АКРА

Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по международной шкале

2 ноября 2020

Оглавление

1. Область применения методологии 4

2. Источники информации 5

3. Дефолт нефинансовой компании 7

4. Структура рейтингового анализа 7

4.1. Общий алгоритм оценки индикативного рейтинга 8

4.1.1. Оценка субфакторов операционного и финансового профилей 8

4.1.2. Оценка факторов операционного и финансового профилей 9

4.1.3. Описание концепции плавающего взвешивания 9

4.1.4. Присвоение индикативного рейтинга 10

4.2. Общий алгоритм присвоения оценки собственной кредитоспособности 11

4.2.1. Аналитические корректировки 11

4.2.2. Сравнение с группой сопоставимых компаний 12

4.3. Общий алгоритм присвоения кредитного рейтинга 13

5. Подходы, используемые при оценке операционного профиля 14

5.1. Бизнес-профиль 14

5.1.1. Рыночная позиция 14

5.1.2. Регуляторная среда 15

5.1.3. Продуктовая диверсификация 15

5.1.4. Географическая диверсификация 15

5.2. Финансовая политика и корпоративное управление 16

5.2.1. Финансовая политика 16

5.2.2. Корпоративное управление 17

6. Подходы, используемые при оценке финансового профиля 18

6.1. Размер 18

6.2. Рентабельность 19

6.3. Долговая нагрузка 19

6.4. Покрытие 21

6.5. Ликвидность 21

6.6. Денежный поток 23

6.7. Прогнозирование денежных потоков рейтингуемых лиц 24

6.8. Основные показатели финансового профиля 26

7. Присвоение рейтингов долговым инструментам 27

Приложение 1. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: сталелитейная отрасль 28

Приложение 2. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: химическая промышленность 37

Приложение 3. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: нефтегазовая отрасль (интегрированные производители) 46

Приложение 4. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: добыча полезных ископаемых (за исключением нефти и газа) 55

Приложение 5. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: телекоммуникации 63

Приложение 6: Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: розничная торговля 72

Приложение 7. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: пассажирский транспорт..... 81

Приложение 8. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: агропромышленный комплекс 90

Приложение 9. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: регулируемые сетевые компании (электроэнергия, газ) 101

Приложение 10. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: промышленное производство..... 112

Приложение 11. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: услуги 122

Приложение 12. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: жилищное и инфраструктурное строительство..... 131

Ограничение ответственности..... 142

1. Область применения методологии

Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по международной шкале (далее — Методология) Аналитического Кредитного Рейтингового Агентства (Акционерное общество) (далее — АКРА, Агентство) определяет критерии оценки кредитоспособности нефинансовых компаний (далее — рейтингуемое лицо) с целью присвоения кредитных рейтингов по международной рейтинговой шкале АКРА.

При присвоении рейтингов Агентство применяет универсальный подход, описанный в настоящей Методологии, при этом АКРА обеспечивает последовательность и сопоставимость оценок показателей для всех отраслей и юрисдикций.

Агентство не применяет настоящую Методологию при анализе финансовых институтов (в том числе банков, страховых компаний, лизинговых компаний, микрофинансовых организаций, международных кредитных организаций и наднациональных институтов развития), компаний проектного финансирования, организаций, занимающихся преимущественно финансово-посреднической деятельностью, а также суверенных эмитентов. Методология не распространяется на нефинансовые компании, выполняющие технические функции (балансодержатели материальных и финансовых активов и пр.).

Методология не является исчерпывающей и имеет отсылки к ряду других методологий АКРА. Для компаний различных отраслей АКРА применяет различные факторы рейтингового анализа и принципы их оценки, изложенные в приложениях к настоящей Методологии (далее — Отраслевые приложения).

Методология применяется на постоянной основе до утверждения новой редакции методологическим комитетом АКРА.

В целях поддержания настоящей Методологии в актуальном состоянии АКРА осуществляет ее пересмотр и изменение в следующих случаях:

- отступление от настоящей Методологии более трех раз за квартал при выполнении рейтинговых действий;
- необходимость пересмотра на основании результатов мониторинга применения методологий, проводимого методологической группой АКРА;
- выявление несоответствия Методологии требованиям Федерального закона от 13.07.2015 №222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона "О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)" и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации»;
- запрос о немедленном пересмотре Методологии со стороны Службы комплаенса и внутреннего контроля АКРА.

Не позднее одного календарного года с даты последнего пересмотра настоящей Методологии АКРА проводит ее пересмотр в соответствии со своими внутренними документами. В результате пересмотра в Методологию могут быть внесены изменения.

При использовании настоящей Методологии каждый случай отступления от нее документируется и раскрывается АКРА на официальном сайте по адресу www.acra-ratings.ru при опубликовании кредитного рейтинга или прогноза по кредитному рейтингу с указанием причины такого отступления.

При обнаружении в настоящей Методологии ошибок, которые повлияли или могут повлиять на кредитные рейтинги и/или прогнозы по кредитным рейтингам, АКРА проводит ее анализ и пересмотр в соответствии с установленными в АКРА процедурами. Информация о данных действиях и новая версия Методологии направляются в Банк России в установленном им порядке. Если выявленные ошибки оказывают влияние на присвоенные ранее кредитные рейтинги, АКРА раскрывает данную информацию на официальном сайте по адресу www.acra-ratings.ru.

Если планируемые изменения настоящей Методологии являются существенными (например, изменение отдельных факторов и текста Методологии) и оказывают или могут оказать влияние на действующие кредитные рейтинги, АКРА:

1) направляет в Банк России, а также размещает на своем официальном сайте по адресу www.acra-ratings.ru информацию о планируемых изменениях применяемой Методологии с указанием причин и последствий таких изменений, в том числе для кредитных рейтингов, присвоенных в соответствии с данной Методологией;
2) не позднее шести месяцев со дня изменения применяемой Методологии осуществляет оценку необходимости пересмотра всех кредитных рейтингов, присвоенных в соответствии с данной Методологией;
3) в срок не более шести месяцев со дня изменения применяемой Методологии осуществляет пересмотр кредитных рейтингов, если по результатам сделанной оценки выявлена необходимость их пересмотра.

2. Источники информации

В аналитической деятельности АКРА использует как информацию, предоставленную рейтингуемым лицом, так и информацию из других источников. Основные источники информации, используемые АКРА для осуществления рейтингового анализа организаций нефинансового сектора по международной шкале:

1) Информация, предоставляемая рейтингуемым лицом:
   - финансовая отчетность рейтингуемого лица и компаний группы по МСФО, US GAAP или сопоставимым национальным стандартам с аудиторским заключением и примечаниями за последний завершившийся финансовый год и два предыдущих периода;
   - квартальная и полугодовая отчетность рейтингуемого лица и компаний группы по МСФО, US GAAP или сопоставимым национальным стандартам с аудиторским заключением и примечаниями за последний отчетный период и сопоставимые предыдущие периоды;
   - данные управленческой отчетности;
   - эмиссионная документация;
   - ежеквартальные отчеты эмитента ценных бумаг;

- публикации рейтингуемого лица (пресс-релизы, презентации для инвесторов);
- информация, предоставленная в ходе рейтинговой встречи в письменном и устном виде;
- финансовая и операционная модель рейтингуемого лица;
- внутренние методологии и политики рейтингуемого лица;
- информация, предоставленная по запросу АКРА в соответствии с перечнем вопросов по раскрытию информации рейтингуемым лицом для целей присвоения рейтинга, а также другая информация, переданная в ходе рейтингового процесса рейтингуемым лицом (ответы на вопросы Агентства, табличные данные и презентации).

2) Информация из открытых источников:

- данные государственной статистики;
- публикации регулятора юрисдикции, в которой рейтингуемое лицо осуществляет свою деятельность;
- данные из СМИ;
- данные из других источников, имеющие, по мнению АКРА, существенное значение для рейтингового анализа.

3) Внутренняя информация Агентства:

- данные проведенного ранее рейтингового анализа АКРА;
- агрегированные финансовые и операционные показатели других рейтингуемых лиц с учетом аналитических корректировок;
- макроэкономические и отраслевые прогнозы внутренних подразделений АКРА.

Данный список источников не является исчерпывающим.

В случае недостаточности информации для применения Методологии АКРА отказывается от присвоения кредитного рейтинга. В случае выявления недостаточности информации для поддержания существующего кредитного рейтинга АКРА осуществляет отзыв кредитного рейтинга, при этом другие действия в отношении кредитного рейтинга не предпринимаются. Все рейтинговые действия находят свое отражение в рейтинговом пресс-релизе и/или отчете, публикуемым на официальном сайте АКРА.

Достаточность информации определяется возможностью проведения рейтингового анализа в соответствии с общими принципами рейтингового процесса АКРА [1]. Основные критерии достаточности информации:

- возможность количественного и качественного анализа финансово-хозяйственной деятельности рейтингуемого лица;

[1] Изложены в документе «Процедуры осуществления рейтинговых действий и общие принципы рейтингового процесса Аналитического Кредитного Рейтингового Агентства (Акционерное общество)».

- возможность анализа внешних и внутренних факторов риска, которые могут повлиять на кредитоспособность рейтингуемого лица;
- возможность сравнительного анализа с сопоставимыми объектами рейтинга.

В случае ограниченности информации АКРА может принять решение о присвоении кредитного рейтинга с учетом аналитических допущений и корректировок рейтинговых аналитиков. Например, в некоторых случаях специфика деятельности не позволяет рейтингуемому лицу вести исчерпывающую финансовую отчетность по МСФО или US GAAP. В таких случаях при принятии решения о достаточности источников информации финансовые коэффициенты, используемые для оценки кредитоспособности, могут быть скорректированы. Если в качестве основного источника финансовой информации используется отчетность рейтингуемого лица по национальным стандартам, присвоение кредитного рейтинга осуществляется только в случае их сопоставимости со стандартами МСФО или US GAAP и достаточного уровня детализации раскрываемой в данной отчетности информации.

Специфика кредитного анализа подразумевает необходимость корректировки отдельных статей отчетности и соответствующего пересчета финансовых коэффициентов для сопоставимого анализа компаний из разных отраслей и юрисдикций. Таким образом, публикуемые АКРА финансовые показатели могут не всегда соответствовать финансовым показателям в аудированной финансовой отчетности рейтингуемого лица и финансовым коэффициентам, рассчитанным на их основе.

3. Дефолт нефинансовой компании

АКРА определяет дефолт нефинансовой компании в соответствии с Основными понятиями, используемыми Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности.

Кроме того, под дефолтом в рамках настоящей Методологии понимаются все события, приведшие к объявлению дефолта компаниями-кредиторами, включая, помимо прочего, такие события как невыплата в установленный срок и в установленном размере купонного или процентного дохода или основной суммы задолженности по прямому финансовому обязательству или по обязательству, имеющему недвусмысленную, безотзывную и безусловную гарантию нефинансовой компании; случаи нарушения ковенантов, приведшие к последующему объявлению дефолта. К дефолту не относятся случаи технического дефолта, т. е. события, считающиеся событиями дефолта, но устраненные в установленный срок (remedy period).

4. Структура рейтингового анализа

Рейтинговый анализ состоит из трех основных этапов:

1) оценка индикативного рейтинга на основании оценок операционного и финансового профилей;
2) оценка собственной кредитоспособности (далее — ОСК) рейтингуемого лица, производимая на основании индикативного рейтинга с применением аналитических корректировок и сравнения с группой сопоставимых компаний;

3) присвоение кредитного рейтинга на основании ОСК рейтингуемого лица с учетом связи с государством и/или группой.

Основные этапы рейтингового анализа представлены на *Рисунке 1*.

Рисунок 1. Основные этапы рейтингового анализа

Источник: АКРА

4.1. Общий алгоритм оценки индикативного рейтинга

Общий алгоритм оценки индикативного рейтинга состоит из следующих этапов:

- получение оценок отдельных показателей (субфакторов) операционного и финансового профилей;
- получение совокупной оценки блоков показателей (факторов) операционного и финансового профилей;
- получение финальных весов показателей операционного и финансового профилей;
- присвоение индикативного рейтинга.

4.1.1. Оценка субфакторов операционного и финансового профилей

При определении индикативного рейтинга оцениваются операционный и финансовый профили рейтингуемого лица. Каждый профиль состоит из блоков показателей (факторов), которые, в свою очередь, подразделяются на отдельные показатели (субфакторы).

Значительные различия между отраслями требуют обеспечения гибкого подхода в рамках рейтингового анализа. АКРА применяет индивидуальный подход для анализа компаний каждой отрасли, в связи с чем состав субфакторов и их весов индивидуален для каждой индустрии и раскрывается в составе отдельных Отраслевых приложений.

В процессе анализа каждому показателю присваивается оценка по шкале, включающей пять категорий (от 1 до 5). Большее числовое значение категории оценки соответствует негативному влиянию фактора на кредитоспособность рейтингуемого лица, а меньшее — позитивному влиянию.

В некоторых случаях при анализе качественных показателей возможно формальное попадание отдельных характеристик субфактора одновременно в несколько категорий оценки, что особенно характерно для качественных факторов. В данном случае оценка присваивается на основании экспертного мнения, учитывающего наиболее значимые параметры. Границы оценок субфакторов отрасли (в случае если они индивидуальны для конкретной отрасли) раскрываются в составе отдельных Отраслевых приложений.

4.1.2. Оценка факторов операционного и финансового профилей

Состав показателей внутри блоков индивидуален для каждой отрасли, однако для обеспечения сопоставимости в рамках оценки индикативного рейтинга АКРА применяет единый состав факторов, представленный в *Таблице 1*, вне зависимости от отрасли.

Оценка фактора (блока показателей) определяется на основании средневзвешенной оценки субфакторов, входящих в состав данного блока. Веса показателей в рамках блока являются фиксированными, устанавливаются индивидуально для каждой отрасли и перечислены в соответствующих Отраслевых приложениях. Сумма весов показателей в рамках блока составляет 100%.

Таблица 1. Состав факторов в рамках оценки индикативного рейтинга

Профиль	Факторы (блоки показателей)
Операционный профиль	Бизнес-профиль
	Финансовая политика и корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер
	Рентабельность
	Долговая нагрузка
	Покрытие
	Ликвидность
	Денежный поток

Источник: АКРА

4.1.3. Описание концепции плавающего взвешивания

В рамках настоящей Методологии факторам (блокам показателей) присваиваются веса, отражающие их значимость при определении кредитоспособности рейтингуемого лица. АКРА использует методику плавающих весов, согласно которой веса отдельных факторов могут увеличиваться по мере ухудшения их оценок. Финальные веса блоков показателей определяются в несколько этапов:

1) определение базовых весов блоков показателей. Базовые веса блоков показателей отражают принятое соотношение весов, наиболее корректно отражающее

кредитное качество рейтингуемых лиц в обычных условиях их деятельности. Базовые веса блоков показателей устанавливаются индивидуально для каждой отрасли и перечислены в соответствующих Отраслевых приложениях. Сумма базовых весов блоков показателей в рамках одной отрасли составляет 100%;

2) определение мультипликаторов базовых весов блоков показателей. Мультипликаторы базовых весов для блоков показателей долговой нагрузки, покрытия и ликвидности устанавливаются исходя из полученной оценки блока и базового веса в соответствии с *Таблицей 2*. При применении мультипликатора, отличного от 1, мультипликаторы веса прочих блоков, применяемые в рамках оценки индикативного рейтинга, пропорционально снижаются;

Таблица 2. Мультипликаторы для базовых весов факторов финансового профиля

Блок показателей	Оценка блока показателей				
	1	2	3	4	5
Долговая нагрузка	1,0	1,0	1,0	1,5	2,0
Покрытие	1,0	1,0	1,0	1,5	2,0
Ликвидность	1,0	1,0	1,0	3,0	6,0

Источник: АКРА

3) определение финальных весов блоков показателей. Финальные веса блоков показателей определяются путем перемножения базового веса блока на соответствующий мультипликатор. Сумма финальных весов блоков показателей составляет 100%.

4.1.4. Присвоение индикативного рейтинга

При присвоении индикативного рейтинга полученные оценки факторов умножаются на их финальные веса. Полученный скоринговый балл округляется до сотых и транслируется в оценку индикативного рейтинга в соответствии с *Таблицей 3*. В рейтинговой модели нефинансовых компаний используются 17 ступеней — от AAA до CCC/C.

При наличии в структуре группы компаний разных отраслевых направлений оценка индикативного рейтинга может проводиться по смешанному принципу: скоринговый балл, полученный на основании отдельных Отраслевых приложений, взвешивается для получения результирующего скорингового балла рейтингуемого лица в пропорциях, зависящих от вклада каждого направления в общий операционный результат, и транслируется в итоговый индикативный рейтинг.

Таблица 3. Соответствие скорингового балла и индикативного рейтинга

Категория	Рейтинг	Диапазон скорингового балла	Шаг
AAA	**AAA**	[1,00; 1,20)	0,20
AA	**AA+**	[1,20; 1,40)	0,20
	AA	[1,40; 1,60)	0,20
	AA-	[1,60; 1,80)	0,20
A	**A+**	[1,80; 2,00)	0,20

	A	[2,00; 2,20)	0,20
	A-	[2,20; 2,40)	0,20
BBB	**BBB+**	[2,40; 2,60)	0,20
	BBB	[2,60; 2,80)	0,20
	BBB-	[2,80; 3,00)	0,20
BB	**BB+**	[3,00; 3,20)	0,20
	BB	[3,20; 3,40)	0,20
	BB-	[3,40; 3,60)	0,20
B	**B+**	[3,60; 3,80)	0,20
	B	[3,80; 4,00)	0,20
	B-	[4,00; 4,20)	0,20
CCC/C	**CCC/C**	[4,20; 5,00]	0,80

Источник: АКРА

4.2. Общий алгоритм присвоения оценки собственной кредитоспособности

ОСК производится по 19-ступенчатой шкале — от AAA до C. ОСК присваивается на основании индикативного рейтинга.

В рамках присвоения ОСК рейтингуемого лица АКРА оценивает необходимость проведения корректировок полученного индикативного рейтинга в зависимости от юрисдикции, в которой рейтингуемое лицо осуществляет свою деятельность, а также может проводить сравнение с группой сопоставимых компаний.

При присвоении ОСК учитывается математическая сумма корректировок, однако присвоенная ОСК не может отличаться от индикативного рейтинга более чем на шесть ступеней. При присвоении ОСК на базе индикативного рейтинга категории CCC/C базовой ОСК является рейтинг CCC, однако возможно присвоение рейтингов CC и C в соответствии с экспертным мнением.

4.2.1. Аналитические корректировки

Риск юрисдикции

Учет странового риска в рамках настоящей Методологии осуществляется в форме корректировки индикативного рейтинга. При этом количество ступеней корректировки зависит от уровня кредитного рейтинга (кредитной оценки) юрисдикции и индикативного рейтинга. Корректировка за риск юрисдикции определена исходя из следующего принципа: индикативный рейтинг рейтингуемого лица в большинстве случаев не должен быть выше кредитного рейтинга или кредитной оценки страны, в которой рейтингуемое лицо осуществляет свою деятельность.

Число ступеней корректировки за риск юрисдикции определяется экспертно. Риск юрисдикции может включать риски регулирования отдельных отраслей, несовершенство судебной системы и другие риски, возникающие при осуществлении деятельности в конкретной юрисдикции. Применение корректировки может снизить ОСК не более чем на три ступени от индикативного рейтинга.

Риск неблагоприятного события

В ходе рейтингового анализа АКРА учитывает возможность наступления неблагоприятного события, способного привести к резкому снижению фундаментальной кредитоспособности рейтингуемого лица. Примерами таких событий являются:

- сделки рейтингуемого лица на рынке слияний и поглощений;
- ожидаемые сложности при рефинансировании долга или затруднения в финансировании стратегических проектов;
- осуществление программы вынужденной реструктуризации капитала;
- ожидаемые изменения в нормативном регулировании;
- закрытие внешних рынков по независящим от рейтингуемого лица причинам;
- ожидаемый или текущий конфликт акционеров рейтингуемого лица;
- резкие изменения в финансовой политике, например, выплата внеочередных дивидендов или выкуп собственных акций в большом объеме;
- дефолт, реструктуризация или риск разрыва отношений с крупнейшими контрагентами рейтингуемого лица;
- ожидаемый или текущий судебный процесс в отношении рейтингуемого лица.

Данный список не является исчерпывающим. АКРА анализирует каждое подобное событие с точки зрения влияния на индикативный рейтинг рейтингуемого лица в индивидуальном порядке, поскольку воздействие данных событий на операционную деятельность и финансовые показатели рейтингуемого лица может существенно различаться.

Как правило, риски неблагоприятного события оказывают исключительно односторонний понижающий эффект на индикативный рейтинг, при этом Агентство принимает во внимание нейтрализующие факторы, способные смягчить негативное влияние неблагоприятного события. Число ступеней корректировки за риск неблагоприятного события определяется экспертно. Применение корректировки может снизить ОСК не более чем на три ступени от индикативного рейтинга.

4.2.2. Сравнение с группой сопоставимых компаний

Для проведения сравнительного анализа с группой сопоставимых компаний АКРА может использовать данные, предоставленные Агентству другими рейтингуемыми лицами в ходе их рейтинговой оценки, а также данные финансовой отчетности компаний, не имеющих кредитного рейтинга АКРА.

Сравнение с сопоставимыми компаниями осуществляется в части количественных и качественных характеристик. Учитываются как исторические операционные и финансовые показатели, так и внутренние прогнозы АКРА (при наличии). Поскольку основная часть сравниваемых количественных и качественных показателей оценивается независимо от других рейтингуемых лиц, сопоставление необходимо для:

- обеспечения сопоставимости рейтингов и последовательности применения Методологии;
- учета взаимодействия рейтингуемых лиц из одной отрасли и смежных отраслей между собой.

Часть специфических характеристик может не влиять на кредитоспособность рейтингуемых лиц относительно других компаний, в то время как некоторые из них оказывают положительное или отрицательное влияние на ОСК при сравнении с другими компаниями отрасли.

Наличие у рейтингуемого лица преимуществ перед сопоставимыми компаниями (например, исключительное неоспоримое лидерство по себестоимости или исключительно низкий уровень долговой нагрузки в рамках отрасли) может положительно повлиять на ОСК. В то же время выявленные в ходе сравнительного анализа недостатки (например, исключительно низкая прозрачность рейтингуемого лица при высоком уровне прозрачности сопоставимых компаний отрасли) могут привести к снижению ОСК. Как положительные, так и отрицательные корректировки при присвоении ОСК осуществляются независимо от оценки других факторов. При проведении сравнения с группой сопоставимых компаний ОСК может быть скорректирована от оценки индикативного рейтинга не более чем на две ступени в обе стороны.

4.3. Общий алгоритм присвоения кредитного рейтинга

В рамках присвоения кредитного рейтинга рейтингуемому лицу АКРА оценивает необходимость проведения корректировок полученной ОСК в зависимости от наличия связи с государством и/или группой компаний.

Если рейтингуемое лицо не входит в группу компаний и/или оно не связано с государством, ему может быть присвоен кредитный рейтинг на уровне ОСК. Применение корректировок, при наличии описанной взаимосвязи, может скорректировать кредитный рейтинг на определенное число ступеней от ОСК (в зависимости от математической суммы корректировок) в обе стороны. Оценка корректировок осуществляется в соответствии с прочими методологиями АКРА.

Корректировки ОСК для учета связи рейтингуемого лица с компаниями группы и/или государством осуществляются в соответствии с прочими методологиями АКРА.

Рейтинги RD, SD и D присваиваются при нахождении одного или всех финансовых обязательств рейтингуемого лица в дефолте.

Прогноз по кредитному рейтингу отражает мнение АКРА о вероятном изменении кредитного рейтинга в течение определенного временного интервала (обычно от 12 до 18 месяцев).

Изменение прогноза по кредитному рейтингу, как правило, связано с внутренними прогнозами АКРА по возможному изменению количественных и качественных факторов и основных внутренних и внешних факторов риска, влияющих на ОСК, а также с ожидаемыми Агентством изменениями во взаимосвязях с государством и/или с группой компаний. Помимо этого, при определении прогноза по кредитному рейтингу АКРА принимает во внимание тенденции операционной среды и экономики. Изменение прогноза по кредитному рейтингу не обязательно предшествует изменению кредитного рейтинга.

5. Подходы, используемые при оценке операционного профиля

Оценка операционного профиля — одна из фундаментальных составляющих оценки кредитоспособности рейтингуемого лица, которая производится посредством анализа качественных показателей. В состав операционного профиля включены два основных блока показателей: бизнес-профиль, а также финансовая политика и корпоративное управление.

5.1. Бизнес-профиль

Специфика деятельности компаний сектора может обуславливать сложность детального сопоставления в рамках единой методологии не только рейтингуемых лиц из разных отраслей и юрисдикций, но в отдельных случаях и компаний из одной отрасли и одной юрисдикции.

Как правило, в состав показателей (субфакторов) бизнес-профиля включается оценка регуляторной среды, структуры и диверсификации бизнеса рейтингуемого лица, а также характеристик рынков и каналов сбыта. Перечень используемых показателей по каждой индустрии раскрывается в составе Отраслевых приложений, кроме случаев, когда рейтингуемое лицо относится к прочим отраслям. Оценка бизнес-профиля рейтингуемых лиц из прочих отраслей осуществляется на основании анализа себестоимости и влияющих на нее факторов, структуры и диверсификации бизнеса рейтингуемого лица, а также характеристик рынков и каналов сбыта. Итоговая оценка в данном случае определяется экспертным путем.

Полученная оценка бизнес-профиля может быть экспертно скорректирована, но не более чем на 1 балл.

5.1.1. Рыночная позиция

Для ряда отраслей оценка рыночной позиции является одним из ключевых показателей благонадежности компаний в долгосрочной перспективе. Для рейтингуемых лиц из таких отраслей проводится анализ конкурентной среды как на международном рынке, так и в определенной продуктовой категории, а также анализ концентрации игроков в данном сегменте рынка и динамики рыночной доли. Доминирующее положение на рынке может быть связано с силой бренда и лидерством в определенном сегменте.

Степень концентрации рынка также влияет на оценку рыночной позиции. Лидерство компании на высококонцентрированном рынке оценивается более высоко, чем ее лидерство на рынке с существенным уровнем фрагментации. Сильные рыночные позиции компании на международном рынке способны заменить позицию на национальном рынке, если предложение продукта на национальном рынке выглядит нецелесообразным. В таком случае АКРА уделяет особое внимание оценке рисков потери рынков сбыта.

Если АКРА прогнозирует существенное изменение рыночной доли рейтингуемого лица, оценка может подвергаться дополнительной экспертной корректировке, но не более чем на одну категорию оценки в сторону повышения или понижения.

5.1.2. Регуляторная среда

Для ряда отраслей критична оценка регуляторной среды. Оценка по данному фактору во многом зависит от действующей регуляторной практики и от потенциальных рисков ее изменения в будущем. Предсказуемый и устоявшийся характер регулирования оказывает положительное влияние на финансовую устойчивость рейтингуемого лица, при этом наличие политически мотивированной среды, а также исторических непредсказуемых и негативных для сектора инициатив может оказывать негативное влияние на надежность рейтингуемого лица.

5.1.3. Продуктовая диверсификация

Наличие продуктовой диверсификации позволяет снизить зависимость от спроса на конкретный продукт или товар.

