

5 июня 2020

Государственная компания «Российские автомобильные дороги»

Ведущие аналитики:

Илья Макаров, директор
+7 (495) 139-0480, доб. 220
ilya.makarov@acra-ratings.ru

Денис Красновский, старший аналитик
+7 (495) 139-0489, доб. 188
denis.krasnovskiy@acra-ratings.ru

Краткая информация о компании

Ключевые факторы рейтинговой оценки

Компоненты кредитного рейтинга	
ОСК	Отсутствует
Поддержка	
Государственная поддержка	Паритет с РФ минус 2 ступени
Кредитный рейтинг	AA(RU)

[Государственная компания «Российские автомобильные дороги»](#) (далее — Компания, «Автодор») — крупнейший в России оператор платных скоростных автомагистралей общей протяженностью 1 459 км, что составляет 43% всех федеральных дорог под управлением Компании (3 412 км). «Автодор» является государственным заказчиком по проектированию, строительству и эксплуатации скоростных автомобильных дорог и реализует правительственные решения по формированию транзитных дорожных коридоров «Север — Юг» и «Запад — Восток» на территории РФ.

Кредитный рейтинг «Автодора» установлен на уровне «паритет с РФ минус две ступени» и обусловлен очень сильным влиянием государства на деятельность Компании: государство в лице представителей органов исполнительной и законодательной власти, входящих в наблюдательный совет «Автодора», осуществляет полный операционный и финансовый контроль над Компанией. Деятельность Компании в сфере доверительного управления и организации строительства и реконструкции автомобильных дорог федерального значения полностью субсидируется за счет средств федерального бюджета.

Дисконт в размере двух ступеней обусловлен уровнем системной значимости Компании, который оценивается как высокий, но не максимально возможный в силу того, что строительство и эксплуатация платных автомагистралей не является критически важным элементом развития транспортной сети РФ, поскольку для платных магистралей существует бесплатная альтернатива.

В то же время АКРА ожидает повышения экономической и системной значимости Компании для государства в долгосрочной перспективе по мере роста числа платных дорог, их доступности и удобства для пользователей. В настоящий момент уровень системной значимости, учитывающий влияние на бюджетную систему и социальную сферу, сдерживается ограниченным объемом перевозок по платным дорогам по сравнению с совокупным объемом перевозок: протяженность дорог под управлением «Автодора» составляет только 6% всех федеральных дорог в РФ. Размер платы, собираемый с пользователей платных автомагистралей, не является существенным для пополнения бюджета государства. На сегодняшний момент уровень системной значимости «Автодора», по мнению АКРА, несопоставим с уровнем системной значимости таких компаний, как ПАО «Газпром» ([рейтинг АКРА — AAA \(RU\), прогноз «Стабильный»](#)) или ОАО «РЖД» ([рейтинг АКРА — AAA\(RU\), прогноз «Стабильный»](#)).

Высокая системная значимость. Компания была создана на основании отдельного Федерального закона № 145-ФЗ от 17.07.2009 «О государственной компании "Российские автомобильные дороги"» с целью реализации широкого спектра задач, в том числе:

1. соединение скоростными автомобильными дорогами шести агломераций, а также двух крупнейших портов России;
2. широкомасштабное привлечение частных инвестиций и переход к новой системе контрактных отношений;
3. повышение качества жизни населения страны за счет улучшения транспортной доступности;
4. повышение безопасности движения автомобильного транспорта по сети автомобильных дорог РФ;
5. повышение конкурентоспособности отраслей экономики РФ на мировых рынках за счет снижения транспортной составляющей в конечной цене продукции.

