ПАО «РусГидро»

26 июля 2018

Ведущие аналитики:

Наталья Порохова, старший директор
+7 (495) 139-0490
natalia.porokhova@acra-ratings.ru

Екатерина Можарова, старший директор
+7 (495) 139-0498
ekaterina.mozharova@acra-ratings.ru

Компоненты кредитного рейтинга		Вес
Отраслевой риск-профиль	**Очень низкий риск**	**10%**
Операционный риск-профиль	**aa-**	**45%**
Рыночная позиция	Сильная	
Бизнес-профиль	Сильный	
Географическая диверсификация	Очень сильная	
Корпоративное управление	Высокий уровень	
Финансовый риск-профиль	**a**	**45%**
Размер	Очень крупный	
Рентабельность	Очень высокая	
Долговая нагрузка	Низкая	
Обслуживание долга	Высокое покрытие	
Ликвидность	Очень сильная	
Денежный поток	Очень слабый	
ОСК	**aa-**	
Аналитические корректировки	**0**	
Финальная ОСК	**aa-**	
Поддержка	**3**	
Государственная поддержка	3	
Групповая поддержка	0	
Иностранная поддержка	0	
Кредитный рейтинг	**AAA(RU)**	
Прогноз	**«Стабильный»**	

Краткая информация о компании

ПАО «РусГидро» (далее — РусГидро, Компания) — одна из крупнейших мировых публичных гидроэнергетических групп. Основная деятельность Компании связана с производством и реализацией электро- и теплоэнергии на оптовом и розничном рынках России. В 2017 году установленная мощность Компании составила 39 ГВт, или 16% от общей установленной мощности электростанций в России. На конец первого полугодия 2018 года государство владело 60,6% обыкновенных акций Компании через Федеральное агентство по управлению государственным имуществом (Росимущество), 13,3% акций принадлежало Банку ВТБ (ПАО).

С точки зрения структуры РусГидро представляет собой холдинг, крупнейшими составляющими которого являются материнская компания ПАО «РусГидро» (контролирует более 60% установленной мощности ГЭС России) и ее филиалы, субхолдинг «ЭСК РусГидро» (сбыт электроэнергии конечным потребителям), субхолдинг «РАО ЭС Востока» (генерация, распределение и сбыт электро- и теплоэнергии на Дальнем Востоке) (далее — Группа).

Факторы рейтинговой оценки

Поскольку государство владеет контрольным пакетом акций РусГидро, кредитный рейтинг Группы определяется в соответствии с Методологией анализа взаимосвязи рейтингуемых лиц с государством, согласно которой кредитный рейтинг РусГидро формируется из трех компонент: (1) оценки собственной кредитоспособности Группы (ОСК) без учета государственной поддержки; (2) степени системной значимости Группы для национальной экономики и социальной сферы; (3) степени влияния государства на кредитоспособность Группы.

Определение ОСК

Отраслевой риск-профиль

Отраслевой риск-профиль характеризуется очень низким риском.

Спрос на электроэнергию неэластичен, то есть практически не реагирует на изменение цены. Доля потребления энергии в виде электричества (транспортом, в производстве, в быту) постоянно повышается: у потребителей, как правило, нет альтернативного выбора. В 2018–2021 годах АКРА прогнозирует ежегодный рост электропотребления в России в среднем на 0,9%.

53% консолидированной выручки Группы по итогам 2017 года с учетом полученных государственных субсидий приходится на субхолдинг «РАО ЭС Востока» — монопольного поставщика электро- и теплоэнергии на Дальнем Востоке, осуществляющего генерацию, передачу и сбыт электро- и теплоэнергии. АКРА оценивает уровень риска вертикально интегрированных компаний электроэнергетики как очень низкий. Энергосистема Дальнего Востока не была реформирована: конкуренция в данном секторе отсутствует, а цены на услуги сравнительно предсказуемы и не отличаются волатильностью, поскольку регулируются государством. Основные отраслевые риски связаны с регуляторным режимом (сбалансированность практики регулирования тарифов с экономически обоснованными затратами организаций, в первую очередь с инвестиционными программами). В среднесрочной перспективе АКРА ожидает сохранения сдерживающей тарифной политики и государственного субсидирования цен на Дальнем Востоке.

32% выручки Группы в прошлом году было формировано в секторе производства электроэнергии и мощности ГЭС и продаж на оптовом рынке, уровень отраслевого риска которого АКРА оценивает как низкий. С 2011 года 80% рынка электроэнергии в России полностью либерализовано (регулируются поставки электроэнергии населению, потребителям Северного Кавказа, Дальнего Востока). Технологические особенности производственного процесса в отрасли (совмещение во времени процессов производства и потребления электроэнергии при ограниченных возможностях ее хранения) определяют наличие набора регуляторных механизмов, снижающих волатильность цен в отрасли (например, наличие рынка мощности, цены на котором определены на пять–десять лет вперед).