Для ряда отраслей проводится анализ концентрации на контрагентах, в том числе с точки зрения отраслей-потребителей. В рамках анализа дебиторов может учитываться их кредитный риск, а в рамках анализа поставщиков — их диверсификация и перспективы возможной замены. Набор субфакторов и их оценка осуществляются экспертно с учетом специфики деятельности рейтингуемого лица в разных отраслях и разных юрисдикциях.

5.1.4. Географическая диверсификация

Наличие географической диверсификации может позволить снизить риски, связанные с экономическим или социальным развитием отдельно взятого региона или юрисдикции, а также наличием геополитического риска. Набор субфакторов и их оценка осуществляются экспертно с учетом специфики деятельности рейтингуемого лица в разных отраслях и разных юрисдикциях. Во внимание могут приниматься как диверсификация и экономическое развитие регионов присутствия, так и логистические преимущества, возможности экспорта и прочие факторы.

В процессе анализа во внимание принимаются различия в экономической ситуации в разных юрисдикциях. Также учитывается рентабельность деятельности рейтингуемого лица в каждом регионе присутствия. Экспорт в структуре выручки в еще большей степени может повысить диверсификацию продаж и снизить зависимость финансового состояния рейтингуемого лица от фазы экономического цикла в стране (вместе с тем возрастает подверженность рейтингуемого лица регулирующим воздействиям и политическим факторам).

Для отдельных отраслей также может анализироваться географическая концентрация ключевых операционных активов, наличие которой может говорить как о меньшей устойчивости к технологическим рискам, так и о возможных логистических ограничениях.

5.2. Финансовая политика и корпоративное управление

Высокое качество организации корпоративного управления и продуманная финансовая политика способны обеспечить рейтингуемому лицу устойчивость деятельности в будущем. Для выявления потенциальных рисков АКРА проводит качественный анализ в соответствии с настоящим разделом по отношению ко всем компаниям.

5.2.1. Финансовая политика

При анализе финансовой политики, проводимой рейтингуемым лицом, определяется в чьих интересах (акционеров или кредиторов) такая политика проводится. Агентство анализирует сбалансированность интересов кредиторов и акционеров как на уровне утвержденных уполномоченными органами рейтингуемого лица политик, так и на уровне их практического применения.

Установленные правила выплаты дивидендов и практики выкупа собственных акций, а также частота вносимых в них изменений являются одними из ключевых факторов, определяющих характер финансовой политики компании. Внеочередные выплаты дивидендов, резкий рост общего объема выплат, а также выплаты за завершившиеся финансовые периоды (закончившиеся более чем за 24 месяца до последней отчетной даты) могут негативно сказаться на кредитоспособности рейтингуемого лица и негативно повлиять на оценку данного фактора.

Качественная оценка финансовой политики производится в соответствии с *Таблицей 4*.

Таблица 4. Качественная оценка финансовой политики

Категория оценки	Основные характеристики
I	Стабильно консервативная финансовая политика; стабильные метрики; стремление сохранить финансовую устойчивость
II	Финансовая политика хорошо балансирует интересы акционеров и кредиторов; существует некоторый риск сделок на рынке M&A, фондируемых долгом, или размер выплачиваемых дивидендов потенциально может ослабить рейтинг
III	Финансовая политика преимущественно поощряет интересы акционеров; финансовый риск возрастает вследствие дивидендных выплат, приобретений или других изменений структуры капитала
IV	Финансовая политика проводится в интересах акционеров; высокий финансовый риск вследствие дивидендных выплат, приобретений и других действий, изменяющих структуру капитала
V	Проводимая финансовая политика может привести к реструктуризации долга в изменяющихся экономических обстоятельствах

Источник: АКРА

5.2.2. Корпоративное управление

Аналитики АКРА, как правило, проводят встречи с руководителями высшего звена, а также с акционерами компаний для того, чтобы лучше понять стратегию бизнеса организации, ее политику и философию деятельности. Ознакомление со стратегией управления рейтингуемого лица позволяет АКРА в том числе оценить вероятные действия руководства в стрессовой ситуации.

Качественная оценка корпоративного управления производится в соответствии с *Таблицей 5*.

Таблица 5. Качественная оценка корпоративного управления

Категория оценки	Основные характеристики
I	Хороший уровень корпоративного управления; наличие детально прописанной стратегии, которая последовательно исполняется, а также эффективно действующего совета директоров, включающего независимых членов; понятная корпоративная структура и высокая финансовая прозрачность
II	Приемлемый уровень корпоративного управления; наличие стратегии развития, которая исполняется; наличие совета директоров; немного усложненная структура владения и хорошая финансовая прозрачность
III	Достаточный уровень корпоративного управления; стратегия развития не формализована, наблюдаются случаи отклонения от нее; наличие совета директоров; умеренно усложненная структура владения и умеренная финансовая прозрачность
IV	Умеренно слабый уровень корпоративного управления; стратегия сформулирована не полностью и наблюдаются случаи частого отклонения от нее; деятельность совета директоров носит формальный характер; усложненная структура владения и слабая финансовая прозрачность
V	Слабый уровень корпоративного управления; отсутствие стратегии развития; отсутствие совета директоров, или его деятельность носит формальный характер; излишне усложненная структура владения и низкая финансовая прозрачность

Источник: АКРА

6. Подходы, используемые при оценке финансового профиля

Анализ финансового профиля — одна из фундаментальных составляющих оценки кредитоспособности рейтингуемого лица. Оценка финансового профиля производится посредством анализа количественных и качественных показателей. В состав финансового профиля включены шесть основных блоков показателей: размер, рентабельность, долговая нагрузка, покрытие, ликвидность и денежный поток.

Перечень основных показателей вместе с описанием порядка их расчета приведен в п. 6.8 настоящей Методологии. Индивидуальный перечень используемых показателей по каждой отрасли, диапазоны их балльной оценки, а также базовые веса показателей раскрываются в составе отдельных Отраслевых приложений, кроме случаев, когда рейтингуемое лицо относится к прочим отраслям. В оценке рейтингуемых лиц из прочих отраслей диапазоны оценки отдельных показателей могут определяться экспертным путем в зависимости от среднеотраслевых показателей (список показателей, которые могут быть использованы для оценки финансового профиля приведен в Таблице 9). При этом, как правило, III категория оценки соответствует среднеотраслевому значению показателя.

АКРА проводит анализ финансовых показателей на основе как фактических данных, так и прогнозов, что позволяет получать оценку с учетом ожидаемой динамики развития рейтингуемого лица. Для оценки прогнозных данных АКРА использует собственную финансовую модель рейтингуемого лица. Как правило, при оценке факторов финансового профиля вес фактических показателей за последние три года соответствует весу спрогнозированных АКРА на ближайшие три года показателей. Наибольший вес приходится на последний фактический и первый прогнозный годы, однако в определенных случаях более весомыми могут являться именно прогнозные значения. Вышеупомянутый подход может быть применим, например, в случаях рейтингования компаний с длительным операционным циклом и неритмичным формированием денежных потоков (некоторые виды машиностроения, жилищное и инфраструктурное строительство).

В тех случаях, когда расчетное значение показателя приближается к одной из границ заданных диапазонов, или прогнозируемые значения показателя на ближайшие три периода выходят за границы диапазонов, при количественной оценке показателей финансового профиля могут применяться корректировки на пограничное значение.

6.1. Размер

В рамках проведения финансового анализа оценивается размер рейтингуемого лица, поскольку он имеет существенное значение с точки зрения эффекта масштаба, устойчивости деятельности, конкурентных преимуществ и, как правило, доступа к внешнему финансированию на более выгодных условиях.

С целью максимально корректного внутриотраслевого сопоставления при оценке размера рейтингуемого лица АКРА использует различные подходы в зависимости от отрасли, к которой принадлежит рейтингуемое лицо. В качестве основных факторов, определяющих размер, как правило, используются показатели годовой выручки или

величины чистых основных средств. В ходе анализа также могут быть использованы прочие факторы размера, обеспечивающие корректную сравнительную оценку компаний внутри отдельной отрасли.

6.2. Рентабельность

В рамках проведения финансового анализа рейтингуемого лица оценивается фактор рентабельности. Для оценки рентабельности АКРА использует разные показатели в зависимости от анализируемой отрасли. Для некоторых отраслей может использоваться несколько показателей оценки.

6.3. Долговая нагрузка

В рамках проведения финансового анализа рейтингуемого лица оценивается фактор долговой нагрузки. Под долговыми обязательствами (долгом) АКРА, как правило, понимает финансовые обязательства, классифицированные в финансовой отчетности рейтингуемого лица в качестве долга. При этом АКРА вправе осуществлять аналитические корректировки в отношении долговых обязательств на внебалансовые или балансовые статьи, если, по мнению Агентства, они обладают основными характеристиками долга.

В зависимости от отрасли и специфики рейтингуемого лица в отношении управления ликвидностью при проведении анализа АКРА может использовать как показатели общей долговой нагрузки, так и показатели чистого долга. При расчете чистого долга АКРА может учитывать не все свободные денежные средства, финансовые активы и их эквиваленты, отраженные в отчетности; оцениваются доступность данных средств и возможность их конвертации в денежные средства в кратчайшие сроки.

Наряду с количественными показателями при оценке долговой нагрузки проводится качественная оценка долгового портфеля рейтингуемого лица, которая оценивается экспертно на основании следующих характеристик долговых обязательств:

- тип обязательства;
- структурная субординация;
- сумма обязательства;
- валюта погашения;
- график погашения долга;
- вид процентной ставки;
- наличие доп. комиссий;
- возобновляемость линий;
- срок доступности средств;
- наличие обеспечения;
- вид и характер обеспечения;
- штрафные условия в соглашении;
- наличие ковенант в соглашении;
- особые условия в соглашении;
- характеристики кредитора;
- взаимоотношения с кредитором.

Данные характеристики оцениваются на основании информации, предоставленной рейтингуемым лицом по запросу АКРА, а также на основании предоставленных копий кредитных соглашений и другой внутренней информации рейтингуемого лица.

Структура долговых обязательств рейтингуемого лица может иметь существенное значение при рейтинговой оценке. Так, формально относительно низкая долговая нагрузка рейтингуемого лица при наличии в структуре группы неконсолидированных связанных сторон и большого объема внебалансовых обязательств может некорректно

отражать реальный уровень долга, а исключительно краткосрочный характер долгового портфеля может свидетельствовать о повышенном кредитном риске даже при относительно низкой долговой нагрузке.

АКРА также учитывает специфику контрактной и структурной субординации долговых обязательств. При анализе внебалансовых обязательств АКРА оценивает не только их объем, но и вероятность их материализации, а также возможность их финансирования как за счет собственных, так и внешних источников.

Качественная оценка долговой нагрузки рейтингуемого лица производится в соответствии с *Таблицей 6*.

Таблица 6. Качественная оценка долговой нагрузки

Категория оценки	Основные характеристики
I	Сбалансированная структура долгового портфеля как с точки зрения сроков и графика погашения, так и с точки зрения валют и ставок; отсутствие существенных внебалансовых обязательств; сбалансированная структура кредиторов
II	Сбалансированная структура долгового портфеля как с точки зрения сроков и графика погашения, так и с точки зрения валют и ставок; внебалансовые обязательства имеются, но их объем незначителен; сбалансированная структура кредиторов, однако присутствует незначительная зависимость от крупнейшего кредитора
III	В целом сбалансированная структура долгового портфеля, однако имеются определенные несущественные диспропорции в части графика погашения или валют/ставок; имеются крупные внебалансовые обязательства, но риск их исполнения незначителен; существенная концентрация или чрезмерная диверсификация кредиторов, при этом риски рефинансирования приемлемы
IV	Наличие определенной диспропорции в структуре долгового портфеля; график обслуживания и погашения долга имеет ярко выраженные пиковые периоды в среднесрочной перспективе; имеются крупные внебалансовые обязательства с высоким риском исполнения; существенная концентрация или чрезмерная диверсификация кредиторов; риск невозможности выработки консолидированной позиции по значимым вопросам
V	Преимущественно краткосрочный характер финансирования; значительный дисбаланс между параметрами входящего денежного потока и структурой долга; наличие нецелевого финансирования (например, финансирование долгосрочных проектов краткосрочными кредитами); крайне высокий объем внебалансовых обязательств с высоким риском исполнения; существенная зависимость от единственного кредитора

Источник: АКРА

Капитализация платежей по операционному лизингу

Сопоставление уровней долговой нагрузки между рейтингуемыми лицами может быть затруднено различием применяемых бизнес-моделей. Например, бизнес-модель может подразумевать использование операционной аренды вместо покупки актива за счет долговых средств. Также на уровень долговой нагрузки влияет использование рейтингуемым лицом финансового или операционного лизинга.

В таком случае для сопоставления долговой нагрузки АКРА применяет метод капитализации платежей по операционному лизингу. Корректировка зависит от процентных ставок на рынке, средних процентных ставок для рейтингуемого лица, а также остаточного срока полезного использования основных средств, принимаемых в операционную аренду, и основывается на экспертных допущениях.

При расчете скорректированных показателей долговой нагрузки к ним прибавляются расходы на операционный лизинг (в случае операционной аренды они также включают сопутствующие арендные расходы), умноженные на мультипликатор. Используемые мультипликаторы операционной аренды для различных отраслей раскрываются в составе отдельных Отраслевых приложений.

АКРА учитывает введение стандарта МСФО 16 и корректирует определенные статьи финансовой отчетности рейтингуемого лица для возможности сравнения различных компаний с разным периодом лизинговых контрактов.

АКРА учитывает отличия обязательств по кредитным соглашениям и по соглашениям операционного лизинга, в том числе отсутствие немедленного дефолта по долговым обязательствам в случае неплатежей по соглашениям операционного лизинга или аренды.

6.4. Покрытие

В рамках проведения финансового анализа рейтингуемого лица оценивается фактор покрытия, характеризующий способность рейтингуемого лица покрывать процентные (или фиксированные) расходы из операционной прибыли до выплаты процентов (и амортизации) или операционного денежного потока до изменений в оборотном капитале до выплаты процентов (или до выплаты фиксированных платежей).

Относительно низкий коэффициент покрытия финансовых расходов может привести к затруднениям в обслуживании долга при падении рентабельности или росте волатильности на финансовых рынках.

6.5. Ликвидность

В рамках проведения финансового анализа рейтингуемого лица оценивается фактор ликвидности. АКРА формирует мнение о состоянии краткосрочной и среднесрочной ликвидности рейтингуемого лица на основе сопоставления его денежных требований и финансовых обязательств с источниками ликвидности на соответствующем временном горизонте.

Источники ликвидности подразделяются на внешние и внутренние. К внешним источникам ликвидности относятся: открытые кредитные линии, размещенные облигационные займы, утвержденные бюджетные средства, средства от размещения акционерного капитала, изменения в оборотном капитале (пассивы). К внутренним источникам ликвидности относятся: операционный денежный поток, изменения в оборотном капитале (активы), денежные средства на текущем счете, краткосрочные банковские депозиты, другие краткосрочные инвестиции.

Прогнозируемое в рамках проведения анализа ограничение использования какого-либо источника ликвидности (например, ожидаемое увеличение оборотного капитала или финансовых инвестиций без возможности высвобождения денежных средств) приравнивается к увеличению денежных требований. На оценку ликвидности также может повлиять прогнозируемое Агентством изменение условий расчетов рейтингуемого лица с ключевыми контрагентами — как дебиторами, так и кредиторами, — а также изменение операционного цикла.

В рамках анализа ликвидности учитываются данные финансовой отчетности и другая предоставленная информация. В первую очередь во внимание принимаются гарантированные источники ликвидности. Кроме того, АКРА может учитывать негарантированные источники ликвидности (свободные кредитные линии без обязательства банка по предоставлению средств). При анализе источников ликвидности АКРА уделяет внимание оценке их качества (кредитоспособность банков-контрагентов, ликвидность и качество инвестиций и пр.).

Наряду с количественными показателями при оценке фактора ликвидности применяется качественная оценка. Качественная оценка ликвидности проводится на основе таких параметров, как график обслуживания и погашения долговых обязательств, диверсификация источников финансирования, а также выполнение и резерв по установленным финансовым ковенантам по действующим кредитным соглашениям рейтингуемого лица. Отсутствие запаса прочности по ковенантам или их нарушение может существенно затруднять привлечение дополнительного финансирования. В этом случае может также возрасти потребность в рефинансировании текущего долга при предъявлении кредиторами требований о досрочном погашении долга.

Качественная оценка ликвидности рейтингуемого лица производится в соответствии с *Таблицей 7*.

Таблица 7. Качественная оценка ликвидности

Категория оценки	Основные характеристики
I	Очень высокий уровень ликвидности; комфортный график погашения долгового портфеля в долгосрочной перспективе; диверсифицированные источники внутреннего и внешнего финансирования, включающие размещения на публичных рынках долга и акционерного капитала (в том числе международные); присутствует высокий запас прочности по ковенантам в кредитных соглашениях
II	Высокий уровень ликвидности; комфортный график погашения долгового портфеля в среднесрочной перспективе; диверсифицированные источники внутреннего и внешнего финансирования; имеется определенный запас прочности по ковенантам в кредитных соглашениях
III	Умеренная ликвидность; наличие пиковых периодов погашения долга в среднесрочной или долгосрочной перспективе; присутствуют внутренние источники финансирования, однако из внешних источников доступно только банковское финансирование; отсутствие запаса прочности по ковенантам в кредитных соглашениях при отсутствии потребности в наращивании долга

IV	Низкая ликвидность; наличие пиковых периодов погашения долга в краткосрочной перспективе; исключительная зависимость от банковского финансирования; отсутствие запаса прочности по ковенантам в кредитных соглашениях при наличии потребности в наращивании долга
V	Крайне низкая ликвидность; наличие пиковых периодов погашения долга в краткосрочной перспективе; исключительная зависимость от банковского финансирования, при этом существует значительный риск отказа в предоставлении средств; ковенанты в кредитных соглашениях нарушены; вероятность улучшения уровня ликвидности в среднесрочной перспективе крайне низка

Источник: АКРА

6.6. Денежный поток

В рамках проведения финансового анализа рейтингуемого лица оценивается фактор денежного потока, поскольку денежные потоки служат ключевым источником как обслуживания долговых обязательств, так и осуществления капитальных расходов и выплат дивидендов.

В рамках оценки денежного потока АКРА анализирует показатель величины свободного денежного потока (FCF), который отражает величину операционного денежного потока за вычетом двух основных статей затрат, не относящихся к операционным, — капитальных расходов и дивидендов. Наличие стабильного положительного свободного денежного потока имеет ключевое значение при оценке кредитоспособности, особенно для высших рейтинговых категорий, поскольку отражает способность рейтингуемого лица погашать финансовые обязательства, в том числе долговые. Значительный отрицательный показатель свободного денежного потока может означать низкую способность или отсутствие возможности погашать финансовые обязательства без использования внешних источников ликвидности.

В отдельных случаях может быть приемлем умеренно отрицательный свободный денежный поток, например, при оценке компании в фазе роста или в периоды прохождения циклов больших капитальных вложений в модернизацию или расширение производственных активов. Если низкий уровень свободного денежного потока обусловлен распределением дивидендных выплат, которые при необходимости могут быть сокращены, при этом у рейтингуемого лица отсутствует потребность погашать существенный объем долговых обязательств (оценки факторов долговой нагрузки, покрытия и ликвидности находятся в первой или второй категории), то, по мнению АКРА, эффект от низкого свободного денежного потока может оказывать нейтральное влияние на кредитоспособность рейтингуемого лица. В таком случае оценка свободного денежного потока может быть скорректирована до двух категорий оценки в сторону повышения, но не выше третьей категории оценки.

Капитальные расходы представляют собой одно из крупнейших направлений использования операционного денежного потока. При оценке капитальных расходов АКРА подразделяет их на капитальные расходы, направленные на поддержание производства, и капитальные расходы, направленные на расширение производства и реконструкцию, при этом ключевое значение имеет анализ достаточности поддерживающих инвестиций.

Недостаточность капитальных расходов для поддержания производства может быть приемлема в отдельные периоды, однако в долгосрочной перспективе они должны обеспечивать операционную деятельность как минимум на текущих уровнях (одним из хороших индикаторов достаточности поддерживающих инвестиций является сопоставление их объема с амортизацией).

Дивиденды — это второе крупное направление использования операционного денежного потока, связанное с финансовой политикой рейтингуемого лица. Приверженность утвержденной политике по выплате дивидендов важна для оценки стабильности свободного денежного потока.

Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока производится в соответствии с *Таблицей 8*.

Таблица 8. Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока

Категория оценки	Основные характеристики
I	Устойчиво положительный FCF на долгосрочном горизонте при плановых выплатах дивидендов и умеренном уровне (в пределах годовой амортизации) капитальных расходов; в периоды интенсивного роста инвестиций в основные средства возможны отрицательные показатели FCF
II	FCF слабоположительный или близок к нулю на долгосрочном горизонте при плановых выплатах дивидендов и умеренном уровне (в пределах годовой амортизации) капитальных расходов; в периоды интенсивного роста инвестиций в основные средства или разовых высоких выплат дивидендов FCF становится отрицательным
III	FCF близок к нулю или слабоотрицательный на долгосрочном горизонте; размер отрицательного значения балансируется снижением выплат дивидендов или снижением плановых капитальных затрат (на уровне годовой амортизации) в отдельные периоды, при этом погашение пиковых долговых обязательств рейтингуемым лицом за счет заемных средств не ведет к существенному росту долговой нагрузки выше таргетируемых компанией показателей
IV	Устойчиво отрицательный FCF при отсутствии дивидендных выплат, который только частично покрывает плановые капитальные вложения (на уровне годовой амортизации)
V	Отрицательный FCF при отсутствии дивидендных выплат, который не покрывает плановые капитальные вложения (на уровне годовой амортизации)

Источник: АКРА

6.7. Прогнозирование денежных потоков рейтингуемых лиц

При расчете финансовых показателей и коэффициентов для использования в рейтинговой модели АКРА ориентируется как на исторические, так и на прогнозные показатели.

При прогнозировании денежных потоков и расчете прогнозных финансовых коэффициентов АКРА использует данные, предоставленные рейтингуемым лицом, а также ряд внутренних корректировок и допущений, основанных на расчетах АКРА.

Кредитный рейтинг может быть чувствителен к изменению подобных корректировок, в том числе в отсутствие новой фактической информации о деятельности рейтингуемого лица.

К основным допущениям, используемым при составлении прогноза денежных потоков рейтингуемых лиц, относятся:

- допущения по прогнозным операционным показателям деятельности рейтингуемого лица (объемы реализации продукции/услуг или факторы, влияющие на данные объемы; ключевые факторы себестоимости; цены на реализуемую продукцию/услуги);
- макроэкономические допущения — прогнозы внутренних подразделений и рейтинговых аналитиков АКРА по динамике макроэкономических показателей, которые могут оказать влияние на операционные результаты рейтингуемого лица;
- отраслевые допущения — цены на реализуемые товары; факторы, влияющие на спрос на реализуемую рейтингуемым лицом продукцию, а также на себестоимость реализуемой рейтингуемым лицом продукции/услуг;
- допущения по инвестиционным денежным потокам — прогнозируемый АКРА объем капитальных расходов, направляемых на поддержание и расширение производства; предполагаемая активность рейтингуемого лица по сделкам слияний и поглощений (M&A);
- допущения по долговой нагрузке — прогнозируемый АКРА объем долгового финансирования, необходимый для осуществления операционной деятельности рейтингуемого лица, а также уровень процентных ставок по привлекаемому долговому финансированию;
- допущения по финансовой политике рейтингуемого лица, включающие увеличение его капитала, а также дивидендную политику;
- допущения по внутригрупповым операциям и денежным потокам (в случае применимости).

Как правило, АКРА составляет не менее двух сценариев прогноза денежных потоков рейтингуемых лиц:

- базовый сценарий включает умеренно консервативные допущения, подразумевающие вероятность изменения операционных и финансовых показателей в соответствии с базовыми прогнозами внутренних подразделений АКРА;
- стрессовый сценарий включает более консервативные допущения, подразумевающие реалистично-негативный сценарий изменения операционных и финансовых показателей при негативной макроэкономической и/или отраслевой конъюнктуре, а также при реализации рисков неблагоприятных событий.

При построении прогноза АКРА может применять корректировки качественных факторов и субфакторов оценки рейтингуемого лица, если Агентством ожидается изменение внутренних и внешних факторов риска, которое может привести к изменению категорий оценки по одному или нескольким качественным показателям.

6.8. Основные показатели финансового профиля

В *Таблице 9* приведены основные показатели, используемые при оценке финансового профиля. В случае применения специфических показателей для отдельных отраслей, алгоритм их расчета раскрывается в соответствующем Отраслевом приложении. Абсолютные показатели измеряются в долларах США.

Таблица 9. Основные показатели финансового профиля

№	Показатель/термин	Методика расчета/определение
1	Выручка	Выручка компании
2	EBIT (прибыль до выплаты процентов и налогов)	Операционная прибыль +/- корректировки АКРА по неоперационным доходам и расходам
3	Общая сумма активов	Общая сумма активов компании
4	Рентабельность по EBIT	EBIT / Выручка
5	EBITDA (прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации)	EBIT + амортизация ОС и НМА
6	Рентабельность по EBITDA	EBITDA / Выручка
7	EBITDAR (прибыль до выплаты процентов, налогов, амортизации и аренды)	EBITDA + Расходы по операционной аренде
8	Рентабельность по EBITDAR	EBITDAR / Выручка
9	ROA	EBIT / Общая сумма активов
10	Чистая прибыль	Чистая прибыль компании
11	Рентабельность по чистой прибыли	Чистая прибыль / Выручка
12	FFO (операционный денежный поток до изменения оборотного капитала)	CFO - изменение оборотного капитала
13	Рентабельность по FFO	FFO / Выручка
14	CFO (операционный денежный поток)	Операционный денежный поток +/- корректировки АКРА
15	CFI (инвестиционный денежный поток)	Инвестиционный денежный поток +/- корректировки АКРА
16	CFF (финансовый денежный поток)	Финансовый денежный поток +/- корректировки АКРА
17	FCF (свободный денежный поток)	CFO - капитальные расходы - дивиденды, выплаченные акционерам материнской компании
18	Рентабельность по FCF	FCF / Выручка
19	NFCF (чистый денежный поток)	CFO + CFI + CFF
20	Скорректированные денежные средства	Денежные средства и эквиваленты - денежные средства с ограничениями +/- корректировки АКРА
21	Общий долг	Краткосрочные долговые обязательства + долгосрочные долговые обязательства +/- корректировки АКРА
22	Чистый долг	Общий долг - скорректированные денежные средства
23	Скорректированный общий долг	Общий долг + расходы по операционной аренде × мультипликатор операционной аренды
24	Скорректированный чистый долг	Скорректированный общий долг - скорректированные денежные средства
25	Чистые процентные расходы	Процентные расходы - процентные доходы
26	Чистые процентные платежи	Проценты уплаченные - проценты полученные + дивиденды по привилегированным акциям
27	Фиксированные платежи	Чистые процентные платежи + расходы по операционной аренде

28	FFO до чистых процентных платежей	FFO + чистые процентные платежи
29	FFO до фиксированных платежей	FFO + фиксированные платежи
30	Основные показатели оценки долговой нагрузки	Общий (чистый) долг / EBITDA
31		Скорректированный общий (чистый) долг / EBITDAR
32		Общий (чистый) долг / FFO до чистых процентных платежей
33		Скорректированный общий (чистый) долг / FFO до фиксированных платежей
34		Общий (чистый) долг / собственный капитал (с корректировками АКРА)
35		Общий (чистый) долг / (FFO - капитальные расходы)
36	Основные показатели оценки обслуживания долга	EBITDA / Чистые процентные расходы
37		EBITDAR / (чистые процентные расходы + расходы по операционный аренде)
		EBIT / Чистые процентные расходы
38		FFO до процентных платежей / Процентные платежи
39		FFO до фиксированных платежей / Фиксированные платежи
40	Краткосрочные финансовые вложения	Ликвидные краткосрочные финансовые вложения +/- корректировки АКРА
41	Неиспользованная часть краткосрочных кредитных линий	Объем гарантированных кредитных линий, доступных в течение следующих 12 месяцев - текущая задолженность по данным кредитным линиям
42	Коэффициент краткосрочной ликвидности	(Скорректированные денежные средства + краткосрочные финансовые вложения + неиспользованная часть краткосрочных кредитных линий + положительный FCF) / (краткосрочные долговые обязательства + краткосрочная часть долгосрочных долговых обязательств + отрицательный FCF)

Источник: АКРА

7. Присвоение рейтингов долговым инструментам

Кредитные рейтинги облигационных выпусков нефинансовых компаний включают оценку относительной вероятности дефолта данного долгового инструмента, а также потенциального уровня возмещения, получаемого владельцами таких инструментов в случае банкротства эмитента. Присвоение кредитного рейтинга выпускам финансовых инструментов осуществляется в соответствии с прочими методологиями АКРА.