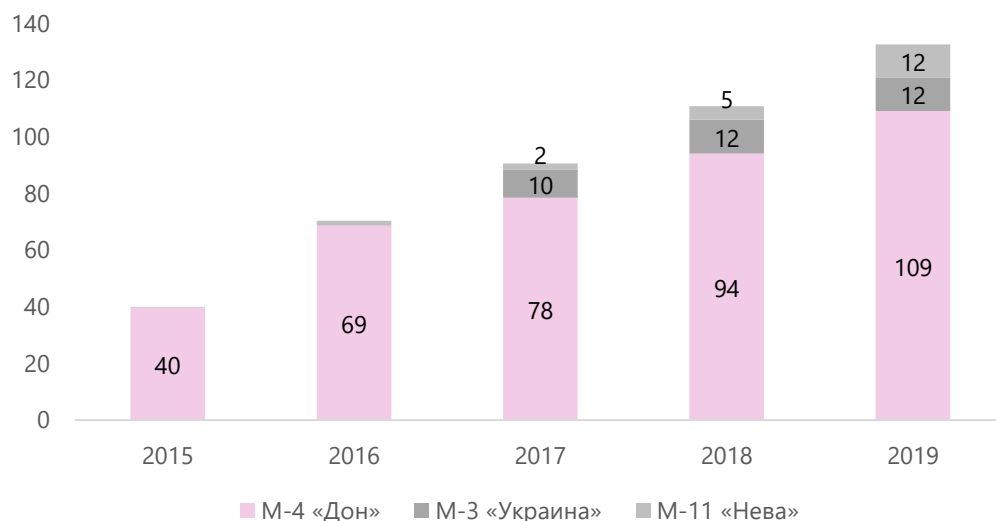
Ключевой игрок по развитию основных направлений платной дорожной сети. Компания является государственным заказчиком по проектированию, строительству и эксплуатации скоростных автомобильных дорог и реализует правительственные решения по формированию транзитных дорожных коридоров «Север — Юг» и «Запад — Восток» на территории РФ.

Крупнейший оператор платных дорог. На сегодняшний день «Автодор» — крупнейший в России оператор платных скоростных автомагистралей общей протяженностью 1 459 км, что составляет 43% всех федеральных дорог под управлением Компании (3 412 км).

Согласно программе деятельности «Автодора», утвержденной распоряжением Правительства РФ от 21.01.2020 №44-р, общая протяженность федеральных дорог под управлением «Автодора» к 2024 году должна составить 4 679 км, а общий объем средств, связанных с деятельностью Компании в сфере доверительного управления, в 2020–2024 годах составит 1,155 трлн руб.

Рост системной значимости для экономики РФ в долгосрочной перспективе. Несмотря на то что уровень системной значимости Компании для экономики в настоящий момент носит ограниченный характер, в перспективе он будет расти по мере увеличения числа пользователей платных дорог и роста их сети на наиболее перспективных для государственных и коммерческих интересов направлениях.

Рисунок 1. Число проездов через пункты взимания платы на платных участках дорог под управлением «Автодора», млн в год



Источник: данные Государственной компании «Российские автомобильные дороги»

Существенное влияние дефолта на экономику. Потенциальный дефолт Компании может нести как репутационные риски для государства, так и риски для государственного бюджета, поскольку невыполнение концессионных соглашений может повлечь за собой необходимость выплат компенсаций концессионерам.

Очень сильное влияние государства. Государство является единственным учредителем Компании и осуществляет полный операционный и финансовый контроль за ее деятельностью, а в состав наблюдательного совета «Автодора» — высшего органа управления Компании — входят представители различных государственных ведомств (в том числе представители Министерства транспорта, Счетной палаты, Совета Федерации, Министерства финансов).

Государство определяет стратегию развития и полностью контролирует Компанию. Наблюдательный совет осуществляет оперативное управление Компанией и утверждает ее стратегию и программу развития, которые согласовываются правительством и ложатся в основу деятельности Компании.

Федеральный бюджет — главный источник финансирования. Основным источником финансирования деятельности «Автодора» выступает федеральный бюджет, а также средства государственных фондов. При этом согласно сложившейся в Компании практике, проекты с высокой капиталоемкостью или социальной значимостью финансируются в большей степени государственным бюджетом при меньшем вовлечении частного капитала. Решение о привлечении рыночного финансирования принимается только после согласования расходов федерального бюджета.

Возможности получения «Автодором» экстраординарного бюджетного финансирования ограничены: пересмотр программы развития Компании занимает достаточно длительное время и сопряжен с необходимостью внесения изменений в федеральный бюджет. Компания может переносить часть затрат на будущие периоды, при этом невыбранная субсидия переносится соответствующим образом.

