той или иной форме в ближайшей перспективе невозможно. Другое дело, что вследствие модернизации производственных активов, оптимизации топливных и транспортных расходов, снижения общих издержек, способствующих улучшению кредитного качества предприятия, и в конечном счете расширения числа его кредиторов государство получит возможность высвободить и перенаправить часть своих ресурсов на развитие других предприятий региона. Но это довольно долгий и сложный путь. Опять же, привлечение средств с публичного рынка должно быть экономически эффективным. Сейчас мы замещали старые кредиты, выданные по существенно более высоким ставкам, нежели текущий облигационный заем. Но за последний год, в том числе благодаря работе по размещению облигаций, средняя ставка по нашему портфелю банковских кредитов ощутимо снизилась. Хотя мы и ГУП, но экономика должна быть экономной. Другими словами, если публичный рынок позволит занимать дешевле, мы этим воспользуемся. Не позволит — будем использовать внутренние ресурсы.

— В процессе подготовки к размещению вам пришлось вновь пройти процедуру рейтингования у агентства «Эксперт РА». Конечный рейтинг получился довольно высоким (ВВВ, прогноз «стабильный»). Не было ли страшно настолько открываться? Вы все-таки ГУП, что часто ассоциируется с довольно закрытой структурой.

— Вся деятельность ГУП подконтрольна и подотчетна государству как основному собственнику, а значимость статуса одного из крупнейших поставщиков тепла в регионе накладывает и определенные социальные обязательства. Тарифы, затраты, кредиты, инвестпрограмма — все разрабатывается, обсуждается и согласовывается с профильными ведомствами, да еще и постоянно проверяется счетной палатой. Кроме того, благодаря сотрудничеству с ЕББР предприятие уже имело отчетность по МСФО, так что было с чего начать. Вдобавок, прежде чем приступить к рейтингованию, мы провели консультации с организатором займа и отчасти были уверены в достойной оценке. Сказались и те мероприятия, которые за последние три года мы проводили в рамках оптимизации и

■ ■ ■
ОСНОВНАЯ НАША
ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ —
ПРОИЗВОДСТВО И
ПЕРЕДАЧА ТЕПЛА,
ПРИЧЕМ В РЕГИОНЕ, ГДЕ
ИЗ-ЗА КЛИМАТИЧЕСКИХ
ОСОБЕННОСТЕЙ ЭТО
ВОПРОС ВЫСОЧАЙШЕГО
ПРИОРИТЕТА

повышения эффективности своих операционных расходов. Они, безусловно, положительно сказались на наших производственных и финансовых показателях.

Хотя текущая методология рейтинговых агентств не подразумевает отдельного подхода для оценки унитарных предприятий и практически не учитывает отраслевые особенности теплогенерирующих компаний, взгляд «Эксперт РА» в первую очередь на нашу долговую нагрузку был очень полезным с точки зрения дальнейшего общения с инвесторами. В частности, агентство совершенно справедливо отнесло долгосрочные кредиты Минфина не к долгу, а к квазикапиталу, апеллируя к фактически материнскому по отношению к нам статусу кредитора, а также к пониженным ставкам и регулярным пролонгациям подобных кредитов. «Эксперт РА» проявило подобающий консерватизм в отношении краткосрочных кредитов. Но по большому счету, мы также регулярно получаем их несколькими траншами в год для закупки топлива. Признание регулярных субсидий в качестве выручки, как это отражено в МСФО, также считаем абсолютно справедливым, так как размер субсидий есть прямая производная от объема поставленного тепла. В итоге только эти два момента позволяют нам позиционировать себя как компанию с весьма умеренной долговой нагрузкой. В частности, по итогам 2018 года скорректированный показатель «чистый долг/ЕБИТДА» находился на уровне 2 (по РСБУ). С учетом ежегодного роста выручки — как за счет индексации тарифов, так и новых подключений — и консервативного подхода к объему новых заимствований по итогам текущего года мы ожидаем дальнейшего снижения данного показателя.