АКРА

Приложение 1. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: сталелитейная отрасль

1. Компании отрасли

Подходы к оценке, описанные в настоящем документе, применимы к компаниям, основная деятельность которых — выплавка стали и производство стального проката различных переделов.

2. Описание структуры рейтинговых факторов

Анализ кредитоспособности рейтингуемых лиц сталелитейной отрасли основывается на оценке восьми блоков показателей, объединенных в два профиля и имеющих собственные веса, сумма которых составляет 100%. Представленные в Таблице 1 веса являются базовыми, то есть могут изменяться в зависимости от полученных оценок блоков показателей (описание концепции плавающего взвешивания см. в п. 4.1.3 Методологии).

Таблица 1. Скоринговая карта сталелитейных компаний

Профиль	Блоки показателей	Базовый вес блока	Показатели
Операционный профиль	Бизнес-профиль	20%	Степень вертикальной интеграции, включая достаточность ресурсной базы по основным источникам сырья
			Денежная себестоимость и технологичность производства
			Продуктовая и географическая диверсификация
	Финансовая политика и корпоративное управление	15%	Финансовая политика
			Корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер	15%	Выручка (млрд долл. США)
	Рентабельность	10%	Рентабельность по EBIT
	Долговая нагрузка	15%	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей
			Общий долг компании к собственным средствам
			Качественная оценка долговой нагрузки
	Покрытие	15%	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам
	Ликвидность	5%	Коэффициент ликвидности
			Качественная оценка ликвидности
	Денежный поток	5%	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)
			Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)

Источник: АКРА

3. Операционный профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа операционного профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей операционного профиля рейтингуемых лиц сталелитейной отрасли АКРА использует присущий данному сектору набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки. Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 5.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

Оценка бизнес-профиля сталелитейных компаний является частью анализа кредитоспособности, учитывая капиталоемкость и цикличность отрасли.

Сектор отличается высокой цикличностью, волатильностью финансовых результатов и высокими капитальными затратами как на поддержание текущего объема производства, так и на развитие новых проектов. Компании сектора оперируют в условиях постоянно меняющегося рынка, поэтому важно оценивать их способность удерживать издержки на низком уровне вне зависимости от изменений внешней среды. Конкурентные преимущества компании — такие как вертикальная интеграция, высокая технологичность и низкая себестоимость производства, продуктовая и географическая диверсификация — повышают ее финансовую надежность.

Оценка бизнес-профиля проводится с учетом перечисленных ниже субфакторов, подлежащих качественной оценке.

3.1.1. Степень вертикальной интеграции, включая достаточность ресурсной базы по основным источникам сырья

Наличие собственных добывающих мощностей делает компанию независимой от внешних поставщиков сырья и обеспечивает гибкость в случае изменения ценовой конъюнктуры на железную руду, коксующийся уголь, лом и прочее сырье. В некоторые отрезки времени наблюдается контрциклический характер изменения цен на сырье: то есть при их росте цены на сталелитейную продукцию могут падать. В таких случаях полный цикл производства позволяет компании лучше контролировать себестоимость.

С учетом описанного выше рейтингуемому лицу, обладающему высокой степенью вертикальной интеграции (включая полное покрытие потребности в сырье собственной ресурсной базой), может быть присвоен более высокий рейтинг, чем рейтингуемому лицу с низкой вертикальной интеграцией, учитывая его зависимость от сторонних добывающих компаний.

Категория качественной оценки степени вертикальной интеграции определяется в соответствии с Таблицей 2.

Таблица 2. Качественная оценка вертикальной интеграции

Категория оценки	Основные характеристики
I	Компания осуществляет полный цикл производства от добычи и обработки сырья до выпуска конечной продукции; более 70% потребности в сырье закрывается собственной ресурсной базой
II	Вертикально интегрированное производство, но полный цикл производства отсутствует; от 30 до 70% потребности в сырье закрывается собственной ресурсной базой
III	Минимальная вертикальная интеграция производства; менее 30% потребности в сырье закрывается собственной ресурсной базой
IV	Вертикальная интеграция отсутствует
V	Компания осуществляет минимальную переработку или использует давальческую схему

Источник: АКРА

3.1.2. Денежная себестоимость и технологичность производства

Низкая себестоимость сталелитейного производства — один из ключевых факторов конкурентного преимущества компании. В значительной степени данное преимущество обеспечивается благодаря вертикальной интеграции, то есть за счет контроля себестоимости со стороны компании по всей производственной цепочке: от добычи железной руды и угля до выплавки стали. При этом сами добывающие активы должны обладать конкурентной себестоимостью добычи и обеспечивать производство сырьем требуемого качества и ассортимента. В рамках оценки денежной себестоимости производства стали помимо операционных расходов детально оцениваются транспортные издержки доставки сырья от мест добычи до производственных площадок (значительная территориальная удаленность может снизить целесообразность их разработки и использования).

Категория качественной оценки денежной себестоимости и технологичности производства определяется в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Качественная оценка денежной себестоимости и технологичности производства

Категория оценки	Основные характеристики
I	1-й квартиль глобальной кривой себестоимости, крайне высокая технологичность производства
II	2-й квартиль глобальной кривой себестоимости, высокая технологичность производства
III	3-й квартиль глобальной кривой себестоимости, умеренная технологичность производства
IV	4-й квартиль глобальной кривой себестоимости, умеренно низкая технологичность производства
V	Отрицательная денежная рентабельность добычи, низкая технологичность производства

Источник: АКРА

3.1.3. Продуктовая и географическая диверсификация

В рамках оценки продуктовой диверсификации компании анализируется линейка производимой продукции. Выпуск монопродукта или ограниченного ассортимента делает компанию более уязвимой в периоды падения спроса на данную продукцию, тогда как наличие диверсифицированной линейки позволяет распределить риски, связанные со структурными изменениями в потреблении и предложении конкретного товара.

Географическая диверсификация оценивается как с точки зрения наличия у компании операционных активов в нескольких странах (снижает геополитические риски), так и с точки зрения отсутствия концентрации производства в одном месте или на ограниченном количестве производственных площадок (снижаются риски прекращения производства в связи с авариями или неблагоприятными событиями). В рамках оценки продуктовой диверсификации также оценивается тип выпускаемой продукции, т. е. является ли конечный продукт товаром с низкой или высокой добавленной стоимостью.

Категория качественной оценки продуктовой и географической диверсификации определяется в соответствии с Таблицей 4.

Таблица 4. Качественная оценка продуктовой и географической диверсификации

Категория оценки	Основные характеристики
I	Диверсифицированная линейка продуктов, преобладают продукты с высокой добавленной стоимостью, нет концентрации активов в одной стране; отличная диверсификация производства и продаж
II	Линейка продуктов не сконцентрирована, значительная доля продуктов с высокой добавленной стоимостью, нет концентрации активов в одной стране; хорошая диверсификация производства и продаж
III	Линейка продуктов сконцентрирована на нескольких товарах, значительная доля продуктов с низкой добавленной стоимостью, присутствует концентрация активов в одной стране; средняя диверсификация производства и продаж
IV	Линейка продуктов сконцентрирована на одном товаре, преобладают продукты с низкой добавленной стоимостью, производственные активы находятся в одной стране; слабая диверсификация производства и продаж
V	Производитель монопродукта, производство низкомаржинального продукта, производственные активы находятся в одной стране; очень слабая диверсификация производства и продаж

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовой политики и корпоративное управление»

Для оценки финансовой политики и корпоративного управления рейтингуемых лиц сталелитейной отрасли АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех индустрий (общее описание концепции качественной оценки корпоративного управления см. в п. 5 Методологии). Оценка блоков показателей в баллах производится в соответствии с Таблицей 5.

4. Финансовый профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа финансового профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей финансового профиля рейтингуемых лиц сталелитейной отрасли АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех отраслей экономики (общее описание качественной оценки показателей финансового профиля см. в п. 6 Методологии).

Количественные показатели финансового профиля оцениваются в баллах на основании принадлежности к тому или иному диапазону, а качественные — на базе категорий качественной оценки в соответствии с Таблицей 6.

4.1. Оценка блока «размер»

Для оценки масштаба бизнеса сталелитейных компаний АКРА использует размер их выручки, который важен с точки зрения оценки кредитоспособности рейтингуемых лиц.

4.2. Оценка блока «рентабельность»

Рентабельность сталелитейных компаний оценивается по EBIT, что наилучшим образом, по мнению АКРА, отражает эффективность управления операционными затратами. Учитывая цикличность отрасли, компаниям часто приходится корректировать объемы производства стали и проката, а также контролировать операционные издержки для поддержания своей рентабельности. Высокие оценки по показателю рентабельности указывают на способность компании оптимизировать издержки в условиях изменчивой конъюнктуры.

4.3. Оценка блока «долговая нагрузка»

Оценка долговой нагрузки — один из ключевых факторов анализа финансовой устойчивости сталелитейных компаний с учетом их зависимости от сырьевых цен и продуктового баланса спроса и предложения. Для оценки долговой нагрузки рейтингуемых лиц сталелитейной отрасли АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение общего долга к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей. В качестве второго показателя используется отношение общего долга к собственным средствам компании (данный показатель позволяет оценить относительное использование компанией заемных средств и средств акционеров). При оценке долговой нагрузки используются также качественные характеристики.

4.4. Оценка блока «покрытие»

Для оценки фактора покрытия рейтингуемых лиц из сталелитейного сектора АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение FFO до вычета процентных платежей к процентным платежам.

4.5. Оценка блока «ликвидность»

Для оценки ликвидности рейтингуемых лиц из сталелитейной отрасли АКРА использует коэффициент краткосрочной ликвидности, а также качественные характеристики.

4.6. Оценка блока «денежный поток»

Для оценки денежного потока сталелитейных компаний АКРА использует рентабельность свободного денежного потока (FCF), а также качественную оценку устойчивости FCF.

Способность финансировать инвестиционную программу из операционного денежного потока важна для компаний отрасли, поскольку их рыночная позиция во многом зависит от технологического уровня производства и степени изношенности основных средств. Отдельно проводится анализ дивидендных выплат, производимых компанией. На фоне высоких капитальных затрат высокие расходы на дивиденды могут оказать существенное давление на FCF.

Таблица 5. Оценка блоков показателей операционного профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Бизнес-профиль	Степень вертикальной интеграции, включая достаточность ресурсной базы по основным источникам сырья	40%	V	IV	III	II	I
	Денежная себестоимость и технологичность производства	30%	V	IV	III	II	I
	Продуктовая и географическая диверсификация	30%	V	IV	III	II	I
Финансовая политика и корпоративное управление	Финансовая политика	50%	V	IV	III	II	I
	Корпоративное управление	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Таблица 6. Оценка блоков показателей финансового профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Размер	Выручка (млрд долл. США)	100%	[0;1)	[1;5)	[5;10)	[10;50)	[50; ∞)
Рентабельность и эффективность	Рентабельность по EBIT	100%	(-∞; 3%)	[3%; 7%)	[7%; 15%)	[15%; 25%)	[25%; ∞)
Долговая нагрузка	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей	50%	(7; ∞)	(4; 7]	(2,5; 4]	(1; 2,5]	[0; 1]
	Общий долг компании к собственным средствам	30%	(1; ∞)	(0,8; 1]	(0,4; 0,8]	(0,2; 0,4]	[0; 0,2]
	Качественная оценка долговой нагрузки	20%	V	IV	III	II	I
Покрытие	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам	100%	(-∞; 1)	[1; 3)	[3; 6)	[6; 10)	[10; ∞)
Ликвидность	Коэффициент ликвидности	50%	(-∞; 0,8)	[0,8; 1)	[1; 1,25)	[1,25; 1,5)	[1,5; ∞)
	Качественная оценка ликвидности	50%	V	IV	III	II	I
Денежный поток	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)	50%	(-∞; -10%)	[-10%; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; ∞)
	Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Приложение 2. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: химическая промышленность

1. Компании отрасли

Подходы к оценке, описанные в настоящем документе, применимы к компаниям, основная деятельность которых — производство продуктов неорганического и органического синтеза, калийных и фосфорных удобрений, а также других продуктов.

2. Описание структуры рейтинговых факторов

Анализ кредитоспособности рейтингуемых лиц отрасли основывается на оценке восьми блоков показателей, объединенных в два профиля и имеющих собственные веса, сумма которых составляет 100%. Представленные в Таблице 1 веса являются базовыми, то есть могут изменяться в зависимости от полученных оценок блоков показателей (описание концепции плавающего взвешивания см. п. 4.1.3 Методологии).

Таблица 1. Скоринговая карта сектора химической отрасли

Профиль	Блоки показателей	Базовый вес блока	Показатели
Операционный профиль	Бизнес-профиль	20%	Рыночная позиция
			Добавленная стоимость и цикличность
			Продуктовая и географическая диверсификация
	Финансовая политика и корпоративное управление	15%	Финансовая политика
			Корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер	15%	Выручка (млрд долл. США)
			Чистые основные средства (млрд долл. США)
	Рентабельность	10%	Рентабельность по EBITDA
			Рентабельность активов (ROA)
	Долговая нагрузка	15%	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей
			Качественная оценка долговой нагрузки
	Покрытие	15%	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам
	Ликвидность	5%	Коэффициент ликвидности
			Качественная оценка ликвидности
	Денежный поток	5%	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)
			Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)

Источник: АКРА

3. Операционный профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа операционного профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей операционного профиля рейтингуемых лиц отрасли АКРА использует присущий данному сектору набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки. Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 5.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

Оценка бизнес-профиля компаний химической промышленности является частью анализа кредитоспособности, учитывая волатильность цен на сырье, цикличность рынков сбыта и высокую капиталоемкость производства.

Компании сектора оперируют в условиях постоянно меняющихся цен на сырье, поэтому важно оценивать их способность поддерживать достаточный уровень рентабельности вне зависимости от ценовой конъюнктуры. Дополнительную неопределенность с точки зрения кредитоспособности компаний отрасли создают изменения в балансе спроса и предложения. Важные факторы с точки зрения повышения финансовой надежности компаний сектора — создание продуктов с высокой добавленной стоимостью, эффективность производства и диверсификация продуктовой линейки.

Оценка бизнес-профиля проводится с учетом перечисленных ниже субфакторов, подлежащих качественной оценке.

3.1.1. Рыночная позиция

В химической промышленности рыночная позиция компании оценивается с точки зрения ее доли на мировых рынках, себестоимости производства и наличия барьеров входа на ключевой рынок сбыта.

Категория качественной оценки рыночной позиции определяется в соответствии с Таблицей 2.

Таблица 2. Качественная оценка рыночной позиции

Категория оценки	Основные характеристики
I	Один из крупнейших производителей в мире, высокий уровень диверсификации выручки, один из лидеров по себестоимости производства; максимально устойчивая рыночная позиция и лидерство в технологии производства практически полностью защищают от новых конкурентов, создавая очень высокие барьеры для входа на рынок
II	Ключевой производитель в мире в ряде сегментов, выручка хорошо диверсифицирована по конечным рынкам сбыта, низкая себестоимость производства; устойчивая рыночная позиция и высокотехнологичное производство защищены умеренно высокими барьерами для входа на рынок
III	Себестоимость производства на уровне среднерыночной, умеренная концентрация выручки на нескольких продуктах и рынках, некоторые технологические преимущества, незначительная угроза занимаемой рыночной позиции, частично защищенная наличием барьеров для входа на рынок
IV	Себестоимость производства на среднем или высоком уровне, высокая зависимость выручки от одного продукта или ограниченного числа рынков одного региона, отсутствие технологических преимуществ, низкие барьеры для входа на рынок, высокая угроза занимаемой рыночной позиции
V	Высокая себестоимость производства, полная зависимость выручки от одного продукта или рынка сбыта, существенные структурные и технологические препятствия для развития компании

Источник: АКРА

3.1.2. Добавленная стоимость и цикличность

Производство продукции с высокой добавленной стоимостью (рынок сбыта имеет стабильный баланс спроса и предложения) позволяет снизить волатильность финансовых метрик компании и повышает прогнозируемость ее операционных и финансовых показателей. Благодаря стабильности рынков сбыта снижаются потенциальные риски, связанные с резкими колебаниями как цен на реализуемую продукцию, так и спроса на нее, что повышает кредитоспособность компаний отрасли. Интегрированность производственных процессов позволяет снизить риски от привлечения сторонних компаний в производство промежуточной продукции, потенциально способного приводить к нарушению технологического цикла (особенно в кризисные периоды). При наличии вертикальной интеграции сглаживаются колебания цен на продукцию отдельных этапов передела, что благоприятно влияет на итоговый финансовый результат.

Категория качественной оценки добавленной стоимости и цикличности определяется в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Качественная оценка добавленной стоимости и цикличности

Категория оценки	Основные характеристики
I	Рынок сбыта характеризуется крайне низкой цикличностью; компания производит продукцию с высокой добавленной стоимостью и интегрирует полную цепочку добавленной стоимости производимой продукции
II	Рынок сбыта характеризуется умеренной цикличностью; компания имеет хорошо диверсифицированную линейку производимой продукции как с высокой добавленной стоимостью, так и сырьевого типа, но с низкой долей реализации на высокоцикличных рынках
III	Рынок сбыта характеризуется цикличностью; компания интегрирует часть цепочки добавленной стоимости производимой продукции, включающую несколько переделов
IV	Рынок сбыта характеризуется высокой цикличностью; компания производит один продукт сырьевого типа и имеет умеренную рыночную позицию, либо реализует продукцию на цикличном рынке одного региона; вертикальная интеграция в цепочку добавленной стоимости отсутствует
V	Рынок сбыта характеризуется очень высокой цикличностью; компания производит продукцию сырьевого типа, которая либо имеет ограниченное применение и круг потребителей, либо продается на высокоцикличном локальном рынке

Источник: АКРА

3.1.3. Продуктовая и географическая диверсификация

В рамках оценки продуктовой диверсификации компании анализируется линейка производимой продукции. Выпуск монопродукта делает компанию более уязвимой в периоды снижения спроса на данную продукцию, тогда как наличие диверсифицированной линейки позволяет распределить риски, связанные со структурными изменениями в потреблении и предложении конкретного товара.

Географическая диверсификация оценивается с точки зрения наличия у компании операционных активов в нескольких странах (улучшается доступ на региональные рынки и уменьшаются риски изменения внешнеторговой политики), а также отсутствия концентрации производства в одном месте или на ограниченном количестве производственных площадок (снижаются риски прекращения производства в связи с авариями или неблагоприятными событиями).

Категория качественной оценки продуктовой и географической диверсификации определяется в соответствии с Таблицей 4.

Таблица 4. Качественная оценка продуктовой и географической диверсификации

Категория оценки	Основные характеристики
I	Хорошо диверсифицированная линейка продуктов, отсутствие концентрации производственных активов в одной стране
II	Диверсифицированная линейка продуктов, умеренная концентрация производства в одной стране
III	Продуктовая линейка ограничена производством нескольких низкомаржинальных товаров сырьевого типа (commodity type); средняя диверсификация производства с концентрацией производственных активов в одной стране
IV	Слабая продуктовая диверсификация, линейка продуктов сконцентрирована на одном низкомаржинальном товаре сырьевого типа (commodity type) с умеренной позицией на ограниченном числе рынков сбыта; производственные активы находятся в одной стране
V	Очень слабая продуктовая диверсификация, продуктовая линейка ограничена одним низкомаржинальным товаром сырьевого типа (commodity type) ограниченного применения; очень слабая диверсификация производства, концентрация на одной производственной площадке

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовая политика и корпоративное управление»

Для оценки финансовой политики и корпоративного управления рейтингуемых лиц отрасли АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех индустрий (общее описание концепции качественной оценки корпоративного управления см. в п. 5 Методологии). Оценка блоков показателей в баллах производится в соответствии с Таблицей 5.

4. Финансовый профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа финансового профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей финансового профиля рейтингуемых лиц отрасли АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех отраслей экономики (общее описание качественной оценки показателей финансового профиля см. в п. 6 Методологии).

Количественные показатели финансового профиля оцениваются в баллах на основании принадлежности к тому или иному диапазону, а качественные — на базе категорий качественной оценки в соответствии с Таблицей 6.

4.1. Оценка блока «размер»

Для оценки масштаба бизнеса компаний отрасли АКРА использует размер их выручки и показатель величины чистых основных средств. Данные показатели важны с точки зрения оценки кредитоспособности рейтингуемых лиц, поскольку влияют на рыночную устойчивость и способность привлекать капитал. Масштаб бизнеса может свидетельствовать в том числе о способности компании устойчиво оперировать в периоды изменения спроса на ее продукцию и роста издержек, а также о возможности финансировать передовые технологические исследования и иметь лучшую

переговорную позицию во взаимоотношениях с потребителями или поставщиками сырья.

4.2. Оценка блока «рентабельность»

Рентабельность компаний отрасли оценивается по EBITDA и ROA. По мнению АКРА, показатель рентабельности по EBITDA позволяет оценить рентабельность компании без учета капиталоемкости производства; это дает возможность оценивать рентабельность компании с учетом текущей продуктовой линейки. Оценка рентабельности активов (ROA) позволяет оценить эффективность управления компании активами, а также учесть капиталоемкость производства той или иной продуктовой линейки.

4.3. Оценка блока «долговая нагрузка»

Оценка долговой нагрузки — один из ключевых факторов анализа финансовой устойчивости компаний отрасли. Для оценки долговой нагрузки рейтингуемых лиц отрасли АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение общего долга к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей. При оценке долговой нагрузки используются также качественные характеристики долга.

4.4. Оценка блока «покрытие»

Для оценки фактора покрытия рейтингуемых лиц отрасли АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение FFO до вычета процентных платежей к процентным платежам.

4.5. Оценка блока «ликвидность»

Для оценки ликвидности рейтингуемых лиц отрасли АКРА использует коэффициент краткосрочной ликвидности, а также качественные характеристики.

4.6. Оценка блока «денежный поток»

Для оценки денежного потока компаний отрасли АКРА использует рентабельность свободного денежного потока (FCF), а также качественную оценку устойчивости FCF.

Способность финансировать инвестиционную программу из операционного денежного потока важна для компаний отрасли, поскольку их рыночная позиция во многом зависит от технологического уровня производства и степени изношенности основных средств. Отдельно проводится анализ дивидендных выплат, производимых компанией. На фоне высоких капитальных затрат высокие расходы на дивиденды могут оказать существенное давление на FCF.

Таблица 5. Оценка блоков показателей операционного профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Бизнес-профиль	Рыночная позиция	40%	V	IV	III	II	I
	Добавленная стоимость и цикличность	30%	V	IV	III	II	I
	Продуктовая и географическая диверсификация	30%	V	IV	III	II	I
Финансовая политика и корпоративное управление	Финансовая политика	50%	V	IV	III	II	I
	Корпоративное управление	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Таблица 6. Оценка блоков показателей финансового профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Размер	Выручка (млрд долл. США)	50%	[0;1)	[1;5)	[5;10)	[10;50)	[50; ∞)
	Чистые основные средства (млрд долл. США)	50%	[0; 1)	[1; 2)	[2; 5)	[5; 15)	[15; ∞)
Рентабельность	Рентабельность по EBITDA	70%	(-∞; 5%)	[5%; 10%)	[10%; 20%)	[20%; 30%)	[30%; ∞)
	Рентабельность активов (ROA)	30%	(-∞; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; 20%)	[20%; ∞)
Долговая нагрузка	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей	70%	(6; ∞)	(4; 6]	(2,5; 4]	(1; 2,5]	[0; 1]
	Качественная оценка долговой нагрузки	30%	V	IV	III	II	I
Покрытие	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам	100%	(-∞; 2)	[2; 4)	[4; 10)	[10; 20)	[20; ∞)
Ликвидность	Коэффициент ликвидности	50%	(-∞; 0,8)	[0,8; 1)	[1; 1,25)	[1,25; 1,5)	[1,5; ∞)
	Качественная оценка ликвидности	50%	V	IV	III	II	I
Денежный поток	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)	50%	(-∞; -10%)	[-10%; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; ∞)
	Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Приложение 3. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: нефтегазовая отрасль (интегрированные производители)

1. Компании отрасли

Подходы к оценке, описанные в настоящем документе, применимы к компаниям, основная деятельность которых — добыча, дальнейшая переработка и реализация нефти и газа (интегрированные производители).

2. Описание структуры рейтинговых факторов

Анализ кредитоспособности рейтингуемых лиц нефтегазового сектора основывается на оценке восьми блоков показателей, объединенных в два профиля и имеющих собственные веса, сумма которых составляет 100%. Представленные в Таблице 1 веса являются базовыми, то есть могут изменяться в зависимости от полученных оценок блоков показателей (описание концепции плавающего взвешивания см. в п. 4.1.3. Методологии).

Таблица 1. Скоринговая карта нефтегазового сектора

Профиль	Блоки показателей	Базовый вес блока	Показатели
Операционный профиль	Бизнес-профиль	20%	Степень вертикальной интеграции
			Географическая диверсификация
			Технологии добычи и переработки
	Финансовая политика и корпоративное управление	10%	Финансовая политика
			Корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер	20%	Объем добычи (тыс. барр. н. э. в сутки)
			Доказанные резервы (млн барр. н. э.)
	Рентабельность и эффективность	10%	Рентабельность по EBIT
			Денежные затраты на добычу (долл. США за барр. н. э.)
	Долговая нагрузка	15%	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей
			Качественная оценка долговой нагрузки
	Покрытие	15%	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам
	Ликвидность	5%	Коэффициент ликвидности
			Качественная оценка ликвидности
	Денежный поток	5%	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)
			Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)

Источник: АКРА

3. Операционный профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа операционного профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей операционного профиля рейтингуемых лиц нефтегазовой отрасли АКРА использует присущий данному сектору набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки. Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 5.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

Оценка бизнес-профиля компаний нефтегазового сектора является частью анализа кредитоспособности, так как помогает определить способность компаний сохранять свои финансовые показатели в периоды снижения спроса и падения цен.