В Компании наблюдается постепенный рост доходов от осуществления деятельности по доверительному управлению, основная часть которых формируется доходами от сбора платы за проезд транспортных средств, увеличившимися с 12,5 млрд руб. в 2018 году до 18,3 млрд руб. в 2019-м (+46%). Наряду с субсидиями из федерального бюджета сбор платы за проезд является источником финансирования исполнения обязательств по обслуживанию и погашению облигационных займов Компании.

Ключевые допущения

- сохранение объемов выделяемых субсидий из федерального бюджета;
- обслуживание долговых обязательств Компании за счет средств федерального бюджета (основной долг и не более 50% купонных выплат).

Факторы возможного изменения прогноза или рейтинга

«**Стабильный**» прогноз предполагает с наиболее высокой долей вероятности неизменность рейтинга на горизонте 12–18 месяцев.

К позитивному рейтинговому действию может привести:

- повышение системной значимости Компании для государства и существенное расширение ее функционала.

К негативному рейтинговому действию могут привести:

- значительное снижение объема выделяемых бюджетных субсидий, в частности средств на обслуживание долговых обязательств;
- снижение уровня системной значимости Компании, в частности перераспределение ее функций на других участников рынка.

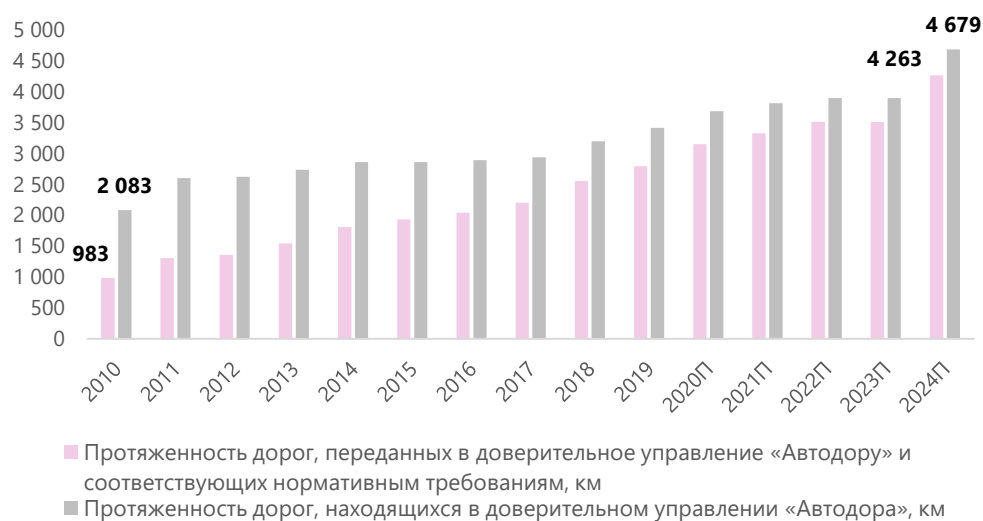
Оценка собственной кредитоспособности (ОСК)

ОСК «Автодора» не производилась в силу невозможности оценить финансовый риск-профиль Компании, учитывая особенность отражения в финансовой отчетности финансовых обязательств в рамках концессионных соглашений: обслуживание кредитных обязательств «Автодора» всецело зависит от государственного финансирования.

Отраслевой риск-профиль. «Автодор» осуществляет деятельность в сфере инфраструктурного строительства, которая, согласно методологии АКРА, характеризуется очень высоким риском.

Рыночная позиция. «Автодор» является единственным оператором по управлению сети федеральных дорог общей протяженностью 3 412 км, что составляет лишь 6% от общей протяженности федеральных дорог в России (56 тыс. км). В то же время Компания является государственным заказчиком по строительству и реконструкции сети федеральных дорог и реализует стратегические цели, поставленные Правительством РФ, а именно стать глобальным инфраструктурным инвестиционным холдингом, в том числе занимающимся привлечением инвестиций в строительство автодорожной инфраструктуры страны. В перспективе до 2024 года протяженность дорог федерального значения под управлением Компании должна вырасти примерно до 4,7 тыс. км.