— С учетом инвестиционного уровня рейтинга и текущей долговой нагрузки итоговый купон в 12.5% может показаться завышенным. По вашему мнению, в чем причина?

— Начну с того, что, исходя из целей размещения и предварительного мониторинга рынка, мы были готовы к такому уровню. Более того, в рамках букбилдинга благодаря переподписке удалось снизить ставку купона на 25 б.п. И это неплохо, учитывая, что буквально на каждой встрече с потенциальными

крупными инвесторами приходилось снова и снова открещиваться от клише, связанного с нашим названием. Видимо, ЖКХ для Москвы — это очень большой вопрос. Да, мы действительно, даже на законодательном уровне относимся к сегменту ЖКХ, но основная наша деятельность — производство и передача тепла, причем в регионе, где

■ ■ ■ В НАШИХ ПЛАНАХ СТОИТ ДАЛЬНЕЙШАЯ РАБОТА С ИНВЕСТОРАМИ, ЦЕЛЬ КОТОРОЙ — РОСТ ИНТЕРЕСА К НАШИМ ОБЛИГАЦИЯМ И СНИЖЕНИЕ СТОИМОСТИ ДОЛГА

из-за климатических особенностей это вопрос высочайшего приоритета. Когда начинаешь рассказывать, что мы являемся одной из крупнейших теплогенераций республики, покрывающей 75% территории, на минуточку, крупнейшего субъекта Российской Федерации, видно, как меняется выражение лиц и появляется интерес. Но одного просвещения, увы, недостаточно. С учетом того, насколько сейчас зарегулирована деятельность банков, УК и прочих крупных участников рынка, им довольно сложно найти подход к нестандартному как в плане отчетности, так и в целом по характеру деятельности предприятию. Заполняя стандартные скоринговые модели, принятые на вооружение в подразделениях анализа рисков, отнюдь не каждый возьмет на себя ответственность отклониться от стандартных показателей. Так, нам неоднократно указывали на низкую рентабельность. Но она и не может быть большой, мы все-таки унитарное предприятие, не ведущее коммерческой деятельности, вдобавок субсидируемое. Важнее то, что рентабельность есть, что мы не работаем в убыток, а напротив,

год от года поддерживаем предприятие в плюсе, несмотря на изменчивую ситуацию со стоимостью энергоресурсов. Для себя мы даже провели анализ рентабельности с близкими по структуре выручки компаниями, результат был скорее в нашу пользу. Так что, наверное, если потратить существенно больше времени на маркетинг, можно было бы добиться и более низкой доходности. Но мы и не собираемся останавливаться на достигнутом.

В наших планах стоит дальнейшая работа с инвесторами, цель которой — рост интереса к нашим облигациям и снижение стоимости долга. Одна из ключевых задач — повышение кредитного рейтинга как минимум до уровня ВВВ+, что снимет ограничения для вложения средств такой важной категории инвесторов, как пенсионные фонды. Обсуждается и привлечение еще одного рейтингового агентства. В будущем это позволит не только снизить общую стоимость заимствования для компании, но и расширить присутствие ЖКХ РС (Я) на рынке облигаций посредством размещения нового, более масштабного выпуска или программы облигаций, если это, конечно, будет экономически эффективно.

— Вы оговорились: «экономически эффективно». Для предприятия, так или иначе постоянно испытывающего потребность в долговом финансировании, что имеется в виду?

— Мы прекрасно понимаем, что публичный долговой рынок сам по себе довольно изменчив и вдобавок чувствителен к внешним факторам. К тому же, как мы поняли, идет постоянный процесс ужесточения требований к качеству активов его ключевых участников — банков, пенсионных фондов и страховых компаний. В результате вполне может сложиться ситуация, когда стоимость банковского кредитования будет ниже. К месту сказать, что работа, проделанная в процессе размещения, в том числе в плане повышения публичности, уже благоприятно сказалась на стоимости наших банковских кредитов. Более того, к нам пришли новые банки, в том числе и те, кто по каким-то причинам не смог или не успел поучаствовать в размещении облигаций. Для нас это очень хорошо и в будущем позволит сделать более взвешенный выбор. ©