Нефтегазовая отрасль отличается высокой цикличностью, а также волатильностью цен и спроса как на первичное сырье, так и на продукты переработки. Оценка способности отраслевых компаний сохранять определенный уровень рентабельности в периоды низких цен на сырье является одной из ключевых составляющих оценки бизнес-профиля. Конкурентные преимущества компании, такие как низкая себестоимость добычи барр. н. э., степень вертикальной интеграции, глубина переработки сырья, географическая диверсификация добычи и передовые технологические разработки, повышают ее финансовую устойчивость.

Оценка бизнес-профиля проводится с учетом перечисленных ниже субфакторов, подлежащих качественной оценке.

3.1.1. Степень вертикальной интеграции

Степень вертикальной интеграции компании оказывает положительное влияние на ее операционную эффективность и способствует снижению зависимости от негативного изменения цен на углеводороды, прежде всего, за счет производства продуктов переработки с более высокой добавленной стоимостью. Компании, характеризующиеся большей степенью вертикальной интеграции и продуктовой диверсификацией, генерируют более стабильные денежные потоки, что, в свою очередь, повышает прогнозируемость финансового состояния компаний.

Категория качественной оценки степени вертикальной интеграции определяется в соответствии с Таблицей 2.

Таблица 2. Качественная оценка степени вертикальной интеграции

Категория оценки	Основные характеристики
I	Максимально высокая степень вертикальной интеграции во всю стоимостную цепочку переработки нефти и газа (очень хорошие downstream мощности)
II	Высокая степень вертикальной интеграции в стоимостную цепочку переработки нефти и газа (хорошие downstream мощности)
III	Умеренная степень вертикальной интеграции в стоимостную цепочку переработки нефти и газа (собственные downstream мощности)
IV	Незначительная степень вертикальной интеграции в стоимостную цепочку и ограниченные возможности переработки нефти и газа (слабые downstream мощности)
V	Отсутствие вертикальной интеграции в стоимостную цепочку переработки нефти и газа (downstream мощности отсутствуют)

Источник: АКРА

3.1.2. Географическая диверсификация

Географическая диверсификация оценивается как с точки зрения наличия у компании добывающих активов в нескольких странах (снижает геополитические риски), так и с точки зрения отсутствия концентрации добычи на одном или ограниченном количестве месторождений (снижаются риски остановки добычи в связи с авариями или другими неблагоприятными событиями).

Категория качественной оценки географической диверсификации определяется в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Качественная оценка географической диверсификации

Категория оценки	Основные характеристики
I	Отсутствие зависимости от одного или двух крупнейших месторождений; наличие значительного логистического преимущества; высокая диверсификация добычи и продаж; сильная позиция на глобальных рынках или в нескольких регионах
II	Значительная и диверсифицированная углеводородная сырьевая база; наличие логистического преимущества; хорошая диверсификация добычи и продаж; сильная региональная рыночная позиция
III	Заметный вклад крупнейшего месторождения в общую структуру добычи; минимальное логистическое преимущество; умеренная диверсификация добычи и продаж; хорошая позиция на рынке одной страны
IV	На крупнейшее месторождение может приходиться более половины суммарного объема добычи; отсутствие логистических преимуществ; слабая диверсификация добычи и продаж; умеренно слабая рыночная позиция, ограниченная несколькими локальными рынками
V	На крупнейшее месторождение приходится бо́льшая часть суммарного объема добычи; логистические ограничения осложняют реализацию продукции; диверсификация добычи и продаж отсутствует; слабая рыночная позиция с присутствием в одном регионе

Источник: АКРА

3.1.3. Технологии добычи и переработки

Использование передовых технологий добычи и переработки может значительно увеличить эффективность операционной деятельности компании и снизить себестоимость добычи, обеспечивая бо́льшую гибкость в периоды негативных ценовых изменений.

Эффективность и глубина переработки сырья также оказывают влияние на уровень продуктовой диверсификации компании и ее способность производить высокомаржинальный конечный продукт.

Категория качественной оценки показателя технологий добычи и переработки определяется в соответствии с Таблицей 4.

Таблица 4. Качественная оценка технологий добычи и переработки

Категория оценки	Основные характеристики
I	Компания является лидером с точки зрения технологий добычи и переработки; высокая глубина переработки нефти и газа; компания перерабатывает практически все добываемое сырье
II	Высокий уровень технологий добычи и переработки; умеренно высокая глубина переработки нефти и газа; компания перерабатывает бо́льшую часть добываемого сырья
III	Средний уровень технологий добычи и переработки; средняя глубина переработки нефти и газа; компания перерабатывает половину добываемого сырья
IV	Бо́льшая часть технологических работ в добывающем сегменте передается внешним подрядчикам; низкая глубина переработки нефти и газа; преобладает первичная переработка сырья, включающая отдельные процессы вторичной переработки
V	Все технологические работы передаются внешним подрядчикам; компания осуществляет только первичную переработку

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовая политика и корпоративное управление»

Для оценки финансовой политики и корпоративного управления рейтингуемых лиц нефтегазового сектора АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех индустрий (общее описание концепции качественной оценки корпоративного управления см. в п. 5. Методологии). Оценка показателя в баллах производится в соответствии с Таблицей 5.

4. Финансовый профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа финансового профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей финансового профиля рейтингуемых лиц нефтегазового сектора АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех отраслей экономики (общее описание качественной оценки показателей финансового профиля см. в п. 6. Методологии).

Количественные показатели финансового профиля оцениваются в баллах на основании принадлежности к тому или иному диапазону, а качественные — на базе категорий качественной оценки в соответствии с Таблицей 6.

4.1. Оценка блока «размер»

Для оценки масштаба бизнеса нефтегазовых компаний АКРА использует операционные показатели объема добычи и размера доказанных резервов.

Значительный объем добываемого сырья свидетельствует о масштабе бизнеса компании и степени ее влияния на баланс на мировом рынке энергоресурсов, а также обеспечивает более легкий доступ к широким рынкам сбыта и возможность их диверсификации.

Фактор размера доказанных резервов оценивает возможность компании поддерживать текущие уровни добычи и операционных показателей. Кроме того, размер доказанных резервов, добыча которых экономически оправдана, определяет долгосрочную устойчивость компании. При рейтинговом анализе принимаются во внимание уровень разработки резервов, стоимость дальнейших геологических исследований и себестоимость добычи. Наличие больших размеров доказанных резервов дает компании бо́льшую гибкость в бюджетировании своих затрат на разведку новых месторождений в периоды снижения цен на сырье.

4.2. Оценка блока «рентабельность и эффективность»

Рентабельность нефтегазовых компаний оценивается по EBIT и уровню денежных затрат на добычу барр. н. э.

Рентабельность по EBIT отражает способность компании эффективно управлять операционными затратами. Ввиду цикличности отрасли компаниям часто приходится балансировать уровень добычи и операционные издержки для поддержания уровня рентабельности.

Низкий уровень денежных затрат на добычу барр. н. э. является важным конкурентным преимуществом, которое обеспечивает устойчивость компании в условиях сильного снижения цен на сырье.

4.3. Оценка блока «долговая нагрузка»

Оценка долговой нагрузки — один из ключевых факторов анализа финансовой устойчивости компаний нефтегазового сектора, учитывая высокую цикличность отрасли. Для оценки долговой нагрузки рейтингуемых лиц сектора АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение общего долга к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей. При оценке долговой нагрузки используются также качественные характеристики.

4.4. Оценка блока «покрытие»

Для оценки фактора покрытия рейтингуемых лиц нефтегазового сектора АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение FFO до вычета процентных платежей к процентным платежам.

4.5. Оценка блока «ликвидность»

Для оценки ликвидности рейтингуемых лиц нефтегазовой отрасли АКРА использует коэффициент краткосрочной ликвидности, а также качественные характеристики.

4.6. Оценка блока «денежный поток»

Для оценки денежного потока рейтингуемых лиц нефтегазового сектора Агентство использует показатель рентабельности свободного денежного потока (FCF), а также качественную оценку устойчивости FCF.

Способность финансировать инвестиционную программу из операционного денежного потока важна для компаний нефтегазового сектора, особенно в периоды неблагоприятной ценовой конъюнктуры. При этом компании, принадлежащие к высоким рейтинговым категориям, могут генерировать положительный FCF даже в периоды отрицательной динамики цен.

Отдельно проводится анализ дивидендных выплат, производимых компанией. На фоне высоких капитальных затрат высокие расходы на дивиденды могут оказать существенное давление на FCF.

Таблица 5. Оценка блоков показателей операционного профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Бизнес-профиль	Степень вертикальной интеграции	40%	V	IV	III	II	I
	Географическая диверсификация	30%	V	IV	III	II	I
	Технологии добычи и переработки	30%	V	IV	III	II	I
Финансовая политика и корпоративное управление	Финансовая политика	50%	V	IV	III	II	I
	Корпоративное управление	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Таблица 6. Оценка блоков показателей финансового профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Размер	Объем добычи (тыс. барр. н. э. в сутки)	70%	[0; 20)	[20; 50)	[50; 150)	[150; 1000)	[1000; ∞)
	Доказанные резервы (млн барр. н. э.)	30%	[0; 30)	[30; 100)	[100; 500)	[500; 5000)	[5000; ∞)
Рентабельность и эффективность	Рентабельность по EBIT	50%	(-∞; 3%)	[3%; 7%)	[7%; 15%)	[15%; 30%)	[30%; ∞)
	Денежные затраты на добычу (долл. США за барр. н. э.)	50%	(40; ∞)	(30; 40]	(20; 30]	(10; 20]	[0; 10]
Долговая нагрузка	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей	70%	(5;∞)	(3,5;5]	(2;3,5]	(1;2]	[0; 1]
	Качественная оценка долговой нагрузки	30%	V	IV	III	II	I
Покрытие	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам	100%	(-∞; 2)	[2; 4)	[4; 10)	[10; 20)	[20; ∞)
Ликвидность	Коэффициент ликвидности	50%	(-∞; 0,8)	[0,8; 1)	[1; 1,25)	[1,25; 1,5)	[1,5; ∞)
	Качественная оценка ликвидности	50%	V	IV	III	II	I
Денежный поток	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)	50%	(-∞; -10%)	[-10%; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; ∞)
	Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Приложение 4. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: добыча полезных ископаемых (за исключением нефти и газа)

1. Компании отрасли

Подходы к оценке, описанные в настоящем документе, применимы к компаниям, основная деятельность которых — добыча полезных ископаемых, за исключением нефти и газа.

2. Описание структуры рейтинговых факторов

Анализ кредитоспособности рейтингуемых лиц сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа) основывается на оценке восьми блоков показателей, объединенных в два профиля и имеющих собственные веса, сумма которых составляет 100%. Представленные в Таблице 1 веса являются базовыми, то есть могут изменяться в зависимости от полученных оценок блоков показателей (описание концепции плавающего взвешивания см. в п. 4.1.3. Методологии).

Таблица 1. Скоринговая карта сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа)

Профиль	Блоки показателей	Базовый вес блока	Показатели
Операционный профиль	Бизнес-профиль	20%	Рыночная позиция и эффективность добычи
			Продуктовая и географическая диверсификация
	Финансовая политика и корпоративное управление	10%	Финансовая политика
			Корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер	20%	Выручка (млрд долл. США)
			Величина доказанных резервов (в годах добычи)
	Рентабельность	10%	Рентабельность по EBIT
	Долговая нагрузка	15%	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей
			Качественная оценка долговой нагрузки
	Покрытие	15%	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам
	Ликвидность	5%	Коэффициент ликвидности
			Качественная оценка ликвидности
	Денежный поток	5%	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)
			Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)

Источник: АКРА

3. Операционный профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа операционного профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей операционного профиля рейтингуемых лиц сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа) АКРА использует присущий данной отрасли набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки.

Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 4.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

Добывающий сектор отличается высокой цикличностью, волатильностью финансовых результатов и высокими капитальными затратами как на поддержание текущего объема добычи, так и на развитие новых месторождений. Компании сектора оперируют в условиях постоянно меняющегося рынка, включая колебания спроса и цен, поэтому важно оценивать их способность адаптировать издержки в зависимости от изменений внешней среды. Конкурентные преимущества компании, такие как низкая себестоимость добычи, хорошая продуктовая диверсификация и масштаб деятельности, повышают ее финансовую устойчивость.

Оценка бизнес-профиля проводится с учетом перечисленных ниже субфакторов, подлежащих качественной оценке.

3.1.1. Рыночная позиция и эффективность добычи

Высокая доля рынка обеспечивает доступ к дополнительным ресурсам и, как следствие, обуславливает более высокую кредитоспособность крупных игроков. Качество ресурсной базы добывающей компании определяется уровнем себестоимости добычи. При оценке себестоимости добычи учитывается среди прочего и логистика, поскольку необходимость длительной транспортировки до ключевых рынков сбыта или центров переработки/ обогащения может значительно увеличить конечную себестоимость и снизить рентабельность бизнеса.

Категория качественной оценки рыночной позиции и эффективности добычи определяется в соответствии с Таблицей 2.

Таблица 2. Качественная оценка рыночной позиции и эффективности добычи

Категория оценки	Основные характеристики
I	Компания находится в 1-м квартиле мировой кривой издержек[2]; мировой лидер рынка; обладает значительным логистическим преимуществом
II	Компания находится во 2-м квартиле мировой кривой издержек; один из ключевых игроков на мировом рынке; обладает логистическим преимуществом

[2] Мировая кривая издержек — график, отображающий производственные мощности и затраты отрасли в мировом масштабе. Вдоль горизонтальной оси отражаются накопленные мощности всех производителей, ранжированные в соответствии с удельной себестоимостью производства по вертикальной оси. Мировая кривая издержек позволяет прогнозировать влияние изменения использования производственных мощностей, колебаний спроса и производственных затрат на уровень цен, а также влияние изменений цен на объем предложения продукции отрасли в глобальном масштабе.

III	Компания находится в 3-м квартиле мировой кривой издержек; доля на мировом рынке стабильна; логистическое преимущество минимально
IV	Компания находится в 4-м квартиле мировой кривой издержек; доля на мировом рынке незначительна и волатильна; отсутствие логистического преимущества
V	Отрицательная денежная рентабельность добычи; доля на мировом рынке минимальна; логистические ограничения осложняют транспортировку продукции до рынков сбыта и центров переработки/обогащения

Источник: АКРА

3.1.2. Продуктовая и географическая диверсификация

Концентрация добывающей компании на монопродукте увеличивает риск высокой зависимости ее финансовых показателей как от волатильности цен на этот товар, так и от долгосрочных периодов низкого спроса на него. Таким образом, более высокая диверсификация продуктового портфеля добывающей компании обеспечивает лучшую защиту от колебаний цен на тот или иной товар, а также более высокие прогнозируемость ее операционных и финансовых показателей и способность преодолевать фазы циклического падения. На оценку продуктовой диверсификации оказывают влияние характеристики добываемого сырья (например, различные марки угля, содержание полезного компонента в руде). Добывающие компании с наивысшей оценкой субфактора продуктовой диверсификации — мировые конгломераты, способные оказывать существенное влияние на баланс спроса и предложения на глобальном рынке как минимум двух товаров.

Географическая диверсификация оценивается как с точки зрения наличия добывающих активов в нескольких странах, так и с точки зрения отсутствия концентрации добычи на одном или ограниченном количестве месторождений.

Категория качественной оценки продуктовой и географической диверсификации определяется в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Качественная оценка продуктовой и географической диверсификации

Категория оценки	Основные характеристики
I	Производитель по меньшей мере четырех товаров; активы расположены в трех-четырех странах; высокая диверсификация добычи (ведется на большом количестве месторождений)
II	Производитель более трех товаров; активы расположены в двух-трех странах; умеренно высокая диверсификация добычи (ведется на нескольких месторождениях)
III	Производитель не более чем трех товаров; активы расположены в одной-двух странах; умеренная диверсификация добычи (ведется более чем на одном месторождении)
IV	Производитель монопродукта; активы расположены в одной стране; слабая диверсификация добычи (преимущественно сконцентрирована на одном месторождении)
V	Производитель монопродукта; активы расположены в одной стране; добыча сконцентрирована на одном месторождении

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовая политика и корпоративное управление»

Для оценки финансовой политики и корпоративного управления рейтингуемых лиц сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа) АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех индустрий (общее описание концепции качественной оценки корпоративного управления см. в п. 5. Методологии). Оценка блоков показателей в баллах производится в соответствии с Таблицей 4.

4. Финансовый профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа финансового профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей финансового профиля рейтингуемых лиц сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа) АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех отраслей экономики (общее описание качественной оценки показателей финансового профиля см. в п. 6. Методологии).

Количественные показатели финансового профиля оцениваются в баллах на основании принадлежности к тому или иному диапазону, а качественные — на базе категорий качественной оценки в соответствии с Таблицей 5.

4.1. Оценка блока «размер»

Для оценки масштаба бизнеса компаний сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа) АКРА использует размер их выручки, который важен с точки зрения оценки кредитоспособности рейтингуемых лиц, а также величину доказанных резервов (в годах добычи).

Крупные компании, характеризующиеся более высоким уровнем выручки, могут работать более эффективно по сравнению с более мелкими игроками, что обеспечивает снижение общих затрат производства, а также бо́льшую результативность корпоративного администрирования как бизнес-процессов, так и финансов, налогов, юридических вопросов и бухучета. Кроме того, более крупные компании могут генерировать более существенные денежные потоки для финансирования капитальных вложений и снижения долговой нагрузки, а также обладать более широким доступом к рынкам капитала, что, в свою очередь, обеспечивает снижение стоимости заимствований.

Показатель величины доказанных резервов (в годах добычи) отражает возможность компании поддерживать на долгосрочной основе текущий уровень добычи, что обеспечивает стабильность ее операционных показателей.

Наличие у компании лицензии на крупное месторождение с хорошей ресурсной базой и низкой себестоимостью добычи является необходимым условием для стабильной и длительной операционной деятельности на этом месторождении. Способность компании увеличить ресурсную базу за счет прилегающих месторождений без значительных дополнительных капиталовложений в инфраструктуру повышает ее инвестиционную привлекательность и кредитоспособность.

4.2. Оценка блока «рентабельность»

Рентабельность компаний сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа) оценивается по EBIT, что, по мнению АКРА, отражает эффективность управления операционными затратами. Учитывая цикличность отрасли, компаниям часто приходится адаптировать уровень добычи и операционные издержки для поддержания своей рентабельности. Высокие оценки по показателю рентабельности указывают на способность компании оптимизировать издержки в условиях изменчивой конъюнктуры.

4.3. Оценка блока «долговая нагрузка»

Оценка долговой нагрузки — один из ключевых факторов анализа финансовой устойчивости компаний сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа) ввиду существенной капиталоемкости отрасли и крайне нестабильной ценовой динамики. Для оценки долговой нагрузки рейтингуемых лиц сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа) АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение общего долга к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей, и качественные характеристики долговой нагрузки.

4.4. Оценка блока «покрытие»

Для оценки фактора покрытия рейтингуемых лиц сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа) АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение FFO до вычета процентных платежей к процентным платежам.

4.5. Оценка блока «ликвидность»

Для оценки ликвидности рейтингуемых лиц сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа) АКРА использует коэффициент краткосрочной ликвидности, а также качественные характеристики ликвидности.

4.6. Оценка блока «денежный поток»

Для оценки денежного потока рейтингуемых лиц сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа) АКРА использует показатель рентабельности свободного денежного потока (FCF), а также качественную оценку устойчивости FCF.

Способность финансировать инвестиционную программу из операционного денежного потока крайне важна для компаний сектора добычи полезных ископаемых (за исключением нефти и газа), особенно в периоды неблагоприятной ценовой конъюнктуры.
При этом компании, принадлежащие к высоким рейтинговым категориям, могут генерировать положительный FCF даже в периоды отрицательной динамики цен.

Отдельно проводится анализ дивидендных выплат, производимых компанией. На фоне высоких капитальных затрат высокие расходы на дивиденды могут оказать существенное давление на FCF.

Таблица 4. Оценка блоков показателей операционного профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Бизнес-профиль	Рыночная позиция и эффективность добычи	50%	V	IV	III	II	I
	Продуктовая и географическая диверсификация	50%	V	IV	III	II	I
Финансовая политика и корпоративное управление	Финансовая политика	50%	V	IV	III	II	I
	Корпоративное управление	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Таблица 5. Оценка блоков показателей финансового профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Размер	Выручка, млрд долл. США	70%	[0;1)	[1;5)	[5;10)	[10;50)	[50; ∞)
	Величина доказанных резервов (в годах добычи)	30%	[0; 10)	[10; 20)	[20; 30)	[30; 40)	[40; ∞)
Рентабельность	Рентабельность по EBIT	100%	(-∞; 5%)	[5%; 10%)	[10%; 20%)	[20%; 30%)	[30%; ∞)
Долговая нагрузка	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей	70%	(6; ∞)	(4; 6]	(2,5; 4]	(1; 2,5]	[0; 1]
	Качественная оценка долговой нагрузки	30%	V	IV	III	II	I
Покрытие	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам	100%	(-∞; 2)	[2; 4)	[4; 8)	[8; 15)	[15; ∞)
Ликвидность	Коэффициент ликвидности	50%	(-∞; 0,8)	[0,8; 1)	[1; 1,25)	[1,25; 1,5)	[1,5; ∞)
	Качественная оценка ликвидности	50%	V	IV	III	II	I
Денежный поток	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)	50%	(-∞; -10%)	[-10%; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; ∞)
	Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Приложение 5. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: телекоммуникации

1. Компании отрасли

Подходы к оценке, описанные в настоящем документе, применимы к компаниям, основная деятельность которых заключается в предоставлении коммуникационных и электронных услуг, услуг широкополосного доступа в Интернет, а также в обеспечении и обслуживании информационно-коммуникационной инфраструктуры.

2. Описание структуры рейтинговых факторов

Анализ кредитоспособности рейтингуемых лиц телекоммуникационного сектора основывается на оценке восьми блоков показателей, объединенных в два профиля и имеющих собственные веса, сумма которых составляет 100%. Представленные в Таблице 1 веса являются базовыми, то есть могут изменяться в зависимости от полученных оценок блоков показателей (описание концепции плавающего взвешивания см. в п. 4.1.3 Методологии).

Таблица 1. Скоринговая карта телекоммуникационных компаний

Профиль	Блоки показателей	Базовый вес блока	Показатели
Операционный профиль	Бизнес-профиль	20%	Бизнес-модель и качество инфраструктуры
			Регуляторная среда
			Рыночная позиция
	Финансовая политика и корпоративное управление	15%	Финансовая политика
			Корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер	15%	Выручка (млрд долл. США)
	Рентабельность	10%	Рентабельность по средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей и налогов
			Качественная оценка рентабельности
	Долговая нагрузка	15%	Скорректированный общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей
			Качественная оценка долговой нагрузки
	Покрытие	15%	Средства от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей к фиксированным платежам
	Ликвидность	5%	Коэффициент ликвидности
			Качественная оценка ликвидности
	Денежный поток	5%	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)
			Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)

Источник: АКРА

3. Операционный профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа операционного профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей операционного профиля рейтингуемых лиц телекоммуникационной отрасли АКРА использует присущий данному сектору набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки. Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 6.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

Оценка бизнес-профиля основана на качественном анализе рыночной структуры компании и ее позиции на ключевых рынках. Во внимание принимается размер клиентской базы, тенденции с точки зрения распределения источников выручки (по сегментам телекоммуникационных услуг), соответствие используемой инфраструктуры последним технологическим достижениям, а также способность к быстрой адаптации новых технологических разработок. Кроме того, при анализе компании отрасли оцениваются страновые риски и специфика регулирования. Оценка бизнес-профиля проводится с учетом перечисленных ниже субфакторов.

3.1.1. Бизнес-модель и качество инфраструктуры

Положительное влияние на финансовую надежность рейтингуемого лица оказывают отсутствие риска технологического отставания и наличие долгосрочной стратегии развития, нацеленной на создание новых продуктов и внедрение передовых технологий с учетом потребностей потребителей и мировых трендов развития отрасли.

Категория качественной оценки бизнес-модели и качества инфраструктуры определяется в соответствии с Таблицей 2.

Таблица 2. Качественная оценка бизнес-модели и качества инфраструктуры

Категория оценки	Основные характеристики
I	Инфраструктура компании относится к последнему технологическому поколению (низкий технологический риск); вся или почти вся инфраструктура находится в собственности компании
II	Часть инфраструктуры компании относится к последнему технологическому поколению (ограниченный технологический риск); значительная доля инфраструктуры находится в собственности компании
III	Отдельные элементы инфраструктуры компании относятся к последнему технологическому поколению (умеренный технологический риск); часть инфраструктуры принадлежит компании, а часть арендуется (примерно в равных долях)
IV	Требуется модернизация инфраструктуры для предоставления компанией услуг нового технологического поколения (высокий технологический риск); значительная доля инфраструктуры арендуется компанией
V	Качество инфраструктуры очень низкое, высоки риски для бесперебойного функционирования сервисов, требуются существенные инвестиции в развитие инфраструктуры услуг нового технологического поколения (очень высокий технологический риск); практически вся инфраструктура арендуется компанией

Источник: АКРА

3.1.2. Регуляторная среда

Регуляторная среда во многом определяет успешность операционной деятельности компаний сектора, а при оценке регулирования особое внимание уделяется следующим параметрам: 1) привлекательность регуляторной среды для инвестиций; 2) регуляторные барьеры для выхода на рынок новых игроков (в частности, выдача новых лицензий); 3) предсказуемость; 4) зависимость совокупной выручки компании от регулируемой части данного показателя.

Оценка фактора во многом зависит от действующей практики регулирования и потенциальных рисков ее изменения в будущем. Устоявшаяся и предсказуемая регуляторная среда позитивно влияет на финансовую надежность рейтингуемого лица, тогда как наличие законодательных инициатив, негативно воздействующих на компании отрасли, напротив, оказывает отрицательное воздействие.

Категория качественной оценки регуляторной среды определяется в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Качественная оценка регулирования отрасли

Категория оценки	Основные характеристики
I	Регуляторный риск отсутствует, регулирование прозрачно и исторически имеет предсказуемый характер (более чем за пятилетний период не было случаев внесения в законодательство изменений, ухудшающих положение компаний отрасли), регулирование позволяет поддерживать высокую доходность бизнеса телекоммуникационных компаний в долгосрочной перспективе; выдача новых лицензий маловероятна
II	Регуляторный риск минимален, регулирование прозрачно и имеет предсказуемый характер (за последние пять лет не было случаев внесения в законодательство изменений, ухудшающих положение компаний отрасли), рейтингуемое лицо оперирует в странах с высокими или адекватными оценками* качества государственных институтов, регулирование позволяет поддерживать адекватную доходность бизнеса телекоммуникационных компаний в среднесрочной перспективе; выдача новых лицензий вероятна, но количество данных лицензий ограничено
III	Умеренный регуляторный риск, регулирование подвержено воздействию неэкономических факторов (решения могут быть политически мотивированными), есть прецеденты непредсказуемых изменений в регулировании (за последние три года были случаи внесения в законодательство изменений, ухудшающих положение компаний отрасли), регулирование позволяет поддерживать доходность бизнеса телекоммуникационных компаний на среднем уровне в краткосрочной перспективе (или на низком уровне — в среднесрочной); выдача новых лицензий вероятна
IV	Высокий регуляторный риск, регулирование непрозрачно и подвержено воздействию неэкономических факторов (многие решения зависят от политической ситуации в стране, есть примеры внесения в законодательство непоследовательных и труднопредсказуемых изменений), регулирование не позволяет прогнозировать уровень доходности бизнеса телекоммуникационных компаний; выдача новых лицензий осуществляется на постоянной основе
V	Очень высокий регуляторный риск, регулирование отсутствует, либо в законодательство вносятся непрогнозируемые или негативные для отрасли изменения

* Данные Всемирного банка.
Источник: АКРА

3.1.3. Рыночная позиция

Рыночная позиция определяется долей компании на рынке или в его отдельных сегментах, возможностью дальнейшего роста рыночного присутствия, а также уровнем диверсификации деятельности (в том числе с учетом структуры выручки в разрезе различных сегментов: проводная или мобильная связь, передача данных, услуги бизнесу или населению). Лидирующие позиции на национальном рынке положительно сказываются на финансовой устойчивости рейтингуемого лица, тогда как представленность компании только на локальном рынке и слабые конкурентные позиции негативно влияют на кредитоспособность.

