

29 сентября 2017

## Ведущие аналитики:

Василий Танурков, заместитель  
директора  
+7 (495) 139-0344  
vasillii.tanurcov@acra-ratings.ru

Евгений Обыдов, заместитель  
директора  
+7 (495) 139-0488  
evgeny.obydov@acra-ratings.ru

## АКРА подтвердило RSG International Ltd кредитный рейтинг BB+(RU) и присвоило выпуску облигаций ООО «РСГ-Финанс» кредитный рейтинг BB+(RU)

АКРА подтвердило [RSG International Ltd](#) (далее — Компания, Группа, ГК «КОРТРОС», «КОРТРОС»), холдинговой структуре группы «КОРТРОС», кредитный рейтинг BB+(RU), прогноз «Стабильный», подтвердило кредитные рейтинги выпусков облигаций ООО «РСГ-Финанс» (RU000A0JUAG0, RU000A0JVSA3, RU000A0JWQX7, RU000A0JXN13, RU000A0JWLJ7) на уровне BB+(RU) и присвоило выпуску облигаций ООО «РСГ-Финанс» (RU000A0ZYA74) кредитный рейтинг BB+(RU).

Кредитный рейтинг ГК «КОРТРОС» обусловлен очень высоким отраслевым риском и низкой оценкой показателей обслуживания долга. Вместе с тем ее сильный операционный профиль Компании, высокая рентабельность бизнеса и сильная ликвидность оказывают поддержку уровню ее кредитного рейтинга.

ГК «КОРТРОС» — застройщик жилой недвижимости с широкой географией присутствия (восемь регионов) и высокой диверсификацией проектов по форматам: жилые комплексы комфорт-класса — 80%, бизнес-класса — 16%, элитное жилье — 4%. Компания создана в 2005 году с целью реализации в Екатеринбурге масштабного проекта «Академический» (10 млн кв. м, до 2048 года). В 2016 году Компания заняла 13-е место по объемам ввода жилых площадей среди российских девелоперов, при этом совокупный портфель проектов составляет более 9 млн кв. м. «КОРТРОС» входит в группу «Ренова», доля которой в Компании составляет 75% минус одна акция; 25% плюс одна акция Компании принадлежит президенту ГК «КОРТРОС» Голубицкому В. М.

### Ключевые факторы рейтинговой оценки

**Отраслевой риск оценивается как очень высокий** в связи с выраженной цикличностью отрасли, высоким уровнем просроченной задолженности и значительным количеством компаний, допустивших дефолт на протяжении последних пяти лет. Отраслевая принадлежность является сильным ограничивающим фактором для рейтинга Компании.

**Сильный операционный профиль** обусловлен высокой диверсификацией портфеля проектов и очень сильной географической диверсификацией. Около 20% площадей, ввод которых в эксплуатацию запланирован в период с 2017 по 2019 год, относится к сегментам элитного жилья и жилья бизнес-класса, 80% приходится на комфорт-класс. Компания присутствует в восьми регионах. На столичные регионы (Москву, Подмосковье и Санкт-Петербург) с 2017 по 2019 год придется более 39% ввода площадей, доля Московского региона в EBITDA составляет более 50%. Бизнес характеризуется стабильной структурой сроков и условий реализации: Компании удастся продать большую часть площадей уже к моменту сдачи объекта.

**Средний уровень корпоративного управления** определяется адекватным уровнем стратегического управления, системы управления рисками, структуры управления и структуры Группы, а также высоким уровнем финансовой прозрачности. Компания имеет установленные долгосрочные цели, в том числе в части роста объемов ввода жилья, выхода в новые регионы, показателей долговой нагрузки, рентабельности, объема дивидендных выплат. АКРА отмечает последовательность реализации стратегии ГК «КОРТРОС». По мнению АКРА, существующие элементы системы управления рисками позволяют в значительной

степени контролировать ключевые операционные риски Компании. Агентство отмечает низкий уровень наблюдаемых кредитных, валютных и процентных рисков. Функции финансового риск-менеджмента в Компании регламентируются со стороны группы «Ренова». Структура Группы усложнена, под каждый проект создается отдельное юридическое лицо, однако такая ситуация характерна для отрасли в целом.

**Высокая рентабельность** во многом обусловлена способностью Компании выполнять план продаж, а также стратегией выбора объектов застройки. Целевым ориентиром при выборе проектов с точки зрения рентабельности является IRR (внутренняя норма доходности) не ниже 30%. Особенностью деятельности Компании вне Екатеринбурга является нишевой характер выбора объектов застройки. Объекты ГК «КОРТРОС», вне зависимости от их класса, в большинстве случаев имеют уникальные конкурентные преимущества, что позволяет Группе выполнять план продаж даже в условиях неблагоприятных изменений на рынке жилья, а высокая доля объектов бизнес-класса и элитного жилья в общем объеме объектов, запланированных к вводу в эксплуатацию с 2017 по 2019 год, служит предпосылкой для роста рентабельности.