Рисунок 2. Динамика протяженности автодорог под управлением «Автодора»



Источник: распоряжение Правительства РФ от 21.01.2020 №44-р

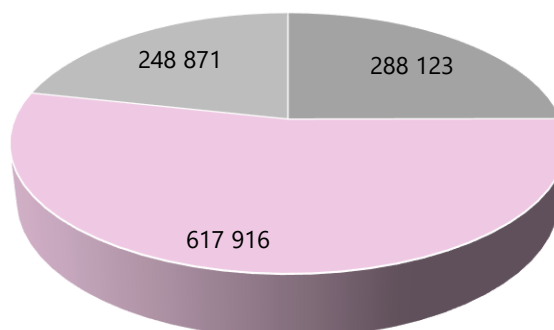
Бизнес-профиль. Компания обладает достаточно большим опытом строительства дорожной инфраструктуры в качестве заказчика и оператора сети таких федеральных трасс, как М-1 «Беларусь», М-3 «Украина», М-4 «Дон», М-11 «Нева» и А-105 (подъездная дорога к аэропорту «Домодедово»). Также «Автодор» осуществляет строительство Центральной кольцевой автодороги (ЦКАД) в Московской области и новой скоростной трассы М-12 «Москва — Нижний Новгород — Казань». Программа деятельности Компании рассчитана на долгосрочный период. Важно отметить, что «Автодор» не осуществляет строительство и реконструкцию автодорог самостоятельно, а всецело зависит от субподрядных организаций.

Географическая диверсификация. Компания реализует проекты в наиболее развитых регионах России (Москва, Санкт-Петербург), при этом сеть федеральных автодорог под управлением Компании отличается наибольшей интенсивностью трафика движения.

Уровень корпоративного управления определяется следующими факторами:

Стратегия управления. Стратегия управления характеризуется долгосрочным характером планов развития Компании, которые являются частью более масштабной стратегии государства по развитию дорожного хозяйства до 2030 года. Программа деятельности Компании утверждается распоряжением Правительства РФ. Последнее распоряжение от 21.01.2020 №44-р утверждает программу деятельности Компании до 2024 года, согласно которой общая протяженность федеральных дорог под управлением «Автодора» к 2024 году должна составить 4 679 км. Общий объем средств, связанных с деятельностью Компании в сфере доверительного управления, в 2020–2024 годах составит 1,155 трлн руб.

Рисунок 3. Объем средств на доверительное управление «Автодора» в 2020–2024 годах, млн руб.



- Субсидии на организацию деятельности по доверительному управлению, млн руб.
- Субсидии на строительство и реконструкцию, млн руб.
- Доходы от доверительного управления, млн руб.

Источник: распоряжение Правительства РФ от 21.01.2020 №44-р

Управление рисками. В деятельности Компании отсутствуют проактивные стратегии и инструменты по хеджированию финансовых и операционных рисков.

Структура управления. «Автодор» характеризуется прозрачной структурой управления. Высшим органом управления является наблюдательный совет. Широкое представительство в его составе органов исполнительной и законодательной власти, а также надзорных органов (в лице Счетной палаты) обеспечивает систему сдержек и противовесов при принятии важных решений в деятельности Компании.

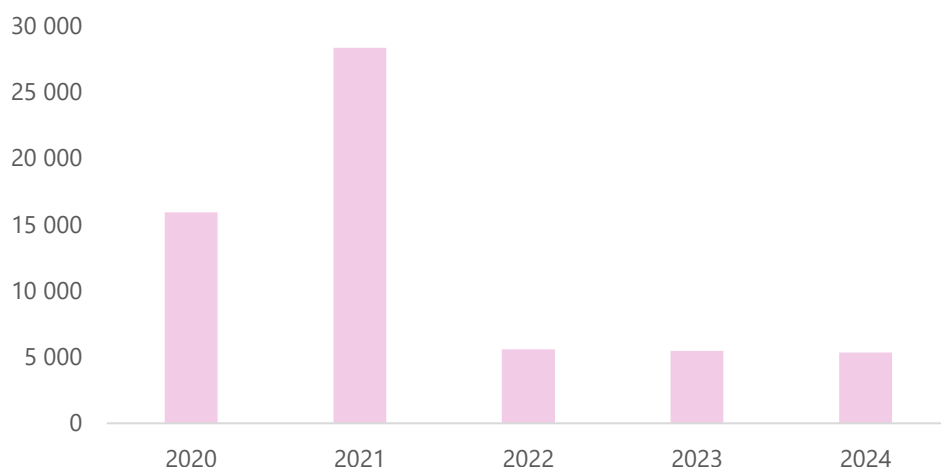
Структура Группы. Структура «Автодора» достаточно понятна. Деятельность в рамках Компании разделена по основным направлениям, за которые отвечают девять дочерних компаний, занимающихся обеспечением деятельности «Автодора», в том числе сбором платы за проезд по платным дорогам, управлением недвижимостью, сопровождением инвестиционных проектов и др.