Категория качественной оценки рыночной позиции определяется в соответствии с Таблицей 4.

Таблица 4. Качественная оценка рыночной позиции

Категория оценки	Основные характеристики
I	Национальный лидер с широкой географической диверсификацией деятельности, способный предоставлять весь спектр телекоммуникационных услуг и имеющий значительную клиентскую базу; успешное продвижение на международные рынки; выручка формируется за счет нескольких сегментов (мобильная и фиксированная телефонная связь, передача данных и др.)
II	Один из ключевых игроков национального рынка, предоставляющий широкий спектр телекоммуникационных услуг и имеющий значительную клиентскую базу; ограниченное присутствие за пределами национального рынка; выручка формируется за счет нескольких сегментов, при этом есть лидирующий сегмент
III	Значимый игрок локального рынка (или конкурентная позиция на локальных рынках), способный предоставлять ряд телекоммуникационных услуг, имеющий ограниченную клиентскую базу и работающий на рынке с растущей конкуренцией; выручка формируется преимущественно в одном сегменте, при этом компания ведет работу по выходу в другие рыночные сегменты
IV	Игрок локального рынка, имеющий существенно ограниченную клиентскую базу и подверженный значительному давлению со стороны растущей конкуренции; выручка формируется в одном сегменте, при этом компания не стремится расширять спектр предоставляемых услуг
V	Небольшой игрок локального рынка, бизнес которого во многом зависит от доступа к инфраструктуре сторонних компаний; присутствует в одном телекоммуникационном сегменте и ведет работу по выходу в другие сегменты

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовая политика и корпоративное управление»

Для оценки финансовой политики и корпоративного управления рейтингуемых лиц телекоммуникационного сектора АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех индустрий (общее описание концепции качественной оценки финансовой политики и корпоративного управления см. в п. 5 Методологии).

Оценка блоков показателей в баллах производится в соответствии с Таблицей 6.

4. Финансовый профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа финансового профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей финансового профиля рейтингуемых лиц телекоммуникационного сектора АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех отраслей экономики (общее описание качественной оценки показателей финансового профиля см. в п. 6 Методологии), а также индивидуальный набор качественных характеристик в соответствии с Таблицей 5.

Количественные показатели финансового профиля оцениваются в баллах на основании принадлежности к тому или иному диапазону, а качественные — на базе категорий качественной оценки в соответствии с Таблицей 7.

4.1. Оценка блока «размер»

Для оценки масштаба бизнеса телекоммуникационных компаний АКРА использует размер их выручки, который важен с точки зрения оценки кредитоспособности рейтингуемых лиц. Кроме того, проводится анализ динамики выручки: компании, демонстрирующие высокие темпы роста данного показателя, оцениваются выше тех, у кого выручка стагнирует или темпы ее роста невысоки.

4.2. Оценка блока «рентабельность»

Для оценки рентабельности компаний отрасли используется рентабельность по средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей и налогов. Это позволяет проводить корректный сравнительный анализ между компаниями, использующими собственную инфраструктуру и арендующими ее.

Дополнительно проводится оценка рентабельности рейтингуемого лица в сравнении с показателями основных конкурентов. Кроме того, оценивается, как изменения уровней рентабельности компании в последние три-пять лет соотносятся с трендами развития отрасли: компания, демонстрирующая существенно более высокие уровни рентабельности в сравнении с конкурентами, оценивается более высоко, чем компания, чья рентабельность находится на среднеотраслевом уровне или труднопредсказуема в силу волатильности ее показателей.

Таблица 5. Качественная оценка рентабельности

Категория оценки	Основные характеристики
I	Очень высокая рентабельность по сравнению с конкурентами
II	Устойчиво высокая рентабельность (отсутствие значимых колебаний показателя за последние три года)
III	Рентабельность на среднеотраслевом уровне (отсутствие значимых колебаний за последние три года)
IV	Рентабельность на нижнем уровне среднеотраслевых значений (невысокая волатильность показателя)
V	Устойчиво низкий уровень рентабельности или труднопредсказуемая динамика (высокая волатильность показателя)

Источник: АКРА

Рентабельность операционной деятельности телекоммуникационных компаний традиционно находится на высоком уровне, поэтому количественные показатели оценки у них выше, чем у компаний из большинства других отраслей.

4.3. Оценка блока «долговая нагрузка»

Для оценки долговой нагрузки телекоммуникационных компаний АКРА использует отношение скорректированного общего долга[3] к средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей.

4.4. Оценка блока «покрытие»

Для оценки фактора покрытия рейтингуемых лиц телекоммуникационного сектора АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение FFO до вычета фиксированных платежей к фиксированным платежам. Это позволяет проводить более корректный сравнительный анализ между компаниями, использующими собственную инфраструктуру и арендующими ее.

4.5. Оценка блока «ликвидность»

Для оценки ликвидности рейтингуемых лиц телекоммуникационного сектора АКРА использует коэффициент краткосрочной ликвидности, а также качественные характеристики.

4.6. Оценка блока «денежный поток»

Для оценки денежного потока компаний отрасли АКРА использует показатель рентабельности свободного денежного потока (FCF), а также качественную оценку устойчивости FCF.

При наличии у телекоммуникационной компании собственной инфраструктуры ей необходимо поддерживать высокий уровень капитальных затрат и финансировать их за счет денежного потока (во избежание износа инфраструктуры, технологического отставания от конкурентов и ухудшения финансовых показателей). Отдельно проводится анализ дивидендных выплат, производимых компанией. На фоне высоких капитальных затрат высокие расходы на дивиденды могут оказать существенное давление на FCF.

[3] Учитывая сложившуюся практику оценки стоимости аренды инфраструктуры для компаний телекоммуникационного сектора, при корректировке размера долга АКРА использует мультипликатор капитализации операционной аренды, равный 4x.

Таблица 6. Оценка блоков показателей операционного профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Бизнес-профиль	Бизнес-модель и качество инфраструктуры	50%	V	IV	III	II	I
	Регуляторная среда	25%	V	IV	III	II	I
	Рыночная позиция	25%	V	IV	III	II	I
Финансовая политика и корпоративное управление	Финансовая политика	50%	V	IV	III	II	I
	Корпоративное управление	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Таблица 7. Оценка блоков показателей финансового профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в блоке	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Размер	Выручка (млрд долл. США)	100%	[0;1)	[1;5)	[5;10)	[10;50)	[50; ∞)
Рентабельность	Рентабельность по средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей и налогов	50%	(-∞; 10%)	[10%; 25%)	[25%; 35%)	[35%; 45%)	[45%; ∞)
	Качественная оценка рентабельности	50%	V	IV	III	II	I
Долговая нагрузка	Скорректированный общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей	70%	(8; ∞)	(5; 8]	(3; 5]	(1; 3]	[0; 1]
	Качественная оценка долговой нагрузки	30%	V	IV	III	II	I
Покрытие	Средства от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей к фиксированным платежам	100%	(-∞; 1)	[1; 3)	[3; 6)	[6; 10)	[10; ∞)
Ликвидность	Коэффициент ликвидности	50%	(-∞; 0,8)	[0,8; 1)	[1; 1,25)	[1,25; 1,5)	[1,5; ∞)
	Качественная оценка ликвидности	50%	V	IV	III	II	I
Денежный поток	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)	50%	(-∞; -10%)	[-10%; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; ∞)
	Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Приложение 6: Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: розничная торговля

1. Компании отрасли

Подходы к оценке, описанные в настоящем документе, применимы к компаниям, основная деятельность которых — продажа товаров общего пользования конечным потребителям.

2. Описание структуры рейтинговых факторов

Анализ кредитоспособности рейтингуемых лиц сектора розничной торговли основывается на оценке восьми блоков показателей, объединенных в два профиля и имеющих собственные веса, сумма которых составляет 100%. Представленные в Таблице 1 веса являются базовыми, то есть могут изменяться в зависимости от полученных оценок блоков показателей (описание концепции плавающего взвешивания см. в п. 4.1.3. Методологии).

Таблица 1. Скоринговая карта сектора розничной торговли

Профиль	Блоки показателей	Базовый вес блока	Показатели
Операционный профиль	Бизнес-профиль	25%	Рыночная позиция и ее устойчивость
			Продуктовая и географическая диверсификация
	Финансовая политика и корпоративное управление	15%	Финансовая политика
			Корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер	20%	Выручка (млрд долл. США)
	Рентабельность	10%	Рентабельность по средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей и налогов
	Долговая нагрузка	10%	Скорректированный общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей
			Качественная оценка долговой нагрузки
	Покрытие	10%	Средства от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей к фиксированным платежам
	Ликвидность	5%	Коэффициент ликвидности
			Качественная оценка ликвидности
	Денежный поток	5%	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)
			Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)

Источник: АКРА

3. Операционный профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа операционного профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей операционного профиля рейтингуемых лиц сектора розничной торговли АКРА использует присущий данной отрасли набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки.

Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 4.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

Компании розничной торговли существенно отличаются друг от друга в зависимости от сегмента, в котором они работают (продукты питания, автомобили, одежда и обувь, электроника и бытовая техника и др.), а также по формату (крупноформатные, локальные магазины, интернет-торговля) и типу бизнес-модели.

При оценке бизнес-профиля компаний сектора розничной торговли во внимание принимаются рыночная позиция компании, ее способность удерживать долю рынка (волатильность), а также продуктовая и географическая диверсификация.

Сектор розничной торговли характеризуется зависимостью от уровня экономического развития в регионах присутствия и изменения потребительских предпочтений, а также различной степенью эластичности спроса и высокой конкуренцией. Компании сектора могут быть представлены как в определенном сегменте рынка, так и иметь широкую продуктовую диверсификацию. Кроме того, имеют значение узнаваемость и сила бренда компании.

Оценка бизнес-профиля проводится с учетом перечисленных ниже субфакторов, подлежащих качественной оценке.

3.1.1. Рыночная позиция и ее устойчивость

Рыночная позиция определяется долей компании как на рынке в целом, так и в его отдельных сегментах. Компании, занимающие доминирующее положение на рынке, как правило, характеризуются высокой узнаваемостью бренда, наличием значительных конкурентных преимуществ и выгодным расположением основных магазинов.

Чем выше доля рынка у компании, тем устойчивее ее финансовое положение и клиентская база. Расширение или удержание доли рынка может происходить как за счет органического роста, так и через активный захват рынка посредством поглощения других игроков или агрессивную ценовую политику. В то же время, несмотря на то что такая политика способна обеспечить быстрый рост доли рынка, она также может подорвать финансовую и операционную устойчивость компании.

Снижение доли рынка, в свою очередь, может быть следствием как структурных изменений, так и роста конкуренции со стороны новых игроков, появление которых может привести к постепенному снижению маржинальности отрасли. Категория качественной оценки рыночной позиции и ее устойчивости определяется в соответствии с Таблицей 2.

Таблица 2. Качественная оценка рыночной позиции и ее устойчивости

Категория оценки	Основные характеристики
I	Лидирующее положение на рынке в нескольких странах, максимальная узнаваемость бренда, наличие значительных преимуществ перед конкурентами; доля рынка стабильно растет без снижения маржинальности; онлайн-торговля (где применимо) успешно развивается и хорошо интегрирована в основной бизнес; мультиканальный игрок
II	Лидирующее положение на рынке одной страны (или ключевой игрок на рынке в нескольких странах), высокая узнаваемость бренда, наличие преимуществ перед конкурентами; доля рынка растет, в отдельных сегментах увеличение доли рынка сопровождается снижением маржинальности; онлайн-торговля (где применимо) развивается и интегрируется в основной бизнес; ведется работа над развитием мультиканальной модели
III	Один из ключевых игроков на рынке одной страны, умеренная узнаваемость бренда, отсутствие значительных преимуществ перед конкурентами; незначительное сокращение доли рынка на фоне роста конкуренции или структурных изменений, ведущее к небольшому снижению маржинальности; постепенное развитие онлайн-торговли (где применимо), интеграция — на ранней стадии; закладывается основа для создания мультиканальной модели
IV	Игрок на рынке одной страны, низкая узнаваемость бренда, отсутствие конкурентных преимуществ; умеренное сокращение доли рынка ввиду растущей конкуренции или структурных изменений, снижение маржинальности всего бизнеса; онлайн-торговля (где применимо) на начальной стадии развития; способность стать мультиканальным игроком неочевидна
V	Новый игрок на рынке, нет устоявшейся бизнес-модели и узнаваемого бренда; рыночная позиция сильно уязвима, есть риск утраты доли рынка даже при незначительном росте конкуренции; онлайн-торговля в зачаточной стадии; возможности дальнейшего развития ограничены

Источник: АКРА

3.1.2. Продуктовая и географическая диверсификация

Географическая диверсификация оценивается как с точки зрения концентрации бизнеса в одном регионе, так и с точки зрения уровня экономического развития региона присутствия.

Концентрация на одном сегменте рынка увеличивает зависимость компании от цикличности и других характеристик спроса и предложения на рынке конкретного товара, тогда как диверсифицированная продуктовая линейка позволяет снизить риски от индивидуальных ценовых и потребительских шоков для продукции.

В рамках анализа также оценивается исторически подтвержденная эластичность спроса на продукцию (от предметов первой необходимости (лекарства, минимальный продуктовый набор) до товаров, приобретение которых может быть отложено из-за

негативных макроэкономических и циклических событий), которая имеет решающее значение при оценке устойчивости бизнес-модели компании.

Категория качественной оценки продуктовой и географической диверсификации определяется в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Качественная оценка продуктовой и географической диверсификации

Категория оценки	Основные характеристики
I	Широкая география присутствия внутри страны, или компания присутствует в нескольких юрисдикциях, характеризующихся высоким уровнем экономического развития; продуктовая линейка представлена товарами с низкой эластичностью спроса (предметы первой необходимости), не подверженными негативным макроэкономическим или циклическим факторам; минимальный риск изменения потребительских предпочтений или технического устаревания
II	Присутствие в нескольких регионах внутри страны или в нескольких юрисдикциях с хорошим уровнем экономического развития; продуктовая линейка представлена товарами с умеренной эластичностью спроса, возможен отложенный спрос при определенных макроэкономических и циклических изменениях; умеренный риск изменения потребительских предпочтений или технического устаревания
III	Присутствие в нескольких регионах с умеренным уровнем экономического развития; продуктовая линейка представлена товарами эластичного спроса, наблюдается отложенный спрос в периоды экономической нестабильности; спрос зависит от изменения потребительских предпочтений и технического устаревания; высокий риск кардинального изменения предпочтений
IV	Локальное присутствие внутри страны, уровень развития региона присутствия ниже среднего; высокоэластичная продуктовая линейка, подверженная колебаниям спроса при экономической нестабильности; высокий риск изменения потребительских предпочтений или технического устаревания, легкая заменяемость другими товарами
V	Локальное присутствие внутри страны, низкий уровень развития региона присутствия; высокоэластичная продуктовая линейка, подверженная отрицательным изменениям даже при умеренно негативной экономической ситуации; продуктовая линейка представлена товарами, недавно появившимися на рынке, либо теми, которые постепенно уходят с рынка

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовая политика и корпоративное управление»

Для оценки финансовой политики и корпоративного управления рейтингуемых лиц сектора розничной торговли АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех индустрий (общее описание концепции качественной оценки корпоративного управления см. в п. 5. Методологии). Оценка блоков показателей в баллах производится в соответствии с таблицей 4.

4. Финансовый профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа финансового профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей финансового профиля рейтингуемых лиц сектора розничной торговли АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех отраслей экономики (общее описание качественной оценки показателей финансового профиля см. в п. 6. Методологии).

Количественные показатели финансового профиля оцениваются в баллах на основании принадлежности к тому или иному диапазону, а качественные — на базе категорий качественной оценки в соответствии с Таблицей 5.

4.1. Оценка блока «размер»

Для оценки масштаба бизнеса компаний отрасли АКРА использует размер их выручки, который важен с точки зрения оценки кредитоспособности рейтингуемых лиц. Объем выручки компании отражает размер ее клиентской базы и занимаемую долю рынка, а также является ключевым показателем при оценке роста бизнеса. Кроме того, проводится анализ динамики выручки: компании, демонстрирующие стабильные темпы роста данного показателя, как правило, оцениваются выше тех, у кого выручка стагнирует или темпы ее роста не высоки.

4.2. Оценка блока «рентабельность»

Для оценки рентабельности компаний отрасли розничной торговли используется рентабельность по средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей и налогов. Это позволяет проводить корректный сравнительный анализ между компаниями, использующими собственную инфраструктуру и арендующими ее.

4.3. Оценка блока «долговая нагрузка»

Для оценки долговой нагрузки компаний отрасли АКРА использует отношение скорректированного общего долга [4] к средствам от операций (FFO) до вычета

[4] Учитывая сложившуюся практику оценки стоимости аренды инфраструктуры для компаний розничной торговли, при корректировке размера долга АКРА использует мультипликатор капитализации операционной аренды, равный 4x.

фиксированных платежей. При оценке долговой нагрузки используются также качественные характеристики.

4.4. Оценка блока «покрытие»

Для оценки фактора покрытия рейтингуемых лиц сектора розничной торговли АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение FFO до вычета фиксированных платежей к фиксированным платежам. Это позволяет проводить более корректный сравнительный анализ между компаниями, использующими собственную инфраструктуру
и арендующими ее.

4.5. Оценка блока «ликвидность»

Для оценки ликвидности рейтингуемых лиц отрасли АКРА использует коэффициент краткосрочной ликвидности, а также качественные характеристики.

4.6. Оценка блока «денежный поток»

Для оценки денежного потока компаний сектора розничной торговли Агентство использует показатель рентабельности свободного денежного потока (FCF), а также качественную оценку устойчивости FCF.

При наличии у компании сектора розничной торговли собственных торговых площадей ей необходимо поддерживать достаточный уровень капитальных затрат и финансировать
их за счет операционного денежного потока. Существенные изменения на мировом рынке розничной торговли стимулируют компании финансировать установку и внедрение инновационных логистических систем, а также систем учета и работы с потребителями. Отдельно проводится анализ дивидендных выплат, производимых компанией. На фоне высоких капитальных затрат высокие расходы на дивиденды могут оказать существенное давление на FCF.

Таблица 4. Оценка блоков показателей операционного профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Бизнес-профиль	Рыночная позиция и ее устойчивость	50%	V	IV	III	II	I
	Продуктовая и географическая диверсификация	50%	V	IV	III	II	I
Финансовая политика и корпоративное управление	Финансовая политика	50%	V	IV	III	II	I
	Корпоративное управление	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Таблица 5. Оценка блоков показателей финансового профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Размер	Выручка (млрд долл. США)	100%	[0; 3)	[3; 10)	[10; 25)	[25; 50)	[50; ∞)
Рентабельность	Рентабельность по средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей и налогов	100%	(-∞; 3%)	[3%; 7%)	[7%; 15%)	[15%; 25%)	[25%; ∞)
Долговая нагрузка	Скорректированный общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей	70%	(8; ∞)	(5; 8]	(3; 5]	(2; 3]	[0; 2]
	Качественная оценка долговой нагрузки	30%	V	IV	III	II	I
Покрытие	Средства от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей к фиксированным платежам	100%	(-∞; 1)	[1; 3)	[3; 6)	[6; 10)	[10; ∞)
Ликвидность	Коэффициент ликвидности	50%	(-∞; 0,8)	[0,8; 1)	[1; 1,25)	[1,25; 1,5)	[1,5; ∞)
	Качественная оценка ликвидности	50%	V	IV	III	II	I
Денежный поток	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)	50%	(-∞; -10%)	[-10%; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; ∞)
	Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

АКРА

Приложение 7. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: пассажирский транспорт

1. Компании отрасли

Подходы к оценке, описанные в настоящем документе, применимы к компаниям, основная деятельность которых — оказание услуг по перевозке пассажиров и грузов. При этом пассажирские перевозки формируют основную долю выручки компаний сектора.

2. Описание структуры рейтинговых факторов

Анализ кредитоспособности рейтингуемых лиц сектора пассажирского транспорта основывается на оценке восьми блоков показателей, объединенных в два профиля и имеющих собственные веса, сумма которых составляет 100%.

Представленные в Таблице 1 веса являются базовыми, то есть могут изменяться в зависимости от полученных оценок блоков показателей (описание концепции плавающего взвешивания см. в п. 4.1.3. Методологии).

Таблица 1. Скоринговая карта сектора пассажирского транспорта

Профиль	Блоки показателей	Базовый вес блока	Показатели
Операционный профиль	Бизнес-профиль	30%	Операционная и регуляторная среда
			Рыночная позиция
	Финансовая политика и корпоративное управление	10%	Финансовая политика
			Корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер	15%	Выручка (млрд долл. США)
			Пассажирооборот (млрд пасс-км)
	Рентабельность	10%	Рентабельность по средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей и налогов
			Рентабельность активов (ROA)
	Долговая нагрузка	15%	Скорректированный общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей
			Общий долг компании к собственным средствам
			Качественная оценка долговой нагрузки
	Покрытие	10%	Средства от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей к фиксированным платежам
	Ликвидность	5%	Коэффициент ликвидности
			Качественная оценка ликвидности
	Денежный поток	5%	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)
			Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)

Источник: АКРА

3. Операционный профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа операционного профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей операционного профиля рейтингуемых лиц сектора пассажирского транспорта АКРА использует присущий данной отрасли набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки.

Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 4.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

При оценке бизнес-профиля компаний сектора пассажирского транспорта во внимание принимаются операционная и регуляторная среда, а также рыночная позиция компаний.

Сектор пассажирского транспорта характеризуется зависимостью от уровня экономического развития в регионах присутствия и, как правило, низкой конкуренцией. Компании отрасли имеют разные модели владения транспортной инфраструктурой и активами. Кроме того, компании сектора пассажирского транспорта могут быть как естественными монополистами на национальном рынке, так и конкурентными игроками на международном рынке.

Оценка бизнес-профиля проводится с учетом перечисленных ниже субфакторов, подлежащих качественной оценке.

3.1.1. Операционная и регуляторная среда

В рамках данного субфактора проводится анализ операционной и регуляторной среды рейтингуемого лица. Компании отрасли выполняют важную социальную функцию. Пассажироперевозки подвержены регулированию, механизмы которого в разных странах могут отличаться. Регулирующие органы могут закреплять за определенной компанией монопольное положение на внутреннем рынке или открывать транспортную сеть для конкурентных игроков. Регулирование тарифов на перевозку грузов и цен на билеты для пассажирских перевозок может как позволять компании поддерживать высокий уровень рентабельности, так и ставить ее в зависимость от субсидий. Кроме того, регулирование может создавать определенные ограничения для операционной деятельности компаний сектора, к примеру, последние могут быть вынуждены брать на себя расходы на поддержку инфраструктуры.

Категория качественной оценки операционной и регуляторной среды определяется в соответствии с Таблицей 2.

Таблица 2. Качественная оценка операционной и регуляторной среды

Категория оценки	Основные характеристики
I	Регулирование позволяет компании поддерживать высокий уровень рентабельности; компания может самостоятельно устанавливать цены; конкуренция со стороны других игроков отсутствует; регуляторный риск отсутствует; регулирование прозрачно и исторически имеет предсказуемый характер (более чем за пятилетний период не было случаев внесения в законодательство изменений, ухудшающих положение компаний отрасли)
II	Регулирование позволяет компании поддерживать умеренный уровень рентабельности; рыночный механизм ценообразования; конкуренция со стороны других игроков минимальна; регулирование прозрачно и имеет стабильный и предсказуемый характер (за последние пять лет не было случаев внесения в законодательство изменений, ухудшающих положение компаний отрасли)
III	Регулирование не влияет на операционную и финансовую деятельность компании; рыночный механизм ценообразования; компания оперирует на конкурентном рынке; конкуренция со стороны других игроков умеренная; регулирование подвержено воздействию неэкономических факторов (решения могут быть политически мотивированными), есть прецеденты непредсказуемых изменений в регулировании (за последние три года были случаи внесения в законодательство изменений, ухудшающих положение компаний отрасли)
IV	Регулирование позволяет поддерживать минимальный уровень рентабельности; компания оперирует на рынке, где действуют серьезные регуляторные ограничения (регулятор может накладывать на компанию дополнительные обязательства); конкуренция со стороны других игроков существенная; регулирование непрозрачно и подвержено воздействую неэкономических факторов (многие решения зависят от политической ситуации в стране, есть примеры внесения в законодательство непоследовательных и труднопредсказуемых изменений)
V	Регулирование отсутствует, либо в законодательство вносятся непрогнозируемые или негативные для отрасли изменения; компания оперирует на рынке, где действуют серьезные регуляторные ограничения (регулятор может накладывать на компанию дополнительные обязательства, которые не позволяют ей быть операционно прибыльной)

Источник: АКРА

3.1.2. Рыночная позиция

Оценка рыночной позиции является составной частью оценки кредитоспособности рейтингуемых лиц сектора пассажирского транспорта. Компании, являющиеся монополистами на рынке, как правило, могут поддерживать высокий уровень рентабельности и кредитоспособности.

Сокращение доли рынка компании, в свою очередь, может быть следствием как структурных изменений, так и конкуренции со стороны новых игроков, появление которых впоследствии может привести к снижению маржинальности отрасли.

Компании сектора в основном оперируют национальной транспортной сетью, поэтому экономическая и социальная динамика в регионе присутствия оказывает существенное влияние на их операционные показатели и потенциал к росту.

Категория качественной оценки рыночной позиции определяется в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Качественная оценка рыночной позиции

Категория оценки	Основные характеристики
I	Монополист на рынке одной страны (или занимает лидирующее положение на рынке в нескольких странах); риск появления новых игроков на рынке минимален; основной регион присутствия компании характеризуется очень высоким уровнем экономического развития (хорошо диверсифицированная и стабильная экономика)
II	Лидер рынка одной страны с долей более 60% (или присутствует на рынке в нескольких странах); риск появления новых игроков на рынке незначителен; основной регион присутствия компании характеризуется высоким уровнем экономического развития (диверсифицированная и прогнозируемая экономическая среда)
III	Региональный игрок на рынке одной страны с долей 30–50%; умеренный риск появления новых игроков на рынке; основной регион присутствия компании характеризуется средним уровнем экономического развития (концентрация на тяжелой промышленности, которая потенциально подвержена колебаниям спроса, и, как следствие, труднопредсказуемая экономическая среда)
IV	Региональный игрок на рынке одной страны с долей 10–30%; высокий риск появления новых игроков на рынке; основной регион присутствия компании характеризуется низким уровнем экономического развития (плохая диверсификация экономики)
V	Региональный игрок на рынке одной страны с долей менее 10%; очень высокий риск появления новых игроков на рынке; основной регион присутствия компании характеризуется низким (или очень низким) уровнем экономического развития (полное отсутствие диверсификации экономики)

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовая политика и корпоративное управление»

Для оценки финансовой политики и корпоративного управления рейтингуемых лиц сектора пассажирского транспорта АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех индустрий (общее описание концепции качественной оценки корпоративного управления см. в п. 5. Методологии). Оценка блоков показателей в баллах производится в соответствии с Таблицей 4.