**Низкие показатели обслуживания долга при средней долговой нагрузке.**

По итогам 2016 года отношение FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам составило 0,74x. В 2017 году АКРА ожидает роста указанного показателя до 1,13x, с 2018 по 2019 год — до 2,22–2,83x. АКРА отмечает, что при расчете данного показателя по итогам 2016 года не учитывался эффект от продажи проекта «Топ-Проджект»; с учетом поступлений от этой сделки показатель отношения FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам в 2016 году составил 2,38x. Отношение общего долга к FFO до чистых процентных платежей по состоянию на 31.12.2016 составило 10,69x, однако в прогнозном периоде по мере роста объемов ввода жилья Агентство ожидает снижения показателя: в 2017 году — до 5,55x, в 2018-м — до 2,81x и в 2019-м — до 2,12x. АКРА отмечает, что с учетом поступлений от продажи «Топ-Проджект» отношение общего долга к FFO до чистых процентных платежей по итогам 2016 года составило 3,32x. Вместе с тем АКРА отмечает, что благодаря значительному объему аккумулированных Компанией свободных денежных средств отношение чистого долга к FFO до чистых процентных платежей составило по итогам 2016 года 3,9x, или 1,21x — с учетом поступлений по сделке с «Топ-Проджект». Агентство ожидает снижения данного показателя в 2017 году до 2,58x, в 2018-м — до 1,02x и в 2019-м — до 0,71x.

**Сильная ликвидность** ГК «КОРТРОС» обеспечивается наличием невыбранных объемов финансовых ресурсов по открытым кредитным линиям на сумму 9,53 млрд руб., а также значительным объемом свободных денежных средств на счетах Компании. Коэффициент текущей ликвидности, по оценкам АКРА, в 2017 году составит 7,6x, в 2018-м — 8x и в 2019-м — 2,4x.

## Ключевые допущения

- выполнение планов строительства и продаж в заявленные сроки;
- в расчетах АКРА были учтены строящиеся объекты и объекты, планируемые к вводу в эксплуатацию согласно текущему финансовому плану Компании, а также планируемая в 2019 году консолидация проекта «Мелькомбинат» и два новых проекта Компании, находящихся на ранней стадии планирования;
- прогнозируемый среднегодовой рост цен реализации квадратного метра в проекте «Академический» (Екатеринбург) на 3,8% в период с 2017-го по 2019-й.

## 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 могут привести:

- рост отношения FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам выше 2,5x;
- улучшение практик корпоративного управления.

### К негативному рейтинговому действию могут привести:

- падение отношения FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам ниже 1,0x;
- снижение средних цен реализации более чем на 10% к 2019 году при сохранении прогнозного темпа роста цен на строительные работы и материалы;
- существенное ухудшение доступа к внешним источникам ликвидности;
- регуляторные изменения, способные оказать существенное негативное влияние на показатели Компании.

## Компоненты рейтинга

**Оценка собственной кредитоспособности (ОСК):** bb+.

**Корректировки:** отсутствуют.

## Рейтинги выпусков

Поручителем по всем выпускам облигаций ООО «PCF-Финанс» является RSG International Ltd. Эмиссия является старшим необеспеченным долгом ГК «КОРТРОС». По причине отсутствия структурной и контрактной субординации выпуска АКРА оценивает эти облигации как равные по очередности исполнения другим существующим и будущим необеспеченным и несубординированным обязательствам Компании. В соответствии с методологией АКРА, уровень возмещения по необеспеченному долгу относится к I категории, в связи с чем кредитный рейтинг эмиссии приравнивается к кредитному рейтингу RSG International Ltd — BB+(RU).

### Ключевые характеристики выпусков

Заемщик	<b>RSG International Ltd</b>
Кредитный рейтинг эмитента	<b>BB+(RU), прогноз «Стабильный»</b>
Фактический эмитент	<b>ООО «PCF-Финанс»</b>
Тип ценной бумаги	<b>Облигации биржевые процентные документарные на предъявителя, 4B02-01-36399-R</b>
Объем эмиссии	<b>3 млрд руб.</b>
ISIN RegS	<b>RU000A0JUAG0</b>
Дата окончания размещения	<b>26.11.2013</b>
Дата погашения	<b>11.11.2025</b>

Заемщик	<b>RSG International Ltd</b>
Кредитный рейтинг эмитента	<b>BB+(RU), прогноз «Стабильный»</b>
Фактический эмитент	<b>ООО «PCF-Финанс»</b>
Тип ценной бумаги	<b>Облигации биржевые процентные документарные на предъявителя, 4B02-02-36399-R</b>
Объем эмиссии	<b>3 млрд руб.</b>
ISIN RegS	<b>RU000A0JVSA3</b>
Дата окончания размещения	<b>22.09.2015</b>
Дата погашения	<b>18.09.2018</b>