Финансовая прозрачность. «Автодор» публикует аудированную отчетность по стандартам МСФО на регулярной основе. Кроме того, Компания готовит презентации для инвесторов.

Долговая нагрузка и обслуживание долга

Прямые заимствования «Автодора» представлены облигационными займами, общий объем которых на 31.12.2019 составил 166,1 млрд руб. Из них около 60% размещены за счет средств Фонда национального благосостояния по сниженной ставке купона и с комфортным графиком погашения (ближайший год погашения — 2042-й). Согласно действующей программе деятельности Компании до 2024 года, общий объем ее облигационного портфеля может достигнуть 268,5 млрд руб. 40% кредитного портфеля «Автодора» — рыночные облигационные займы со ставкой купона от 7,11 до 10,25%, размещение которых состоялось в 2016–2019 годах.

Рисунок 4. График погашений и выплаты процентов по действующему облигационному портфелю «Автодора», млн руб.

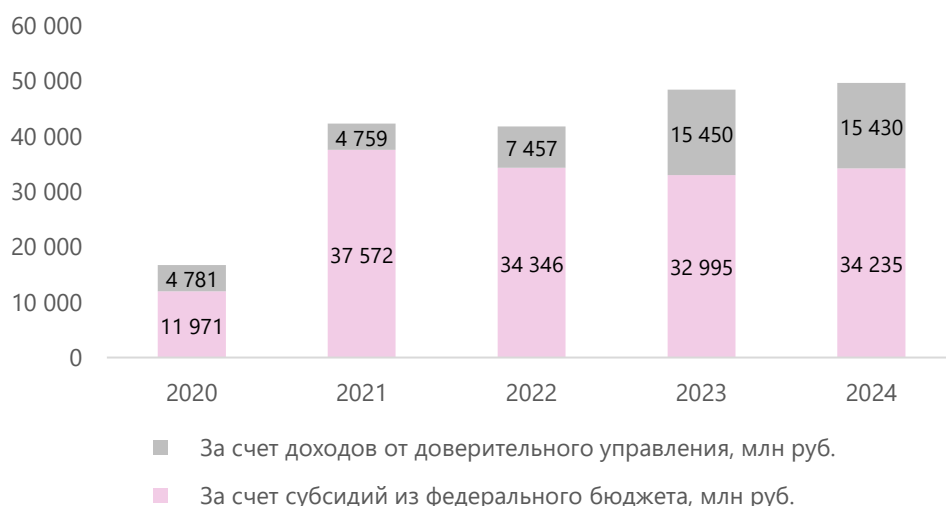


Источник: данные Государственной компании «Российские автомобильные дороги», расчеты АКРА

Помимо облигационных займов, «Автодор» имеет краткосрочные и долгосрочные обязательства по инвестиционным и концессионным соглашениям на общую сумму 55 млрд руб.

В соответствии с программой деятельности Компании, исполнение большей части обязательств по выпущенным и планируемым к выпуску облигационным займам будет осуществляться за счет субсидий из федерального бюджета, а также за счет доходов от доверительного управления, основную часть которых формируют платежи за проезд по платным автодорогам.

Рисунок 5. Источники исполнения обязательств по обслуживанию и погашению облигационных займов «Автодора»



Источник: распоряжение Правительства РФ от 21.01.2020 №44-р

Ликвидность

Агентство отмечает адекватный уровень ликвидности «Автодора»: по состоянию на 01.04.2020 объем денежных средств составил 14,9 млрд руб. Совокупный объем расходов «Автодора» за период с 2020-го по 2024 год оценивается в 1,57 трлн руб. Такой объем расходов Компании полностью покрывается источниками финансирования, большая часть из которых представлена средствами федерального бюджета.