4. Финансовый профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа финансового профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей финансового профиля рейтингуемых лиц сектора пассажирского транспорта АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех отраслей экономики (общее описание качественной оценки показателей финансового профиля см. в п. 6. Методологии).

Количественные показатели финансового профиля оцениваются в баллах на основании принадлежности к тому или иному диапазону, а качественные — на базе категорий качественной оценки в соответствии с Таблицей 5.

4.1. Оценка блока «размер»

Для оценки масштаба бизнеса компаний отрасли АКРА использует размер их выручки и объем пассажирооборота, которые важны с точки зрения оценки кредитоспособности рейтингуемых лиц. Объем выручки компании отражает размер ее клиентской базы, а также позволяет определить, как масштаб деятельности компании влияет на управление затратами. Компании с высокими показателями выручки и пассажирооборота характеризуются большей эффективностью закупок или инвестиций в новые технологии. Кроме того, проводится анализ общей волатильности выручки: компании, демонстрирующие стабильные темпы роста данного показателя, как правило, оцениваются выше тех, у кого выручка стагнирует или темпы ее роста не высоки.

Пассажирооборот компаний отрасли позволяет сравнивать их не только по количеству перевезенных пассажиров, но и учитывать дальность перевозок, что обеспечивает сопоставимость компаний из разных сегментов.

4.2. Оценка блока «рентабельность»

Для оценки рентабельности компаний сектора пассажирского транспорта используется рентабельность по средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей и налогов. Это позволяет проводить корректный сравнительный анализ между компаниями, использующими собственную инфраструктуру и активы, и теми, кто их арендует.

Рентабельность активов (ROA), в свою очередь, позволяет оценить, насколько эффективно компания распоряжается своими активами. Принимая во внимание большую капиталоемкость отрасли и необходимость поддерживать высокую загрузку

активов, данный показатель определяет способность компании получать существенную отдачу от своих активов.

4.3. Оценка блока «долговая нагрузка»

Для оценки долговой нагрузки компаний сектора АКРА использует отношение скорректированного общего долга [5] к средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей. В качестве второго показателя используется отношение общего долга к собственным средствам компании. При оценке долговой нагрузки используются также качественные характеристики.

4.4. Оценка блока «покрытие»

Для оценки фактора покрытия рейтингуемых лиц сектора пассажирского транспорта АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение FFO до вычета фиксированных платежей к фиксированным платежам. Это позволяет проводить более корректный сравнительный анализ между компаниями, использующими собственную инфраструктуру и активы, и теми, кто их арендует.

4.5. Оценка блока «ликвидность»

Для оценки ликвидности рейтингуемых лиц сектора пассажирского транспорта АКРА использует коэффициент краткосрочной ликвидности, а также качественные характеристики.

4.6. Оценка блока «денежный поток»

Для оценки денежного потока рейтингуемых лиц сектора пассажирского транспорта Агентство использует показатель рентабельности свободного денежного потока (FCF), а также качественную оценку устойчивости FCF.

При наличии у компании собственной транспортной инфраструктуры и/или активов в собственности ей необходимо поддерживать достаточный уровень капитальных затрат и финансировать их за счет операционного денежного потока. Отдельно проводится анализ дивидендных выплат, производимых компанией. На фоне высоких капитальных затрат высокие расходы на дивиденды могут оказать существенное давление на FCF.

[5] Учитывая сложившуюся практику оценки стоимости аренды инфраструктуры и активов для компаний сектора пассажирского транспорта, при корректировке размера долга АКРА использует мультипликатор капитализации операционной аренды, равный 4х.

Таблица 4. Оценка блоков показателей операционного профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Бизнес-профиль	Операционная и регуляторная среда	50%	V	IV	III	II	I
	Рыночная позиция	50%	V	IV	III	II	I
Финансовая политика и корпоративное управление	Финансовая политика	50%	V	IV	III	II	I
	Корпоративное управление	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Таблица 5. Оценка блоков показателей финансового профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Размер	Выручка (млрд долл. США)	70%	[0;1)	[1;5)	[5;10)	[10;30)	[30; ∞)
	Пассажирооборот (млрд пасс-км)	30%	[0; 2)	[2; 5)	[5; 20)	[20; 60)	[60; ∞)
Рентабельность	Рентабельность по средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей и налогов	70%	(-∞; 5%)	[5%; 10%)	[10%; 20%)	[20%; 30%)	[30%; ∞)
	Рентабельность активов (ROA)	30%	(-∞; 0%)	[0%; 3%)	[3%; 10%)	[10%; 20%)	[20%; ∞)
Долговая нагрузка	Скорректированный общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей	40%	(8; ∞)	(5; 8]	(3; 5]	(1; 3]	[0; 1]
	Общий долг компании к собственным средствам	40%	(1,5; ∞)	(1,0; 1,5]	(0,8; 1,0]	(0,5; 0,8]	[0; 0,5]
	Качественная оценка долговой нагрузки	20%	V	IV	III	II	I
Покрытие	Средства от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей к фиксированным платежам	100%	(-∞; 1)	[1; 3)	[3; 6)	[6; 10)	[10; ∞)
Ликвидность	Коэффициент ликвидности	50%	(-∞; 0,8)	[0,8; 1)	[1; 1,25)	[1,25; 1,5)	[1,5; ∞)
	Качественная оценка ликвидности	50%	V	IV	III	II	I
Денежный поток	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)	50%	(-∞; -10%)	[-10%; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; ∞)
	Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

АКРА

Приложение 8. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: агропромышленный комплекс

1. Компании отрасли

Подходы к оценке, описанные в настоящем документе, применимы к компаниям, основная деятельность которых связана с производством и переработкой сельскохозяйственного сырья, а также созданием конечной продукции АПК. В частности, компании отрасли занимаются производством продукции животноводства (говядина, свинина, мясо птицы, яйца и т. д.) и растениеводства (овощи, фрукты, зернобобовые и масличные культуры, включая продукты их переработки (масла), табак, сахароносные культуры и их производные (сахар), какао-бобы и их производные (шоколад) и т. д.). Кроме того, компании отрасли занимаются реализацией как первичной сельхозпродукции, так и продуктов ее переработки. Вертикально интегрированные пищевые или торговые холдинги также могут анализироваться в рамках данной Методологии, если в их деятельности преобладают сельскохозяйственные операции.

2. Описание структуры рейтинговых факторов

Анализ кредитоспособности рейтингуемых лиц сектора АПК основывается на оценке восьми блоков показателей, объединенных в два профиля и имеющих собственные веса, сумма которых составляет 100%. Представленные в Таблице 1 веса являются базовыми, то есть могут изменяться в зависимости от полученных оценок блоков показателей (описание концепции плавающего взвешивания см. в п. 4.1.3. Методологии).

Таблица 1. Скоринговая карта компаний сектора АПК

Профиль	Блоки показателей	Базовый вес блока	Показатели
Операционный профиль	Бизнес-профиль	30%	Продуктовая и географическая диверсификация
			Степень вертикальной интеграции и доля продукции с высокой добавленной стоимостью
			Доля рынка
	Финансовая политика и корпоративное управление	10%	Финансовая политика
			Корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер	15%	Выручка (млрд долл. США)
	Рентабельность	10%	Рентабельность по EBIT
			Качественная оценка рентабельности
	Долговая нагрузка	10%	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей
			Качественная оценка долговой нагрузки

	Покрытие	15%	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам
	Ликвидность	5%	Коэффициент ликвидности
			Качественная оценка ликвидности
	Денежный поток	5%	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)
			Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)

Источник: АКРА

3. Операционный профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа операционного профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей операционного профиля рейтингуемых лиц отрасли АПК АКРА использует присущий данному сектору набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки. Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 6.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

Оценка бизнес-профиля основана на качественном анализе ряда показателей, включая продуктовую и географическую диверсификацию, степень вертикальной интеграции и долю продукции с высокой добавленной стоимостью, а также долю рынка, занимаемую компанией.

Спрос на продукцию сектора преимущественно коррелирует с демографическими тенденциями и ростом благосостояния потребителей и не подвержен существенным колебаниям в силу базовой необходимости в потреблении продукции АПК. Факторами, способными ограничить спрос, являются особенности регулирования в разных странах, а также особенности соблюдения санитарных норм. В целом сектор АПК характеризуется высокой стандартизацией производимой продукции и ограниченностью добавленной стоимости в конечной продукции. Тем не менее финансовые показатели компаний сектора в части генерации денежных потоков отличаются высокой волатильностью, что обусловлено в первую очередь колебаниями спроса и предложения и высокой фрагментированностью отрасли. Дополнительное влияние на волатильность показателей производителей продукции животноводства оказывают колебания ее себестоимости, которая зависит от цен на корма. Кроме того, производство продукции АПК подвержено отрицательному воздействию неконтролируемых факторов, в том числе неблагоприятных погодных условий, эпидемий и др. Безопасность и качество могут также вносить вклад в создание дополнительных рисков для отрасли, так как часть продукции подвержена порче при несоблюдении температурных режимов или неправильном хранении.

Конкурентные преимущества компаний, такие как вертикальная интеграция, включая большую долю продукции с высокой добавленной стоимостью, высокая географическая и продуктовая диверсификация и устойчивая рыночная позиция, повышают их финансовую стабильность.

Оценка бизнес-профиля проводится с учетом перечисленных ниже субфакторов, подлежащих качественной оценке.

3.1.1. Продуктовая и географическая диверсификация

Производство нескольких видов сельскохозяйственной продукции может способствовать снижению рисков, обусловленных волатильностью цен на сырье и конечную продукцию, а также рисков, связанных с урожайностью отдельных культур и болезнями отдельных видов животных, на финансовые и операционные показатели компаний. Продуктовая диверсификация также позволяет смягчить риски снижения продаж, выраженных в натуральных показателях, особенно при отсутствии корреляции между спросом и предложением по различным категориям продукции.

Географическая диверсификация оценивается как с точки зрения производства, так и с точки зрения продаж. Наличие производственных активов в нескольких регионах позволяет смягчить потенциальное влияние неблагоприятных погодных условий, болезней животных и других связанных с производством рисков.

Географическая диверсификация продаж, в свою очередь, позволяет снизить зависимость компании от стадии экономического цикла региона присутствия. Реализация продукции на более зрелых рынках, характеризующихся стабильным спросом, положительно сказывается на кредитоспособности компании.

В рамках данного субфактора также оценивается доступность рынков сбыта и диверсификация поставщиков сырья компании. Меньшее расстояние до рынков сбыта по сравнению с конкурентами может положительно влиять на компанию с точки зрения минимизации транспортных издержек и их влияния на себестоимость. Высокая концентрация поставщиков, особенно в одном регионе, ведет к усилению их позиции в переговорах, а также большему влиянию производственных рисков, в том числе неблагоприятных погодных условий, на сырье, приобретаемое компанией.

Категория качественной оценки продуктовой и географической диверсификации определяется в соответствии с Таблицей 2.

Таблица 2. Качественная оценка продуктовой и географической диверсификации

Категория оценки	Основные характеристики
I	Очень низкая концентрация продаж на отдельных рынках/регионах (менее 20% продаж в одном регионе); продажи осуществляются в основном на развитых рынках; высокая диверсификация производства по регионам; максимально высокая степень продуктовой диверсификации, хорошо диверсифицированный портфель (работает более чем в пяти продуктовых сегментах); высокая диверсификация поставщиков сырья
II	Низкая концентрация продаж на отдельных рынках/регионах (менее 50% продаж в одном регионе); продажи осуществляются на стабильных и развитых рынках; производство диверсифицировано по регионам; хорошо

	диверсифицированный портфель (работает более чем в трех продуктовых сегментах); умеренная концентрация поставщиков сырья
III	Умеренная концентрация продаж на отдельных рынках/регионах (менее 70% продаж в одном регионе); продажи осуществляются преимущественно на крупном и стабильном рынке; незначительная диверсификация производства по регионам; умеренно диверсифицированный портфель (работает не менее чем в двух продуктовых сегментах); умеренно низкая концентрация поставщиков сырья
IV	Высокая концентрация продаж на отдельных рынках/регионах (более 75% продаж в одном регионе); основной объем продаж осуществляется на стабильном рынке, остальная часть — на более мелких и волатильных рынках; производство сконцентрировано преимущественно в одном регионе; диверсификация портфеля незначительна (работает в одном-двух продуктовых сегментах с концентрацией на одном сегменте); умеренно высокая концентрация поставщиков сырья
V	Очень высокая концентрация продаж на отдельных рынках/регионах (более 75% продаж в одном регионе); продажи осуществляются преимущественно на волатильных развивающихся рынках; производство сконцентрировано в одном регионе; производитель одного продукта с высокой волатильностью доходности продаж; высокая концентрация поставщиков сырья

Источник: АКРА

3.1.2. Степень вертикальной интеграции и доля продукции с высокой добавленной стоимостью

Вертикально интегрированные компании, которые владеют или контролируют всю или существенную часть производственной цепочки, способны обеспечить бо́льшую оперативность производственного процесса, оптимизировать загрузку производственных мощностей и размер операционных расходов, в том числе за счет эффекта масштаба деятельности. Кроме того, вертикальная интеграция производства может способствовать усилению позиции компании в переговорах с поставщиками и покупателями.

Компании АПК производят как первичную продукцию, так и продукты с более высокой добавленной стоимостью, которые характеризуются меньшей волатильностью цен и спроса. Важное значение имеют репутация и сила бренда производителя, а также инновационность продуктовой линейки, т.е. способность реагировать на изменения потребительских предпочтений.

Категория качественной оценки степени вертикальной интеграции и доли продукции с высокой добавленной стоимостью определяется в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Качественная оценка степени вертикальной интеграции и доли продукции с высокой добавленной стоимостью

Категория оценки	Основные характеристики
I	Компания осуществляет полный цикл производства (от производства сырья и его переработки до производства конечной продукции), включая логистику и реализацию Очень высокая доля продукции с высокой добавленной стоимостью; сильный глобальный бренд и инновационное лидерство
II	Вертикально интегрированное производство (неполный цикл) Высокая доля продукции с высокой добавленной стоимостью; хорошо узнаваемый региональный бренд; инновационный потенциал при уязвимости к росту конкуренции или изменению потребительских предпочтений
III	Минимальная вертикальная интеграция производства Умеренная доля продукции с высокой добавленной стоимостью; основные продажи приходятся на первичные продукты, подверженные колебаниям спроса и изменению потребительских предпочтений; слабый бренд
IV	Вертикальная интеграция отсутствует Низкая доля продукции с высокой добавленной стоимостью; основные продажи приходятся на первичные продукты, подверженные колебаниям спроса и изменению потребительских предпочтений; давление растущей конкуренции
V	Узкоспециализированное направление деятельности, компания полностью зависит от контрагентов Очень низкая доля продукции с высокой добавленной стоимостью; основные продажи приходятся на высоковолатильные первичные продукты, подверженные сильным колебаниям спроса и изменению потребительских предпочтений; высокое давление со стороны конкурентов

Источник: АКРА

3.1.4. Доля рынка

Категория качественной оценки доли рынка определяется в соответствии с Таблицей 4.

Таблица 4. Качественная оценка доли рынка

Категория оценки	Основные характеристики
I	Глобальный игрок, лидер рынка во всех категориях выпускаемой продукции; заметно обходит ближайшего конкурента по доле рынка
II	Глобальный игрок, как минимум № 2 во всех категориях выпускаемой продукции
III	Крупный (как минимум второй по величине) игрок на региональных рынках во всех категориях выпускаемой продукции
IV	Заметный (как минимум третий по величине) игрок на региональных рынках в большинстве категорий выпускаемой продукции
V	Игрок с малой долей на региональном рынке или нишевой производитель

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовая политика и корпоративное управление»

Для оценки финансовой политики и корпоративного управления рейтингуемых лиц сектора АПК АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех индустрий (общее описание концепции качественной оценки корпоративного управления см. в п. 5. Методологии). Оценка блоков показателей в баллах производится в соответствии с Таблицей 6.

4. Финансовый профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа финансового профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей финансового профиля рейтингуемых лиц сектора АПК АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех отраслей экономики (общее описание качественной оценки показателей финансового профиля см. в п. 6. Методологии).

Количественные показатели финансового профиля оцениваются в баллах на основании принадлежности к тому или иному диапазону, а качественные — на базе категорий качественной оценки в соответствии с Таблицей 7.

4.1. Оценка блока «размер»

Для оценки масштаба бизнеса компаний сектора АПК АКРА использует размер их выручки. Размер компании имеет существенное значение, поскольку от него в том числе зависит эффективность. Крупные компании более устойчивы при прохождении экономических циклов, в том числе за счет более сильных переговорных позиций с покупателями и поставщиками.

4.2. Оценка блока «рентабельность»

Рентабельность компаний отрасли АПК оценивается по EBIT и волатильности данного показателя. По мнению АКРА, рентабельность по EBIT отражает способность компании эффективно управлять операционными затратами. Фактор волатильности оценивается с точки зрения стабильности и предсказуемости показателей рентабельности в периоды циклических изменений экономики.

Категория качественной оценки рентабельности определяется в соответствии с Таблицей 5.

Таблица 5. Качественная оценка рентабельности

Категория оценки	Основные характеристики
I	Стабильные и предсказуемые показатели рентабельности, не подверженные краткосрочной волатильности
II	Стабильные и предсказуемые показатели рентабельности на долгосрочном горизонте, частично подверженные краткосрочной волатильности в связи с колебаниями спроса и цен на первичную продукцию либо циклическими процессами в экономике
III	Умеренно стабильные и предсказуемые показатели рентабельности на долгосрочном горизонте, подверженные краткосрочной волатильности в связи с циклическими колебаниями экономики; краткосрочные периоды отрицательной рентабельности сменяются периодами быстрого восстановления исторических показателей
IV	Волатильные и труднопредсказуемые показатели рентабельности, высокая зависимость от циклических колебаний экономики; продолжительные периоды отрицательной рентабельности, связанные с невысокими уровнями операционной эффективности, с последующим восстановлением исторических показателей
V	Высоковолатильные и труднопредсказуемые показатели рентабельности в периоды циклических колебаний экономики; продолжительные периоды убыточной деятельности, обусловленные низкой эффективностью деятельности

Источник: АКРА

4.3. Оценка блока «долговая нагрузка»

Оценка долговой нагрузки — один из ключевых факторов анализа финансовой устойчивости компаний отрасли АПК.

Для оценки долговой нагрузки рейтингуемых лиц отрасли АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение общего долга к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей. При оценке долговой нагрузки используются также качественные характеристики.

4.4. Оценка блока «покрытие»

Для оценки фактора покрытия рейтингуемых лиц отрасли АПК АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение FFO до вычета процентных платежей к процентным платежам.

4.5. Оценка блока «ликвидность»

Для оценки ликвидности рейтингуемых лиц сектора АПК АКРА использует коэффициент краткосрочной ликвидности, а также качественные характеристики.

4.6. Оценка блока «денежный поток»

Для оценки денежного потока рейтингуемых лиц отрасли АПК Агентство использует показатель рентабельности свободного денежного потока (FCF), а также качественную оценку устойчивости FCF.

Способность финансировать инвестиционную программу из операционного денежного потока важна для компаний отрасли, особенно в периоды неблагоприятной ценовой конъюнктуры. Отдельно проводится анализ дивидендных выплат, производимых компанией. На фоне высоких капитальных затрат высокие расходы на дивиденды могут оказать существенное давление на FCF.

Таблица 6. Оценка блоков показателей операционного профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Бизнес-профиль	Продуктовая и географическая диверсификация	40%	V	IV	III	II	I
	Степень вертикальной интеграции и доля продукции с высокой добавленной стоимостью	40%	V	IV	III	II	I
	Доля рынка	20%	V	IV	III	II	I
Финансовая политика и корпоративное управление	Финансовая политика	50%	V	IV	III	II	I
	Корпоративное управление	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Таблица 7. Оценка блоков показателей финансового профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Размер	Выручка (млрд долл. США)	100%	[0; 1)	[1; 5)	[5; 10)	[10; 30)	[30; ∞)
Рентабельность	Рентабельность по EBIT	70%	(-∞; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; 20%)	[20%; ∞)
	Качественная оценка рентабельности	30%	V	IV	III	II	I
Долговая нагрузка	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей	70%	(7; ∞)	(5; 7]	(3; 5]	(2; 3]	[0; 2]
	Качественная оценка долговой нагрузки	30%	V	IV	III	II	I
Покрытие	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам	100%	(-∞; 1)	[1; 3)	[3; 6)	[6; 10)	[10; ∞)
Ликвидность	Коэффициент ликвидности	50%	(-∞; 0,8)	[0,8; 1)	[1; 1,25)	[1,25; 1,5)	[1,5; ∞)
	Качественная оценка ликвидности	50%	V	IV	III	II	I
Денежный поток	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)	50%	(-∞; -10%)	[-10%; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; ∞)
	Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

АКРА

Приложение 9. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: регулируемые сетевые компании (электроэнергия, газ)

1. Компании отрасли

Подходы к оценке, описанные в настоящем документе, применимы к компаниям, основная деятельность которых заключается в передаче и/или распределении электрической энергии, а также транспортировке газа по газораспределительным сетям и регулируется законодательством. Компании отрасли оказывают услуги в основном не частным потребителям и являются монополистами на территории, где расположены их сети. Тарифы на оказание услуг, регулируемые как на национальном, так и на региональном уровнях, регулярно пересматриваются в соответствии с законодательством.

Передача электроэнергии осуществляется по сетям высокого напряжения, транспортировка газа — по трубам высокого давления. За поставку электроэнергии и газа конечным потребителям отвечают распределительные компании, которые не анализируются в рамках данной Методологии.

Основными активами компаний отрасли являются передающие сети. Важно отметить, что часть передающих сетей может быть использована для передачи электроэнергии или транспортировки газа конечным потребителям, однако компании, оперирующие сетями, не занимаются выставлением счетов или учетом потребления.

2. Описание структуры рейтинговых факторов

Анализ кредитоспособности рейтингуемых лиц отрасли основывается на оценке семи блоков показателей, объединенных в два профиля и имеющих собственные веса, сумма которых составляет 100%. Представленные в Таблице 1 веса являются базовыми, то есть могут изменяться в зависимости от полученных оценок блоков показателей (описание концепции плавающего взвешивания см. в п. 4.1.3. Методологии).

Таблица 1. Скоринговая карта сектора регулируемых сетевых компаний (электроэнергия, газ)

Профиль	Блоки показателей	Базовый вес блока	Показатели
Операционный профиль	Бизнес-профиль	40%	Рыночная позиция и схема владения активами
			Регуляторный режим и сбытовые риски
			Тарифная политика
	Финансовая политика и корпоративное управление	10%	Финансовая политика
			Корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер	15%	Чистые основные средства (млрд долл. США)
			Качественная оценка инвестиционной программы

	Долговая нагрузка	15%	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей
			Чистый долг к чистым основным средствам
			Качественная оценка долговой нагрузки
	Покрытие	10%	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам
	Ликвидность	5%	Коэффициент ликвидности
			Качественная оценка ликвидности
	Денежный поток	5%	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)
			Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)

Источник: АКРА

3. Операционный профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа операционного профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей операционного профиля рейтингуемых лиц сектора АКРА использует присущий ему набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки.

Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 6.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

Оценка бизнес-профиля регулируемых сетевых компаний (электроэнергия, газ) является частью анализа кредитоспособности и учитывает положение компаний на рынке и схему владения активами, стабильность и предсказуемость регуляторного режима, а также принципы тарифообразования (в части своевременного изменения тарифов и установления их на уровне, достаточном для покрытия текущих затрат и осуществления необходимых капитальных вложений).

Отрасль характеризуется высокими регуляторными рисками, зависимостью от проводимой тарифной политики, а также рисками неплатежей со стороны потребителей, объем которых зависит прежде всего от уровня экономического развития региона присутствия.

Оценка бизнес-профиля проводится с учетом перечисленных ниже субфакторов, подлежащих качественной оценке.

3.1.1. Рыночная позиция и схема владения активами

Рыночная позиция определяется долей компании как на рынке в целом, так и в его отдельных сегментах. Доминирующее положение на рынке могут занимать компании, которые либо владеют инфраструктурой, либо, в случае операционной аренды активов или управления ими в рамках концессионных соглашений, являются монополистами.

Рыночная позиция компаний также зависит от схемы владения активами. Так, в отличие от компаний, которые полностью владеют и контролируют передающие сети, компании, арендующие их или управляющие ими в рамках концессионных соглашений, могут столкнуться с риском прекращения действия таких договоров. Кроме того, компании, арендующие активы в рамках краткосрочных операционных лизинговых соглашений, подвержены более высокому риску, связанному с возможным расторжением договора.

Категория качественной оценки рыночной позиции и схемы владения активами определяется в соответствии с Таблицей 2.

Таблица 2. Качественная оценка рыночной позиции и схемы владения активами

Категория оценки	Основные характеристики
I	Национальный монополист; полностью владеет активами, сроки владения не ограничены
II	Региональный монополист, владеющий активами или управляющий ими в рамках долгосрочных концессионных соглашений, или игрок с хорошо диверсифицированным портфелем активов, находящихся в операционной аренде, с высокой долей (более 80%) продлеваемых контрактов на сетевую деятельность
III	Региональный игрок, управляющий активами в рамках долгосрочной концессии (умеренный риск расторжения), или игрок с диверсифицированным портфелем активов, находящихся в операционной аренде, с существенной долей (более 70%) продлеваемых контрактов на сетевую деятельность
IV	Региональный игрок, значительная часть активов которого находится в операционной аренде; диверсификация активов ограничена; низкая вероятность продления контрактов на сетевую деятельность
V	Компания нарушила условия концессионного соглашения; высокая вероятность отзыва лицензии на сетевую деятельность или высокий риск экспроприации активов

Источник: АКРА

3.1.2. Регуляторный режим и сбытовые риски

В рамках данного субфактора проводится оценка регуляторного режима в юрисдикциях, в которых компания осуществляет свою деятельность. Основными факторами, определяющими категорию оценки регуляторного режима, являются прозрачность и предсказуемость регулирования, наличие или отсутствие долгосрочной истории предсказуемого регулирования, уровень развития политических и юридических институтов, независимость регуляторных органов от политической повестки. Кроме того, оцениваются риски судебной системы в урегулировании коммерческих споров.

Основные сбытовые риски сетевых компаний связаны с неоплатой оказанных услуг по передаче электроэнергии или транспортировке газа. Оценка сбытовых рисков, сопряженных с неоплатой оказанных услуг, производится на основе данных по объему просроченной дебиторской задолженности за год.