Заемщик	<b>RSG International Ltd</b>
Кредитный рейтинг эмитента	<b>BB+(RU), прогноз «Стабильный»</b>
Фактический эмитент	<b>ООО «PCF-Финанс»</b>
Тип ценной бумаги	<b>Облигации биржевые процентные документарные на предъявителя, 4B02-06-36399-R</b>
Объем эмиссии	<b>3 млрд руб.</b>
ISIN RegS	<b>RU000A0JWQX7</b>
Дата окончания размещения	<b>25.08.2016</b>
Дата погашения	<b>22.08.2019</b>

Заемщик	<b>RSG International Ltd</b>
Кредитный рейтинг эмитента	<b>BB+(RU), прогноз «Стабильный»</b>
Фактический эмитент	<b>ООО «PCF-Финанс»</b>
Тип ценной бумаги	<b>Облигации биржевые процентные документарные на предъявителя, 4B02-07-36399-R</b>
Объем эмиссии	<b>3 млрд руб.</b>
ISIN RegS	<b>RU000A0JXN13</b>
Дата окончания размещения	<b>07.04.2017</b>
Дата погашения	<b>01.04.2022</b>

Заемщик	<b>RSG International Ltd</b>
Кредитный рейтинг эмитента	<b>BB+ (RU), прогноз «Стабильный»</b>
Фактический эмитент	<b>ООО «PCF-Финанс»</b>
Тип ценной бумаги	<b>Облигации биржевые процентные документарные на предъявителя, 4B02-10-36399-R</b>
Объем эмиссии	<b>1 млрд руб.</b>
ISIN RegS	<b>RU000A0JWLJ7</b>
Дата окончания размещения	<b>24.06.2016</b>
Дата погашения	<b>18.06.2021</b>

Заемщик	<b>RSG International Ltd</b>
Кредитный рейтинг эмитента	<b>BB+ (RU), прогноз «Стабильный»</b>
Фактический эмитент	<b>ООО «PCF-Финанс»</b>
Тип ценной бумаги	<b>Облигации биржевые процентные документарные на предъявителя, 4B02-03-36399-R</b>
Объем эмиссии	<b>5 млрд руб.</b>
ISIN RegS	<b>RU000A0ZYA74</b>
Дата окончания размещения	<b>15.09.2017</b>
Дата погашения	<b>11.09.2020</b>

## Регуляторное раскрытие

Кредитные рейтинги RSG International Ltd и выпусков облигаций ООО «PCF-Финанс» (RU000A0JUAG0, RU000A0JVSA3, RU000A0JWQX7, RU000A0JXN13, RU000A0JWLJ7, RU000A0ZYA74) были присвоены по национальной шкале для Российской Федерации на основе [Методологии присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации](#) и [Основных понятий, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности](#). При присвоении кредитных рейтингов указанных выпусков также использовалась [Методология присвоения кредитных рейтингов отдельным выпускам финансовых инструментов по национальной шкале для Российской Федерации](#).

Впервые кредитный рейтинг был присвоен RSG International Ltd 21.07.2017. Пересмотр кредитного рейтинга и прогноза по нему был произведен 27.09.2017. Очередной пересмотр кредитного рейтинга ожидается в течение одного года с даты рейтингового действия (27.09.2017).

Впервые кредитный рейтинг выпускам облигаций ООО «PCF-Финанс» (RU000A0JUAG0, RU000A0JVSA3, RU000A0JWQX7, RU000A0JXN13, RU000A0JWLJ7) был присвоен 07.08.2017. Пересмотр кредитного рейтинга по ним был произведен 27.09.2017. Очередной пересмотр кредитного рейтинга ожидается в течение одного года с даты рейтингового действия (27.09.2017).

Кредитный рейтинг был присвоен выпуску облигаций ООО «PCF-Финанс» (RU000A0ZYA74) впервые. Пересмотр кредитного рейтинга ожидается в течение одного года с даты рейтингового действия (27.09.2017).

Раскрытие отступлений от утвержденных методологий: фактор «долговая нагрузка» оценивался с отступлением от диапазона оценки, указанного в методологии.

Кредитный рейтинг был присвоен на основании данных, предоставленных RSG International Ltd и ООО «PCГ-Финанс», информации из открытых источников, а также баз данных АКРА. Кредитный рейтинг является запрошенным, RSG International Ltd и ООО «PCГ-Финанс» принимали участие в процессе присвоения кредитного рейтинга.

Факты существенного отклонения информации от данных, зафиксированных в официально опубликованной финансовой отчетности RSG International Ltd и ООО «PCГ-Финанс», не выявлены.

АКРА не оказывало RSG International Ltd и ООО «PCГ-Финанс» дополнительных услуг. Конфликты интересов в рамках процесса присвоения кредитного рейтинга выявлены не были.

---

(С) 2017

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

[www.acra-ratings.ru](http://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](http://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](http://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 предпринимая 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.