Рейтинги выпусков

[Облигации Государственной компании «Российские автомобильные дороги» биржевые процентные неконвертируемые документарные на предъявителя, серия БО-002Р-03 \(RU000A100B40\)](#), срок погашения — 23.04.2021, объем эмиссии — 10 000 000 000 руб., — **AA(RU)**.

[Облигации Государственной компании «Российские автомобильные дороги» биржевые процентные неконвертируемые документарные на предъявителя, серия БО-002Р-04 \(RU000A100MV5\)](#), срок погашения — 25.02.2021, объем эмиссии — 8 300 000 000 руб., — **AA(RU)**.

[Облигации Государственной компании «Российские автомобильные дороги» биржевые процентные документарные на предъявителя, серия БО-002Р-05 \(RU000A1017H9\)](#), срок погашения — 12.12.2029, объем эмиссии — 27 280 200 000 руб., — **AA(RU)**.

Обоснование. Эмиссии являются старшим необеспеченным долгом Государственной компании «Российские автомобильные дороги». По причине отсутствия структурной и контрактной субординации выпусков АКРА оценивает эти облигации как равные по очередности исполнения другим существующим и будущим необеспеченным и несубординированным обязательствам Компании. Агентство ожидает, что в соответствии с программой деятельности «Автодора» в редакции распоряжения Правительства РФ от 21.01.2020 №44-р, по облигационным займам, привлеченным для финансирования ускоренной реализации проекта строительства скоростной автомобильной дороги М-11 «Нева», погашение основного долга (номинала облигаций) планируется осуществить за счет средств субсидий из федерального бюджета. При этом купонные выплаты по эмитируемым облигациям не более чем на 50% планируется обеспечить также за счет средств субсидий из федерального бюджета.

В соответствии с методологией АКРА, кредитные рейтинги эмиссий приравниваются к кредитному рейтингу [Государственной компании «Российские автомобильные дороги»](#) — AA(RU).

Регуляторное раскрытие

Кредитные рейтинги Государственной компании «Российские автомобильные дороги» и облигационных выпусков Государственной компании «Российские автомобильные дороги» (RU000A100B40, RU000A100MV5, RU000A1017H9) были присвоены по национальной шкале для Российской Федерации на основе [Методологии анализа взаимосвязи рейтингуемых лиц с государством](#), а также [Основных понятий, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности](#). При присвоении кредитных рейтингов указанным выпускам также использовалась [Методология присвоения кредитных рейтингов отдельным выпускам финансовых инструментов по национальной шкале для Российской Федерации](#).

Впервые кредитные рейтинги Государственной компании «Российские автомобильные дороги» и ее облигационных выпусков (RU000A100B40, RU000A100MV5, RU000A1017H9) были опубликованы АКРА 02.06.2017, 26.04.2019, 26.07.2019 и 24.12.2019 соответственно. Очередной пересмотр кредитного рейтинга и прогноза по кредитному рейтингу Государственной компании «Российские автомобильные дороги», а также кредитных рейтингов облигационных выпусков Государственной компании «Российские

автомобильные дороги» (RU000A100B40, RU000A100MV5, RU000A1017H9) ожидается в течение одного года с даты опубликования пресс-релиза по итогам последнего пересмотра.

Кредитные рейтинги были присвоены на основании данных, предоставленных Государственной компанией «Российские автомобильные дороги», информации из открытых источников, а также баз данных АКРА. Рейтинговый анализ был проведен с использованием консолидированной отчетности Государственной компании «Российские автомобильные дороги» по МСФО. Кредитные рейтинги являются запрошенными, Государственная компания «Российские автомобильные дороги» принимала участие в процессе присвоения кредитных рейтингов.

Факты существенного отклонения информации от данных, зафиксированных в официально опубликованной финансовой отчетности Государственной компании «Российские автомобильные дороги», не выявлены.

АКРА не оказывало Государственной компании «Российские автомобильные дороги» дополнительных услуг. Конфликты интересов в рамках процесса присвоения кредитных рейтингов выявлены не были.

(С) 2020

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Садовническая набережная, д. 75
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.