Категория качественной оценки показателя регуляторного режима и сбытовых рисков определяется в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Качественная оценка регуляторного режима и сбытовых рисков

Категория оценки	Основные характеристики
I	Независимый и эффективный регуляторный режим, отличающийся высокой предсказуемостью (более чем за пятилетний период не было случаев внесения в законодательство изменений, ухудшающих положение компаний отрасли); вероятность изменений очень низкая Низкий риск неплатежей, просроченная дебиторская задолженность не превышает 2% годовой выручки
II	Регуляторный режим в целом независим и эффективен или установлен недавно, но базируется на хороших и эффективных правилах регулирования; вероятность изменений низкая Умеренно низкий риск неплатежей, просроченная дебиторская задолженность составляет от 2 до 5% годовой выручки
III	Развитое регулирование, однако были случаи нарушения или отступления от установленных правил; тарифное регулирование может быть подвержено воздействию неэкономических факторов (решения могут быть политически мотивированными), и такая тенденция, как ожидается, сохранится в будущем Умеренный риск неплатежей, просроченная дебиторская задолженность составляет от 5 до 10% годовой выручки
IV	Регуляторный режим труднопредсказуем; отсутствие подтвержденной истории его применения; тарифное регулирование подвержено частым изменениям, а также воздействию неэкономических факторов (решения могут быть политически мотивированными), и такая тенденция, как ожидается, сохранится в будущем Высокий риск неплатежей, просроченная дебиторская задолженность составляет от 10 до 20% годовой выручки
V	Регуляторный режим непредсказуем или отсутствует; тарифное регулирование подвержено воздействию неэкономических факторов (многие решения зависят от политической ситуации в стране, что оказывает крайне негативное влияние на компании отрасли) Очень высокий риск неплатежей, просроченная дебиторская задолженность превышает 20% годовой выручки

Источник: АКРА

3.1.3. Тарифная политика

В рамках данного субфактора оценивается влияние проводимой тарифной политики на операционные и финансовые показатели компаний отрасли. В частности, позволяет ли установленный размер тарифа покрывать текущие операционные затраты и генерировать достаточно средств для осуществления капитальных вложений, включая их пиковые значения. Преобладающий режим установки тарифов во многих юрисдикциях определен как «затраты-плюс» (cost-plus), который гарантирует высокую предсказуемость показателей деятельности компаний. Тем не менее, учитывая, что регуляторные режимы разных стран отличаются, размер и сроки окупаемости понесенных затрат можно интерпретировать по-разному. Компаниям, не имеющим ограничений на установку уровня тарифов, необходимого для покрытия как текущих расходов, так и будущих капитальных и финансовых вложений, будет присвоена высокая оценка по данному субфактору. В то же время компаниям, для которых устанавливается тариф, позволяющий своевременно покрывать как текущие расходы, так и окупать произведенные инвестиции, но порядок расчета расходов подвержен жестким регуляторным проверкам, будет присвоена средняя оценка по данному субфактору. Компаниям, установленный размер тарифа для которых предполагает задержку компенсации понесенных расходов или неадекватный уровень окупаемости произведенных инвестиций, будет присвоена низкая оценка по данному субфактору.

Категория качественной оценки тарифной политики определяется в соответствии с Таблицей 4.

Таблица 4. Качественная оценка тарифной политики

Категория оценки	Основные характеристики
I	Устанавливаемые тарифы позволяют своевременно компенсировать понесенные операционные затраты (включая потери в сетях) и обеспечивать приемлемый уровень окупаемости произведенных инвестиций; расчет затрат не подвержен жесткой проверке со стороны регулятора; есть возможность окупать пиковые значения инвестиций
II	Устанавливаемые тарифы позволяют своевременно окупать понесенные операционные затраты (потери в сетях могут компенсироваться не полностью); доходность произведенных инвестиций определяется и регулируется надзорными органами; окупаемость пиковых инвестиционных затрат может быть растянута во времени; размер текущих затрат подвержен строгой оценке их эффективности
III	Устанавливаемые тарифы не позволяют полностью покрывать понесенные затраты (потери в сетях компенсируются частично); инвестиционные расходы неадекватно отражены в тарифе, который не позволяет полностью их окупить, особенно в части пиковых значений; потери от тарифного регулирования оказывают негативное влияние на финансовую и инвестиционную привлекательность бизнеса
IV	Устанавливаемые тарифы не покрывают понесенных затрат и не обеспечивают достаточную доходность для осуществления капитальных вложений даже в размере амортизационных отчислений
V	Устанавливаемые тарифы только частично покрывают понесенные денежные затраты

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовая политика и корпоративное управление»

Для оценки финансовой политики и корпоративного управления рейтингуемых лиц сектора АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех индустрий (общее описание концепции качественной оценки корпоративного управления см. в п. 5. Методологии).

Оценка блоков показателей в баллах производится в соответствии с Таблицей 6.

4. Финансовый профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа финансового профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей финансового профиля рейтингуемых лиц отрасли АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех отраслей экономики (общее описание качественной оценки показателей финансового профиля см. в п. 6. Методологии).

Количественные показатели финансового профиля оцениваются в баллах на основании принадлежности к тому или иному диапазону, а качественные — на базе категорий качественной оценки в соответствии с Таблицей 7.

4.1. Оценка блока «размер»

Для оценки масштаба бизнеса компаний отрасли АКРА использует показатель величины чистых основных средств и качественную оценку инвестиционной программы. Данный показатель важен с точки зрения оценки кредитоспособности рейтингуемого лица, его операционной устойчивости и конкурентоспособности, а также качества основных активов. Большинству компаний отрасли необходимо на регулярной основе осуществлять капитальные вложения для поддержания устойчивости системы, замены устаревшего и малоэффективного оборудования, а также внедрения передовых технологий. Часто компании входят в периоды масштабных инвестиционных программ, подверженных риску как их технического, так и управленческого воплощения.

Качественная оценка инвестиционной программы осуществляется в соответствии с Таблицей 5.

Таблица 5. Качественная оценка инвестиционной программы

Категория оценки	Основные характеристики
I	Ограниченная потребность в капитальных вложениях (не более 6-7% от стоимости основных средств), свидетельствующая о высоком качестве активов, которые нуждаются во вложениях только для поддержания их работоспособности
II	Умеренная потребность в капитальных вложениях (не более 15% от стоимости основных средств), характер программы технически несложный (связан с заменой оборудования)
III	Существенная инвестиционная программа (до 25% от стоимости основных средств), которая предполагает реализацию ряда небольших или одного большого проекта и имеет технически сложный характер; размер инвестиций обуславливает рост финансовых рисков для компании
IV	Очень существенная инвестиционная программа (менее 33% от стоимости основных средств) с очень сложным техническим характером; наличие значительных финансовых рисков
V	Очень большая инвестиционная программа (более 35% от стоимости основных средств); очень сложный технический характер программы, которая включает один или несколько больших проектов, реализация которых может подорвать финансовую стабильность компании

Источник: АКРА

4.2. Оценка блока «долговая нагрузка»

Оценка долговой нагрузки — один из ключевых факторов анализа финансовой устойчивости компаний отрасли, учитывая ее высокую цикличность. Для оценки долговой нагрузки рейтингуемых лиц АКРА использует показатели отношения общего долга к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей и отношения чистого долга компании к чистым основным средствам. При оценке долговой нагрузки используются также качественные характеристики.

4.3. Оценка блока «покрытие»

Для оценки фактора покрытия рейтингуемых лиц сектора АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение FFO до вычета процентных платежей к процентным платежам.

4.4. Оценка блока «ликвидность»

Для оценки ликвидности рейтингуемых лиц отрасли АКРА использует коэффициент краткосрочной ликвидности, а также качественные характеристики.

4.5. Оценка блока «денежный поток»

Для оценки денежного потока рейтингуемых лиц отрасли Агентство использует показатель рентабельности свободного денежного потока (FCF), а также качественную оценку устойчивости FCF.

Способность финансировать инвестиционную программу из операционного денежного потока важна для компаний сектора, учитывая тот факт, что для обеспечения устойчивого положения на рынке и бесперебойной работы сетей (что определяется текущим и историческим уровнями капитальных затрат), необходимо инвестировать в

ремонт и модернизацию действующих основных средств. Отдельно проводится анализ дивидендных выплат, производимых компанией. На фоне высоких капитальных затрат высокие расходы на дивиденды могут оказать существенное давление на FCF.

Таблица 6. Оценка блоков показателей операционного профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Бизнес-профиль	Рыночная позиция и схема владения активами	25%	V	IV	III	II	I
	Регуляторный режим и сбытовые риски	35%	V	IV	III	II	I
	Тарифная политика	40%	V	IV	III	II	I
Финансовая политика и корпоративное управление	Финансовая политика	50%	V	IV	III	II	I
	Корпоративное управление	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Таблица 7. Оценка блоков показателей финансового профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Размер	Чистые основные средства (млрд долл. США)	50%	(-∞; 1)	[1; 3)	[3; 10)	[10; 30)	[30; ∞)
	Качественная оценка инвестиционной программы	50%	V	IV	III	II	I
Долговая нагрузка	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей	50%	(8; ∞)	(6; 8]	(4; 6]	(2; 4]	[0; 2]
	Чистый долг к чистым основным средствам	30%	(0,6; ∞)	(0,5; 0,6]	(0,4; 0,5]	(0,3; 0,4]	[0; 0,3]
	Качественная оценка долговой нагрузки	20%	V	IV	III	II	I
Покрытие	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам	100%	(-∞; 1)	[1; 3)	[3; 6)	[6; 10)	[10; ∞)
Ликвидность	Коэффициент ликвидности	50%	(-∞; 0,8)	[0,8; 1)	[1; 1,25)	[1,25; 1,5)	[1,5; ∞)
	Качественная оценка ликвидности	50%	V	IV	III	II	I
Денежный поток	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)	50%	(-∞; -10%)	[-10%; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; ∞)
	Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Приложение 10. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: промышленное производство

1. Компании отрасли

Подходы к оценке, описанные в настоящем документе, применимы к компаниям, основная деятельность которых заключается в производстве широкого спектра товаров — от промежуточных компонентов до конечной продукции. Линейка производимых товаров охватывает как железнодорожные вагоны, генераторы, компрессоры и т. д., так и одежду и обувь массового сегмента. Компании отрасли очень разнятся с точки зрения размера и географии присутствия — от глобальных игроков, оперирующих на многочисленных рынках и имеющих производственные мощности во многих странах, до локальных, которые ориентированы на производство продукции для небольшого круга потребителей.

2. Описание структуры рейтинговых факторов

Анализ кредитоспособности рейтингуемых лиц сектора промышленного производства основывается на оценке восьми блоков показателей, объединенных в два профиля и имеющих собственные веса, сумма которых составляет 100%. Представленные в Таблице 1 веса являются базовыми, то есть могут изменяться в зависимости от полученных оценок блоков показателей (описание концепции плавающего взвешивания см. в п. 4.1.3 Методологии).

Таблица 1. Скоринговая карта компаний промышленного производства

Профиль	Блоки показателей	Базовый вес блока	Показатели
Операционный профиль	Бизнес-профиль	20%	Рыночная позиция
			Волатильность финансовых результатов
			Диверсификация и зависимость от поставщиков
	Финансовая политика и корпоративное управление	10%	Финансовая политика
			Корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер	20%	Выручка (млрд долл. США)
	Рентабельность	10%	Рентабельность по EBIT
			Рентабельность активов (ROA)
	Долговая нагрузка	15%	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей
			Качественная оценка долговой нагрузки
	Покрытие	15%	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам
	Ликвидность	5%	Коэффициент ликвидности
			Качественная оценка ликвидности
	Денежный поток	5%	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)
			Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)

Источник: АКРА

3. Операционный профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа операционного профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей операционного профиля рейтингуемых лиц сектора промышленного производства АКРА использует присущий ему набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки. Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 6.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

Оценка бизнес-профиля основана на качественном анализе ряда показателей, в том числе рыночной позиции компании и размера ее доли рынка, барьеров входа и скорости внедрения новых технологий, а также уровня затрат на производство. Кроме того, оцениваются волатильность исторических показателей, продуктовая и географическая (рынки сбыта, производственные площадки) диверсификация. При анализе также учитываются структура основного рынка сбыта компании (монополия, олигополия, монополистическая конкуренция) и зависимость от поставщиков компонентов производства. Оценка бизнес-профиля проводится с учетом перечисленных ниже субфакторов.

3.1.1. Рыночная позиция

При оценке рыночной позиции определяются доля компании на рынке для ее ключевых продуктов, устойчивость рыночной позиции и возможность ее увеличения, конкурентные преимущества и условия их сохранения в будущем. Кроме того, оцениваются способность компании контролировать уровень затрат на производство и сохранять конкурентоспособную себестоимость производства, а также возможность перекладывать рост издержек в стоимость конечного продукта. Лидирующие позиции на глобальном рынке положительно сказываются на финансовой устойчивости рейтингуемого лица. В то же время ограниченная география присутствия компании (представлена исключительно на локальном рынке) и слабые конкурентные позиции негативно влияют на ее кредитоспособность.

Категория качественной оценки рыночной позиции определяется в соответствии с Таблицей 2.

Таблица 2. Качественная оценка рыночной позиции

Категория оценки	Основные характеристики
I	Мировой лидер в сегментах, где практически отсутствует конкуренция ввиду применения уникальных технологий или сложности производства; низкая себестоимость производства позволяет компании поддерживать очень высокий уровень рентабельности; отсутствие зависимости от роста цен на сырье и компоненты
II	Один из ключевых игроков на мировом рынке в ряде сегментов, конкуренция в которых ограничена; низкая себестоимость производства позволяет компании поддерживать высокий уровень рентабельности; низкая зависимость от колебаний цен на компоненты за счет вертикальной интеграции или возможности перекладывать рост цен на конечного потребителя
III	Ключевой игрок национального рынка, характеризующегося умеренной конкуренцией; среднеотраслевой уровень себестоимости производства позволяет компании поддерживать умеренный уровень рентабельности; умеренная зависимость от роста цен на компоненты и сырье; наличие возможности частично перекладывать рост цен на конечного потребителя
IV	Игрок локального рынка, характеризующегося значительным уровнем конкуренции; себестоимость производства не позволяет стабильно поддерживать положительный уровень рентабельности; высокая зависимость от роста цен на сырье и компоненты; отсутствие возможности перекладывать рост цен на конечного потребителя
V	Небольшой игрок локального рынка, характеризующегося значительным уровнем конкуренции; себестоимость производства не позволяет поддерживать положительный уровень рентабельности; очень высокая зависимость от роста цен на сырье и компоненты; отсутствие возможности перекладывать рост цен на конечного потребителя

Источник: АКРА

3.1.2. Волатильность финансовых результатов

Волатильность финансовых результатов часто связана с цикличностью отдельных отраслей. Ее оценка позволяет лучше прогнозировать операционные и финансовые показатели компании и снизить вероятность возникновения шокового дефицита ликвидности, что положительно сказывается на оценке кредитоспособности компании.

Категория качественной оценки волатильности финансовых результатов определяется в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Качественная оценка волатильности финансовых результатов

Категория оценки	Основные характеристики
I	Очень низкая волатильность ключевых финансовых показателей компании; операционная деятельность компании обеспечивает очень высокую прогнозируемость ее финансовых результатов
II	Низкая волатильность ключевых финансовых показателей компании; операционная деятельность компании обеспечивает хорошую прогнозируемость ее финансовых результатов
III	Умеренная волатильность ключевых финансовых показателей компании; операционная деятельность компании обеспечивает достаточную прогнозируемость ее финансовых результатов
IV	Высокая волатильность ключевых финансовых показателей компании; операционная деятельность компании не обеспечивает достаточную прогнозируемость ее финансовых результатов
V	Очень высокая волатильность ключевых финансовых и операционных результатов компании; прогнозирование финансовых результатов компании невозможно

Источник: АКРА

3.1.3. Диверсификация и зависимость от поставщиков

Операционная диверсификация включает в себя географическую и продуктовую диверсификацию. Географическая диверсификация подразумевает наличие диверсификации по рынкам сбыта и производственным площадкам. Хорошая продуктовая диверсификация позволяет снизить зависимость от спроса на конкретный продукт,
а диверсификация рынков сбыта — от волатильности спроса. Промышленное производство подвержено колебаниям глобальных экономических циклов, однако в отдельные моменты поведение различных рынков в части спроса на продукцию или географии сбыта может отличаться, поэтому хороший уровень диверсификации позволяет компании снизить влияние экономических шоков в регионах присутствия на ее деятельность. Диверсификация производства между несколькими площадками, в свою очередь, позволяет более эффективно управлять затратами (в различных юрисдикциях стоимость труда существенно отличается) и снизить риск остановки производства в случае наступления неблагоприятных событий, связанных с возможными авариями. Степень зависимости от поставщиков компонентов производства позволяет оценить уровень влияния сторонних компаний на устойчивость операционной деятельности рейтингуемого лица.

Категория качественной оценки диверсификации и зависимости от поставщиков определяется в соответствии с Таблицей 4.

Таблица 4. Качественная оценка диверсификации и зависимости от поставщиков

Категория оценки	Основные характеристики
I	Очень хорошо диверсифицированные глобальные рынки сбыта с крайне низкими цикличностью спроса и насыщенностью; продуктовая линейка хорошо сбалансирована, компания является мировым технологическим лидером в своих продуктовых сегментах; производство диверсифицировано за пределами национального рынка — производственные площадки расположены в нескольких юрисдикциях; производство компонентов либо очень хорошо диверсифицировано, либо большинство комплектующих производится на предприятиях компании
II	Хорошо диверсифицированные глобальные рынки сбыта с низкими цикличностью спроса и насыщенностью; продуктовая линейка сбалансирована, компания — значимый игрок в своих продуктовых сегментах и глобальный лидер по ряду позиций продуктовой линейки; производство частично диверсифицировано за пределами национального рынка; производство компонентов либо хорошо диверсифицировано, либо частично осуществляется предприятиями компании
III	Достаточно диверсифицированные рынки сбыта с умеренными цикличностью спроса и насыщенностью; продуктовая линейка частично диверсифицирована, но продуктовый ряд в большей степени представлен товарами массового потребления; производство сконцентрировано в одной стране; производство компонентов частично диверсифицировано, число поставщиков частично ограничено, как и возможность производства компонентов предприятиями компании
IV	Слабо диверсифицированные рынки сбыта со значительными цикличностью спроса и насыщенностью; продуктовая линейка представлена товарами массового потребления; производство осуществляется на ограниченном числе площадок внутри одной юрисдикции; производство компонентов плохо диверсифицировано, число поставщиков ограничено; отсутствие возможности производить даже ограниченный ряд компонентов предприятиями компании
V	Рынки сбыта компании не диверсифицированы и отличаются высокими цикличностью спроса и волатильностью; продуктовая линейка ограничена и представлена товарами массового потребления; производство сосредоточено на одной площадке; диверсификация производства компонентов отсутствует, число поставщиков очень ограничено, нарушение поставок может привести к нарушению технологического цикла

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовая политика и корпоративное управление»

Для оценки финансовой политики и корпоративного управления рейтингуемых лиц сектора промышленного производства АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех индустрий (общее описание концепции качественной оценки финансовой политики и корпоративного управления см. в п. 5 Методологии).

Оценка блоков показателей в баллах производится в соответствии с Таблицей 5.

4. Финансовый профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа финансового профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей финансового профиля рейтингуемых лиц сектора промышленного производства АКРА использует общий набор характеристик, категорию качественной оценки для всех отраслей экономики (общее описание качественной оценки показателей финансового профиля см. в п. 6 Методологии), а также индивидуальный набор качественных характеристик в соответствии с Таблицей 5.

Количественные показатели финансового профиля оцениваются в баллах на основании принадлежности к тому или иному диапазону, а качественные — на базе категорий качественной оценки в соответствии с Таблицей 6.

4.1. Оценка блока «размер»

Для оценки масштаба бизнеса компаний сектора промышленного производства АКРА использует размер их выручки, который важен с точки зрения оценки кредитоспособности. Кроме того, проводится анализ динамики выручки: компании, демонстрирующие высокие темпы роста данного показателя, оцениваются выше тех, у кого выручка стагнирует или темпы ее роста невысоки.

4.2. Оценка блока «рентабельность»

Рентабельность компаний сектора промышленного производства оценивается по EBIT, что, по мнению АКРА, наилучшим образом отражает эффективность управления операционными затратами. Компаниям с цикличными рынками сбыта часто приходится корректировать собственные объемы производства, а также контролировать операционные издержки для поддержания своей рентабельности. Высокие оценки показателя рентабельности указывают на способность компании оптимизировать издержки в условиях изменчивой конъюнктуры. Оценка рентабельности активов (ROA) позволяет оценить эффективность управления активами компании, а также учесть капиталоемкость производства той или иной продуктовой линейки.

4.3. Оценка блока «долговая нагрузка»

Для оценки долговой нагрузки рейтингуемых лиц сектора промышленного производства АКРА использует отношение общего долга к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей. При оценке долговой нагрузки используются также качественные характеристики.

4.4. Оценка блока «покрытие»

Для оценки фактора покрытия рейтингуемых лиц сектора промышленного производства АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение FFO до вычета процентных платежей к процентным платежам.

4.5. Оценка блока «ликвидность»

Для оценки ликвидности рейтингуемых лиц сектора промышленного производства АКРА использует коэффициент краткосрочной ликвидности, а также качественные характеристики.

4.6. Оценка блока «денежный поток»

Для оценки денежного потока компаний отрасли АКРА использует показатель рентабельности свободного денежного потока (FCF), а также качественную оценку устойчивости FCF.

При наличии у компании сектора промышленного производства полного цикла производства ей необходимо поддерживать высокий уровень капитальных затрат и финансировать их за счет денежного потока (во избежание износа, технологического отставания от конкурентов и ухудшения финансовых показателей). Отдельно проводится анализ дивидендных выплат, производимых компанией. На фоне высоких капитальных затрат высокие расходы на дивиденды могут оказать существенное давление на FCF.

Таблица 5. Оценка блоков показателей операционного профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Бизнес-профиль	Рыночная позиция	40%	V	IV	III	II	I
	Волатильность финансовых результатов	30%	V	IV	III	II	I
	Диверсификация и зависимость от поставщиков	30%	V	IV	III	II	I
Финансовая политика и корпоративное управление	Финансовая политика	50%	V	IV	III	II	I
	Корпоративное управление	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Таблица 6. Оценка блоков показателей финансового профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в блоке	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Размер	Выручка (млрд долл. США)	100%	[0;1)	[1;5)	[5;10)	[10;50)	[50; ∞)
Рентабельность	Рентабельность по EBIT	70%	(-∞; 3%)	[3%; 7%)	[7%; 15%)	[15%; 25%)	[25%; ∞)
	Рентабельность активов (ROA)	30%	(-∞; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; 20%)	[20%; ∞)
Долговая нагрузка	Общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета процентных платежей	70%	(7; ∞)	(4; 7]	(2,5; 4]	(1; 2,5]	[0; 1]
	Качественная оценка долговой нагрузки	30%	V	IV	III	II	I
Покрытие	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам	100%	(-∞; 1)	[1; 3)	[3; 6)	[6; 10)	[10; ∞)
Ликвидность	Коэффициент ликвидности	50%	(-∞; 0,8)	[0,8; 1)	[1; 1,25)	[1,25; 1,5)	[1,5; ∞)
	Качественная оценка ликвидности	50%	V	IV	III	II	I
Денежный поток	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)	50%	(-∞; -10%)	[-10%; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; ∞)
	Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

АКРА

Приложение 11. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: услуги

1. Компании отрасли

Подходы к оценке, описанные в настоящем документе, применимы к компаниям, основная деятельность которых заключается в предоставлении широкого спектра услуг и сервиса. При этом настоящий документ не описывает подходы к оценке компаний, оказывающих услуги в таких отраслях, как пассажирский транспорт, телекоммуникации и розничная торговля, — они изложены в рамках отдельных отраслевых приложений. Глобальный рынок услуг представлен компаниями, которые предоставляют услуги в следующих областях: информационные технологии, медицина, организация бизнес-процессов, фитнес, платное образование, управление недвижимостью, консультационные услуги и др.

2. Описание структуры рейтинговых факторов

Анализ кредитоспособности рейтингуемых лиц сектора услуг основывается на оценке восьми блоков показателей, объединенных в два профиля и имеющих собственные веса, сумма которых составляет 100%. Представленные в Таблице 1 веса являются базовыми, то есть могут изменяться в зависимости от полученных оценок блоков показателей (описание концепции плавающего взвешивания см. в п. 4.1.3 Методологии).

Таблица 1. Скоринговая карта компаний сектора услуг

Профиль	Блоки показателей	Базовый вес блока	Показатели
Операционный профиль	Бизнес-профиль	25%	Стабильность спроса
			Рыночная позиция
	Финансовая политика и корпоративное управление	10%	Финансовая политика
			Корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер	15%	Выручка (млрд долл. США)
	Рентабельность	10%	Рентабельность по средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей и налогов
			Качественная оценка рентабельности
	Долговая нагрузка	15%	Скорректированный общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей
			Качественная оценка долговой нагрузки
	Покрытие	15%	Средства от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей к фиксированным платежам
	Ликвидность	5%	Коэффициент ликвидности
			Качественная оценка ликвидности
	Денежный поток	5%	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)
			Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)

Источник: АКРА

3. Операционный профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа операционного профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга компаний сектора и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей операционного профиля рейтингуемых лиц сектора услуг АКРА использует присущий данному сектору набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки. Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 5.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

Оценка бизнес-профиля основана на качественном анализе рыночной структуры компании и ее позиции на ключевых рынках. Важным фактором оценки являются характеристики спроса на оказываемые услуги, такие как устойчивость, а также спектр предоставляемых услуг (полный/ограниченный). Кроме того, во внимание принимаются волатильность результатов компании, диверсификация предоставляемых услуг, уникальность оказываемых услуг и позиция компании на рынке. При анализе компаний отрасли также оцениваются риски юрисдикции и специфика регулирования в ней. Оценка бизнес-профиля проводится с учетом перечисленных ниже субфакторов.

3.1.1. Стабильность спроса

Положительное влияние на финансовую надежность рейтингуемого лица оказывают стабильность спроса и низкая волатильность операционных и финансовых показателей в различных фазах экономического цикла, а также наличие долгосрочной стратегии развития, которая учитывает характеристики спроса и способствует диверсификации спектра услуг компании. Кроме того, при оценке стабильности спроса на оказываемые услуги учитывается спектр предоставляемых услуг, т. е. его уникальность, востребованность со стороны потребителей, возможность замещения или устаревания предоставляемых услуг, который позволяет ей поддерживать необходимый уровень рентабельности и устойчивый денежный поток.

Категория качественной оценки стабильности спроса определяется в соответствии с Таблицей 2.

Таблица 2. Качественная оценка стабильности спроса

Категория оценки	Основные характеристики
I	Предлагаемый спектр услуг диверсифицирован (на основную услугу приходится не более 35% выручки); спрос на ключевые услуги стабилен и не подвержен влиянию кризисных явлений в экономике на протяжении длительного периода времени; низкая концентрация клиентской базы; предлагаемый спектр услуг является необходимым для потребителя
II	Предлагаемый спектр услуг умеренно диверсифицирован (на основную услугу приходится не более 55% выручки); влияние кризисных явлений в экономике на спрос невысоко (быстрые темпы восстановления спроса после кризисов); низкая концентрация клиентской базы; предлагаемый спектр услуг является очень важным для потребителя

III	Предлагаемый спектр услуг умеренно диверсифицирован (на основную услугу приходится более 55% выручки, в планах выход в новые сегменты/запуск новых услуг); спрос на услуги компании умеренно цикличен, при этом компания обладает определенной договорной базой, которая позволяет поддерживать объемы выручки в ближайшие 1,5–2 года на стабильном уровне; средняя концентрация клиентской базы; предлагаемый спектр услуг является достаточно важным для потребителя
IV	Предлагаемый спектр услуг слабо диверсифицирован (на основную услугу приходится более 55% выручки); спрос на услуги компании умеренно цикличен; высокая концентрация клиентской базы; важность предлагаемого спектра услуг для потребителя ограничена
V	Спрос на услуги компании крайне волатилен и проциклично, либо информация о динамике спроса на услуги компании отсутствует ввиду их новизны; предлагаемый спектр услуг не имеет ценности для потребителя и может быть заменен другими видами услуг

Источник: АКРА

3.1.2. Рыночная позиция

Рыночная позиция определяется долей компании на рынке или в его отдельных сегментах, количеством сегментов присутствия, возможностью дальнейшего увеличения рыночной доли, а также потенциальными рисками появления новых конкурентов. Диверсификация по нескольким сегментам оказания услуг обеспечивает большую стабильность операционных и финансовых результатов, а ограниченная конкуренция или квазимонопольное положение на рынке помогают поддерживать высокую маржинальность бизнеса. Географическая диверсификация, включая лидирующие позиции на национальном или международном рынках, положительно сказывается на финансовой устойчивости рейтингуемого лица, тогда как присутствие компании только на локальном рынке и слабые конкурентные позиции негативно влияют на кредитоспособность.

Категория качественной оценки рыночной позиции определяется в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Качественная оценка рыночной позиции

Категория оценки	Основные характеристики
I	Один из лидеров на национальном или международном рынках; широкий спектр услуг, сбалансированный между различными сегментами; отсутствует концентрация потребителей услуг; компания обладает значительными опытом и компетенцией в предоставлении конкретных видов услуг; вероятность появления новых игроков на рынке минимальна ввиду необходимости значительного объема инвестиционных затрат и уникальности предоставляемых компанией услуг
II	Один из ключевых игроков на национальном рынке, присутствие за его пределами ограничено; широкий спектр услуг, подверженных умеренному риску цикличности; компания работает в нескольких сегментах, при этом есть ключевой сегмент; концентрация потребителей услуг невысокая; компания обладает опытом и компетенцией в предоставлении услуг, на которых она специализируется; вероятность появления новых игроков на рынке низкая ввиду необходимости значительного объема инвестиционных затрат

III	Значимый игрок локального рынка (или конкурентная позиция на локальных рынках); компания работает в нескольких сегментах, но предлагаемый спектр услуг ограничен; концентрация потребителей услуг в одном ключевом сегменте — выше средней; вероятность появления новых игроков на рынке средняя ввиду необходимости умеренного объема инвестиционных затрат
IV	Игрок локального рынка; компания работает в нескольких сегментах, при этом сильно зависит от одного сегмента; высокая концентрация потребителей услуг; вероятность появления новых игроков на рынке высокая
V	Небольшой игрок локального рынка; компания работает в одном сегменте; концентрация потребителей услуг очень высокая; на рынке присутствует значительное количество аналогов; вероятность появления новых игроков на рынке очень высокая

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовая политика и корпоративное управление»

Для оценки финансовой политики и корпоративного управления рейтингуемых лиц сектора услуг АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех индустрий (общее описание концепции качественной оценки финансовой политики и корпоративного управления см. в п. 5 Методологии).

Оценка блоков показателей в баллах производится в соответствии с Таблицей 5.

4. Финансовый профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа финансового профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей финансового профиля рейтингуемых лиц сектора услуг АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех отраслей экономики (общее описание качественной оценки показателей финансового профиля см. в п. 6 Методологии), а также индивидуальный набор качественных характеристик в соответствии с Таблицей 4.

Количественные показатели финансового профиля оцениваются в баллах на основании принадлежности к тому или иному диапазону, а качественные — на базе категорий качественной оценки в соответствии с Таблицей 6.

4.1. Оценка блока «размер»

Для оценки масштаба бизнеса компаний сектора услуг АКРА использует размер их выручки, который важен с точки зрения оценки кредитоспособности рейтингуемых лиц. Кроме того, проводится анализ динамики выручки: компании, демонстрирующие высокие темпы роста данного показателя, оцениваются выше тех, у кого выручка стагнирует или темпы ее роста невысоки.

4.2. Оценка блока «рентабельность»

Для оценки рентабельности компаний отрасли используется рентабельность по средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей и налогов. Это

позволяет проводить корректный сравнительный анализ между компаниями, использующими собственную инфраструктуру и арендующими ее.

Дополнительно проводится оценка рентабельности рейтингуемого лица в сравнении с показателями основных конкурентов. Кроме того, оценивается, как изменения уровней рентабельности компании за последние три–пять лет соотносятся с тенденциями развития отрасли: компания, демонстрирующая существенно более высокие уровни рентабельности в сравнении с конкурентами, оценивается более высоко, чем компания, чья рентабельность находится на среднеотраслевом уровне или труднопредсказуема в силу волатильности ее показателей.

Таблица 4. Качественная оценка рентабельности

Категория оценки	Основные характеристики
I	Очень высокая рентабельность по сравнению с конкурентами
II	Устойчиво высокая рентабельность (отсутствие значимых колебаний показателя за последние три года)
III	Рентабельность на среднеотраслевом уровне (отсутствие значимых колебаний за последние три года)
IV	Рентабельность на нижнем уровне среднеотраслевых значений (невысокая волатильность показателя)
V	Устойчиво низкий уровень рентабельности или труднопредсказуемая динамика (высокая волатильность показателя)

Источник: АКРА

Рентабельность операционной деятельности компаний сектора услуг традиционно находится на высоком уровне, поэтому количественные показатели оценки у них выше, чем у компаний из большинства других отраслей.

4.3. Оценка блока «долговая нагрузка»

Для оценки долговой нагрузки компаний сектора услуг АКРА использует отношение скорректированного общего долга [6] к средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей. При оценке долговой нагрузки используются также качественные характеристики.

4.4. Оценка блока «покрытие»

Для оценки фактора покрытия рейтингуемых лиц сектора услуг АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение FFO до вычета фиксированных платежей к фиксированным платежам. Это позволяет проводить более корректный сравнительный анализ между компаниями, использующими собственную инфраструктуру и арендующими ее.

4.5. Оценка блока «ликвидность»

Для оценки ликвидности рейтингуемых лиц сектора услуг АКРА использует коэффициент краткосрочной ликвидности, а также качественные характеристики.

[6] Учитывая сложившуюся практику оценки стоимости аренды инфраструктуры для компаний сектора услуг, при корректировке размера долга АКРА использует мультипликатор капитализации операционной аренды, равный 4x.

4.6. Оценка блока «денежный поток»

Для оценки денежного потока компаний отрасли АКРА использует показатель рентабельности свободного денежного потока (FCF), а также качественную оценку устойчивости FCF.

При наличии у компании сектора услуг собственной инфраструктуры ей необходимо поддерживать высокий уровень капитальных затрат и финансировать их за счет денежного потока (во избежание износа инфраструктуры, технологического отставания от конкурентов и ухудшения финансовых показателей). Отдельно проводится анализ дивидендных выплат, производимых компанией. На фоне высоких капитальных затрат высокие расходы на дивиденды могут оказать существенное давление на FCF.

Таблица 5. Оценка блоков показателей операционного профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Бизнес-профиль	Стабильность спроса	50%	V	IV	III	II	I
	Рыночная позиция	50%	V	IV	III	II	I
Финансовая политика и корпоративное управление	Финансовая политика	50%	V	IV	III	II	I
	Корпоративное управление	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Таблица 6. Оценка блоков показателей финансового профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в блоке	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Размер	Выручка (млрд долл. США)	100%	[0; 0,5)	[0,5; 2)	[2; 7)	[7; 30)	[30; ∞)
Рентабельность	Рентабельность по средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей и налогов	50%	(-∞; 7%)	[7%; 15%)	[15%; 25%)	[25%; 35%)	[35%; ∞)
	Качественная оценка рентабельности	50%	V	IV	III	II	I
Долговая нагрузка	Скорректированный общий долг к средствам от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей	70%	(8; ∞)	(5; 8]	(3; 5]	(1; 3]	[0; 1]
	Качественная оценка долговой нагрузки	30%	V	IV	III	II	I
Покрытие	Средства от операций (FFO) до вычета фиксированных платежей к фиксированным платежам	100%	(-∞; 1)	[1; 3)	[3; 6)	[6; 10)	[10; ∞)
Ликвидность	Коэффициент ликвидности	50%	(-∞; 0,8)	[0,8; 1)	[1; 1,25)	[1,25; 1,5)	[1,5; ∞)
	Качественная оценка ликвидности	50%	V	IV	III	II	I
Денежный поток	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)	50%	(-∞; -10%)	[-10%; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; ∞)
	Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Приложение 12. Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний: жилищное и инфраструктурное строительство

1. Компании отрасли

Подходы к оценке, описанные в настоящем документе, применимы к компаниям строительного сектора[7], основная деятельность которых заключается в:

- жилищном строительстве — строительстве и продаже объектов жилой недвижимости (от небольших домов, предназначенных для проживания одной или нескольких семей, до многоквартирных);
- инфраструктурном строительстве — строительстве объектов (1) гражданской инфраструктуры (дороги, тоннели, мосты, порты), (2) промышленной инфраструктуры (заводы, электростанции, перерабатывающие мощности для различных отраслей), (3) коммерческой недвижимости (офисы, торговые центры, склады), а также (4) объектов социальной инфраструктуры (школы, больницы).

2. Описание структуры рейтинговых факторов

Анализ кредитоспособности рейтингуемых лиц строительного сектора основывается на оценке восьми блоков показателей, объединенных в два профиля и имеющих собственные веса, сумма которых составляет 100%. Представленные в Таблице 1 веса являются базовыми, то есть могут изменяться в зависимости от полученных оценок блоков показателей (описание концепции плавающего взвешивания см. в п. 4.1.3 Методологии).

Таблица 1. Скоринговая карта компаний строительного сектора

Профиль	Блоки показателей	Базовый вес блока	Показатели
Операционный профиль	Бизнес-профиль	20%	Рыночная позиция
			Волатильность финансовых результатов
			Диверсификация и зависимость от материалов и субподряда
	Финансовая политика и корпоративное управление	10%	Финансовая политика
			Корпоративное управление
Финансовый профиль	Размер	15%	Выручка (млрд долл. США)
	Рентабельность	15%	Рентабельность по EBITDA
	Долговая нагрузка	15%	Общий долг к EBITDA
			Общий долг/Капитал
			Качественная оценка долговой нагрузки
	Покрытие	15%	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам
	Ликвидность	5%	Коэффициент ликвидности
			Качественная оценка ликвидности
	Денежный поток	5%	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)

[7] Если не уточняется иное, далее по тексту под термином «компании строительного сектора» подразумеваются компании, деятельность которых связана как с инфраструктурным, так и с жилищным строительством.

			Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)

Источник: АКРА

3. Операционный профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа операционного профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга компании строительного сектора и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей операционного профиля рейтингуемых лиц строительного сектора АКРА использует присущий ему набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки. Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 5.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

Оценка бизнес-профиля основана на качественном анализе ряда показателей, в том числе рыночной позиции компании и размера ее доли рынка, а также на анализе продуктового предложения.

Для анализа компаний, работающих в области жилищного строительства, оцениваются формат предлагаемого жилья и себестоимость строительства, а также волатильность исторических показателей, географическая диверсификация и зависимость компаний от материалов и субподряда. Кроме того, оценивается способность компаний завершать проекты в срок и с соблюдением бюджета строительства.

Для компаний, работающих в области инфраструктурного строительства, оцениваются диверсификация по регионам строительства, включая оценку их экономического развития, а также наличие строящихся объектов в некоррелируемых сегментах для снижения волатильности финансовых результатов. Оценка бизнес-профиля проводится с учетом перечисленных ниже субфакторов.

3.1.1. Рыночная позиция

При оценке рыночной позиции определяются положение компании и ее значимость как для внутреннего, так и для международного рынков, а также конкурентные преимущества и условия их сохранения в будущем. Кроме того, оцениваются способность компании наращивать количество проектов, последовательность и успешность реализации стратегии, а также наличие опыта в осуществлении сложных проектов.

Категория качественной оценки рыночной позиции определяется в соответствии с Таблицей 2.

Таблица 2. Качественная оценка рыночной позиции

Категория оценки	Основные характеристики
I	**Инфраструктурное строительство:** компания реализует крупнейшие проекты в стране, а также участвует в международных проектах, является лидером отрасли; портфель проектов хорошо диверсифицирован по странам или регионам присутствия; компания обладает уникальным опытом реализации инфраструктурных проектов (применимо в т. ч. к субподрядчикам) **Жилищное строительство:** национальный игрок с хорошо сбалансированным присутствием в различных регионах страны, доля которых в совокупном объеме национального строительства составляет не менее 70%; компания обладает очевидным конкурентным преимуществом по ряду позиций перед другими игроками; очень эффективное управление затратами и способность управлять маржинальностью; успешная и последовательная реализация стратегии, включая политику приобретений участков под застройку; долгосрочная история своевременного ввода объектов в строй
II	**Инфраструктурное строительство:** компания реализует крупные проекты в масштабе страны и за рубежом; портфель проектов умеренно диверсифицирован по странам или регионам присутствия; компания обладает значительным опытом реализации инфраструктурных проектов (применимо в т. ч. к субподрядчикам) **Жилищное строительство:** национальный игрок со сбалансированным присутствием в различных регионах страны, доля которых в совокупном объеме национального строительства составляет не менее 50%; компания обладает сильной рыночной позицией, входит в число ведущих игроков на рынке жилищного строительства; конкурентное преимущество как минимум в одном сегменте; эффективное управление затратами и маржинальностью; сбалансированная политика приобретения участков под застройку, объекты вводятся в строй преимущественно в срок и в соответствии с ожиданиями
III	**Инфраструктурное строительство:** компания реализует проекты в масштабе одной страны, но объекты хорошо диверсифицированы по нескольким экономическим регионам; компания обладает опытом реализации инфраструктурных проектов (применимо в т. ч. к субподрядчикам) **Жилищное строительство:** компания входит в тройку крупнейших игроков на рынке жилищного строительства страны (доля регионов в совокупном объеме национального строительства составляет не менее 30%), является одним из лидеров в ряде сегментов; высокая узнаваемость бренда в стране и устойчивая рыночная позиция; последовательная и успешная реализация стратегии; политика приобретения участков под застройку может быть агрессивна
IV	**Инфраструктурное строительство:** компания реализует проекты в ограниченном количестве экономических регионов страны; компания обладает незначительным опытом реализации инфраструктурных проектов (применимо в т. ч. к субподрядчикам) **Жилищное строительство:** компания входит в топ-пять игроков на рынке жилищного строительства страны (доля регионов в совокупном объеме национального строительства составляет менее 30%); высокая узнаваемость бренда в одном из ключевых регионов присутствия компании, но из-за роста конкуренции есть вероятность частичной утраты рыночной позиции; отмечается некоторая непоследовательность в реализации стратегии; агрессивная политика приобретения участков под застройку

V	**Инфраструктурное строительство:** компания реализует проекты в одном из регионов страны или в одном сегменте, который обеспечивает бо́льшую часть выручки; компания не обладает достаточным опытом реализации инфраструктурных проектов (применимо в т. ч. к субподрядчикам) **Жилищное строительство:** низкая узнаваемость бренда; очень высокий риск концентрации на одном регионе или проекте; стратегия не отличается последовательностью реализации, характеризуется повышенной агрессивностью, заявленные цели не достигнуты

Источник: АКРА

3.1.2. Волатильность финансовых результатов

Волатильность финансовых результатов часто связана с непоследовательной или неудачной реализацией стратегии или с внешними шоками, которые могут возникнуть во время строительства. Устойчивые финансовые и операционные результаты позволяют лучше прогнозировать показатели компании в будущем и снизить вероятность возникновения шокового дефицита ликвидности, что положительно сказывается на оценке кредитоспособности компании.

Категория качественной оценки волатильности финансовых результатов определяется в соответствии с Таблицей 3.

Таблица 3. Качественная оценка волатильности финансовых результатов

Категория оценки	Основные характеристики
I	Очень низкая волатильность ключевых финансовых показателей компании вследствие большого и устойчивого портфеля проектов; историческая операционная деятельность компании обеспечивает очень высокую прогнозируемость ее финансовых результатов; безупречная история реализации проектов в срок и в соответствии с бюджетом
II	Низкая волатильность ключевых финансовых показателей компании вследствие умеренно большого и устойчивого портфеля проектов; историческая операционная деятельность компании обеспечивает хорошую прогнозируемость ее финансовых результатов; успешная история реализации проектов в срок и в соответствии с бюджетом
III	Умеренная волатильность ключевых финансовых показателей компании вследствие умеренно изменяющегося портфеля проектов; историческая операционная деятельность компании обеспечивает достаточную прогнозируемость ее финансовых результатов; преимущественно успешная история реализации проектов в срок и в соответствии с бюджетом
IV	Высокая волатильность ключевых финансовых показателей компании вследствие изменяющегося портфеля проектов; историческая операционная деятельность компании не обеспечивает достаточную прогнозируемость ее финансовых результатов; история реализации проектов свидетельствует об отклонениях от сроков ввода объектов в строй и частичном превышении бюджета
V	Очень высокая волатильность ключевых финансовых и операционных показателей компании вследствие ограниченного портфеля проектов; прогнозирование финансовых результатов компании невозможно; история реализации проектов свидетельствует о частых отклонениях от сроков ввода объектов в строй и превышении бюджета

Источник: АКРА

3.1.3. Географическая диверсификация и зависимость от материалов и субподряда

Компании строительного сектора зачастую зависят от поставщиков материалов и субподрядчиков. В этой связи они не могут полностью контролировать все этапы строительства, что увеличивает риск задержек и переноса сроков сдачи проектов, а также риск их удорожания. Кроме того, успешность реализации крупных проектов зависит от наличия у компании соответствующего опыта.

В инфраструктурном строительстве важным фактором успешной реализации масштабных проектов является наличие технических возможностей, включая обеспеченность или свободный доступ к необходимым строительным материалам или наличие внутренних ресурсов для осуществления ряда подрядных работ.

Жилищное строительство является одной из наиболее чувствительных отраслей к уровню географической диверсификации и диверсификации проектов по форматам или типам жилья. Так, приостановка или ограничения на реализацию одного из проектов компании могут привести к трудностям со строительством другого проекта и к резкому ухудшению операционных и финансовых показателей. Широкая диверсификация проектов по регионам и форматам/типам позволяет снизить негативное влияние на операционные результаты компании.

Категория качественной оценки географической диверсификации и зависимости от материалов и субподряда определяется в соответствии с Таблицей 4.

Таблица 4. Качественная оценка географической диверсификации и зависимости от материалов и субподряда

Категория оценки	Основные характеристики
I	**Инфраструктурное строительство:** доля передаваемых на субподряд контрактов минимальна, компания в значительной мере обеспечена собственными строительными мощностями и материалами; компания реализует крупнейшие проекты в стране, а также участвует в международных проектах **Жилищное строительство:** плановая выручка хорошо диверсифицирована по большому количеству проектов различного типа и формата (менее 5% выручки приходится на один проект); компания выступает крупным подрядчиком в сложных национальных и международных проектах; доля выручки от внешних подрядных работ составляет не менее 50% от годовой выручки; наличие собственной платформы продаж
II	**Инфраструктурное строительство:** доля передаваемых на субподряд контрактов несущественна, компания в значительной мере обеспечена собственными строительными мощностями и материалами **Жилищное строительство:** плановая выручка по крупнейшему проекту не превышает 10% от плановой выручки за три года; компания выступает крупным подрядчиком в сложных национальных и международных проектах; доля выручки от внешних подрядных работ составляет не менее 30% от годовой выручки; наличие собственной платформы продаж
III	**Инфраструктурное строительство:** доля передаваемых на субподряд контрактов значительна, компания частично обеспечена собственными строительными мощностями и материалами

	Жилищное строительство: плановая выручка по крупнейшему проекту не превышает 15% от плановой выручки за три года; существенная часть строительных работ осуществляется собственными силами, компания в значительной степени обеспечена строительными материалами собственного производства, или доступ к материалам и субподрядным работам достаточно прост; высокий уровень организации с точки зрения управляющей функции, включая функцию генерального подрядчика и технического надзора; компания самостоятельно выполняет функции проектирования; компания обладает собственной платформой продаж, доля агентских продаж минимальна
IV	**Инфраструктурное строительство:** доля передаваемых на субподряд контрактов значительна, компания частично обеспечена собственными строительными мощностями и материалами; компания реализует крупные региональные проекты **Жилищное строительство:** компания является одним из лидеров на рынке жилищного строительства страны, плановая выручка по крупнейшему проекту не превышает 25% от плановой выручки за три года; компания частично осуществляет строительные работы собственными силами и частично обеспечена строительными материалами собственного производства; высокий уровень организации с точки зрения управляющей функции, включая функцию генерального подрядчика и технического надзора; компания в основном самостоятельно выполняет функции проектирования; компания обладает собственной платформой продаж, доля агентских продаж не превышает 25%
V	**Инфраструктурное строительство:** компания полностью передает работы на субподряд; компания в незначительной степени обеспечена или не обеспечена собственными строительными мощностями и материалами; компания реализует региональные проекты **Жилищное строительство:** компания является одним из лидеров на рынке жилищного строительства в одном из ключевых регионов страны, плановая выручка по крупнейшему проекту не превышает 33% от плановой выручки за три года; строительные работы отдаются на субподряд; собственные производственные мощности отсутствуют; высокий уровень организации с точки зрения управляющей функции, включая функцию генерального подрядчика и технического надзора; компания в основном самостоятельно выполняет функции проектирования; компания не обладает собственной платформой продаж

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовая политика и корпоративное управление»

Для оценки финансовой политики и корпоративного управления рейтингуемых лиц строительного сектора АКРА использует общий набор характеристик, обуславливающих категорию качественной оценки для всех индустрий (общее описание концепции качественной оценки финансовой политики и корпоративного управления см. в п. 5 Методологии).

Оценка блоков показателей в баллах производится в соответствии с Таблицей 5.

4. Финансовый профиль

Ниже описываются основные факторы рейтингового анализа финансового профиля, степень их влияния при определении кредитного рейтинга нефинансовой компании и особенности проведения оценки.

Для оценки качественных показателей финансового профиля рейтингуемых лиц строительного сектора АКРА использует общий набор характеристик, категорию качественной оценки для всех отраслей экономики (общее описание качественной оценки показателей финансового профиля см. в п. 6 Методологии).

Количественные показатели финансового профиля оцениваются в баллах на основании принадлежности к тому или иному диапазону, а качественные — на базе категорий качественной оценки в соответствии с Таблицей 6.

4.1. Оценка блока «размер»

Для оценки масштаба бизнеса компаний строительного сектора АКРА использует размер их выручки, который важен с точки зрения оценки кредитоспособности. Кроме того, проводится анализ динамики выручки: компании, демонстрирующие высокие темпы роста данного показателя, оцениваются выше тех, у кого выручка стагнирует или темпы ее роста невысоки.

4.2. Оценка блока «рентабельность»

Рентабельность компаний строительного сектора оценивается по EBITDA, что, по мнению АКРА, наилучшим образом отражает эффективность управления операционными затратами. Компаниям строительного сектора приходится корректировать и балансировать операционные затраты между проектами для поддержания своей рентабельности. Высокие оценки показателя рентабельности указывают на способность компании оптимизировать издержки в условиях изменчивой конъюнктуры.

4.3. Оценка блока «долговая нагрузка»

Для оценки долговой нагрузки рейтингуемых лиц строительного сектора АКРА использует отношение общего долга к EBITDA. В отдельных случаях, например, когда компании жилищного сектора работают по определенным схемам финансирования, показатель общего долга может быть подвергнут аналитической корректировке и использован показатель чистого долга. Задержки в признании выручки у компаний строительного сектора сглаживаются за счет учета в оценке прогноза, а также ввиду дополнительного использования показателя величины общего долга к капиталу, который применяется только для компаний, работающих в секторе жилищного строительства. При оценке долговой нагрузки используются также качественные характеристики.

4.4. Оценка блока «покрытие»

Для оценки фактора покрытия рейтингуемых лиц строительного сектора АКРА использует показатель, рассчитываемый как отношение FFO до вычета процентных платежей к процентным платежам. В отдельных случаях, при использовании определенных схем финансирования, показатель размера процентных платежей может быть подвергнут аналитической корректировке и использован показатель чистых процентных платежей.

4.5. Оценка блока «ликвидность»

Для оценки ликвидности рейтингуемых лиц строительного сектора АКРА использует коэффициент краткосрочной ликвидности, а также качественные характеристики.

4.6. Оценка блока «денежный поток»

Для оценки денежного потока компаний строительного сектора АКРА использует показатель рентабельности свободного денежного потока (FCF), а также качественную оценку устойчивости FCF.

Стабильно положительный FCF позволяет компаниям строительного сектора инвестировать в увеличение объемов строительства, землю, а также обеспечивать необходимую подушку ликвидности.

Таблица 5. Оценка блоков показателей операционного профиля

Блоки показателей	Показатель	Вес показателя в рамках блока	Оценка показателя				
			5	4	3	2	1
Бизнес-профиль	Рыночная позиция	40%	V	IV	III	II	I
	Волатильность финансовых результатов	30%	V	IV	III	II	I
	Диверсификация и зависимость от материалов и субподряда	30%	V	IV	III	II	I
Финансовая политика и корпоративное управление	Финансовая политика	50%	V	IV	III	II	I
	Корпоративное управление	50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Таблица 6. Оценка блоков показателей финансового профиля

Блоки показателей	Показатель		Вес показателя в блоке	Оценка показателя				
				5	4	3	2	1
Размер	Выручка (млрд долл. США)	Жилищное строительство	100%	[0; 1,5)	[1,5; 2,5)	[2,5; 5)	[5; 30)	[30; ∞)
		Инфраструктурное строительство		[0; 1)	[1; 2)	[2; 4)	[4; 20)	[20; ∞)
Рентабельность	Рентабельность по EBITDA	Жилищное строительство	100%	(-∞; 5%)	[5%; 15%)	[15%; 25%)	[25%; 35%)	[35%; ∞)
		Инфраструктурное строительство		(-∞; 2%)	[2%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; 15%)	[15%; ∞)
Долговая нагрузка	Общий долг к EBITDA		50%	(8; ∞)	(5; 8]	(3; 5]	(1; 3]	[0; 1]
	Общий долг/Капитал		30%	(2; ∞)	(1,5; 2]	(1; 1,5]	(0,5; 1]	[0; 0,5]
	Качественная оценка долговой нагрузки		20%	V	IV	III	II	I
Покрытие	Средства от операций (FFO) до вычета процентных платежей к процентным платежам		100%	(-∞; 1)	[1; 2)	[2; 5)	[5; 8)	[8; ∞)
Ликвидность	Коэффициент ликвидности		50%	(-∞; 0,8)	[0,8; 1)	[1; 1,25)	[1,25; 1,5)	[1,5; ∞)
	Качественная оценка ликвидности		50%	V	IV	III	II	I
Денежный поток	Рентабельность свободного денежного потока (FCF)		50%	(-∞; -10%)	[-10%; 0%)	[0%; 5%)	[5%; 10%)	[10%; ∞)
	Качественная оценка устойчивости свободного денежного потока (FCF)		50%	V	IV	III	II	I

Источник: АКРА

Ограничение ответственности

(C) 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.