Рыночная позиция

Рыночная позиция оценивается как сильная.

РусГидро — вторая после Группы «Газпром» энергокомпания России по объему установленной электрической мощности (39 ГВт [1], или 16% установленной электрической мощности ЕЭС России). В первой ценовой зоне оптового рынка электроэнергии (Европа и Урал) доля РусГидро достигает 7%, во второй ценовой зоне (Сибирь) — 13%. ГЭС обеспечивают производство самой дешевой электроэнергии на оптовом рынке; конкуренция с другими участниками рынка редко является сдерживающим фактором, влияющим на предложение ГЭС. На Дальнем Востоке, где

[1] Установленная электрическая мощность компаний Группы РусГидро с учетом ПАО «Богучанская ГЭС».

рынок электроэнергии не был либерализован, Компания занимает монопольное положение (более 90% выработки электроэнергии).

Бизнес-профиль оценивается как сильный.

Бизнес-профиль

Регуляторный и ценовой риски

Более половины выручки Группы формируется в сегменте продаж, регулируемых тарифами (Дальний Восток и поставки электроэнергии населению по регулируемым договорам). Данный сегмент характеризуется высокими регуляторными рисками и очень низкой рентабельностью. Существующий уровень тарифов на ряде предприятий в этих зонах (Дальний Восток) ниже экономически обоснованного уровня, в результате чего деятельность данных предприятий (без учета государственных субсидий) находится на грани безубыточности. Механизмы долгосрочного тарифного регулирования в неценовых зонах не применяются. В настоящее время регулируемые тарифы ежегодно пересматриваются и базируются на предельном уровне тарифов, установленных Федеральной антимонопольной службой (ФАС России). С 2017 года применяется механизм выравнивания цен на Дальнем Востоке до среднероссийского уровня. Выпадающие доходы компенсируются за счет дополнительных сборов, включенных в цену мощности в зонах рыночного ценообразования.

При этом рентабельность РусГидро превышает средний для российских генерирующих компаний уровень: высокая рентабельность продаж электроэнергии, вырабатываемой ГЭС, нивелирует потенциальные регуляторные риски и компенсирует низкую рентабельность сегмента продаж электроэнергии на Дальнем Востоке и населению. Более 90% прибыли Компании формируется за счет двух сегментов с долей в выручке 21% (по оценке АКРА): специальных тарифов для новых ГЭС (платы по ДПМ [2]) и продажи электроэнергии ГЭС на спотовом рынке электроэнергии РСВ (рынок на сутки вперед).

Себестоимость генерируемой ГЭС электроэнергии является самой низкой на российском рынке. В ходе торгов на спотовом рынке электроэнергии ГЭС подают ценопринимающие заявки [3]. При загрузке мощностей системный оператор («Системный оператор Единой энергетической системы», АО «СО ЕЭС») отдает приоритет наиболее низкозатратным мощностям, а именно АЭС и ГЭС, что гарантирует сбыт всего объема производимой РусГидро электроэнергии. При этом АКРА отмечает риск снижения объемов производимой ГЭС электроэнергии в маловодные годы.

Низкая подверженность Компании ценовому риску объясняется высокой прибыльностью в сегменте гидрогенерации, связанной с отсутствием топливной компоненты. В 2017 году рентабельность по FFO до процентных платежей и налогов в этом сегменте составила около 65%. По расчетам АКРА, даже в условиях низких оптовых цен на электроэнергию РусГидро может сохранять рентабельность в данном сегменте на уровне около 60%. Помимо этого, порядка 3% выручки Группы формируется в сегменте продажи мощности на рынке конкурентного отбора мощности (цены на котором установлены до 2021 года и индексируются с учетом инфляции), при этом 2% выручки формируется в указанном сегменте по специальным тарифам ДПМ, гарантирующим получение платы на 20 лет.

[2] Договоры купли-продажи мощности вводимых в эксплуатацию новых атомных и гидроэлектростанций (в том числе гидроаккумулирующих электростанций).

[3] Ценовая заявка участника оптового рынка без указания цены на электрическую энергию или мощность, отражающая его намерение купить или продать указанный в заявке объем электроэнергии или продать указанный в заявке объем мощности по цене, сложившейся в результате конкурентного отбора.

Сбытовые риски

Сбытовые риски РусГидро связаны с неплатежами за поставленную электро- и теплоэнергию. Уровень просроченной более одного года дебиторской задолженности составлял в 2016–2017 годах 6% от годовой выручки Компании, а резервов, сформированных под обесценение дебиторской задолженности, — 7–8%. Данные показатели превышают средние для российской электроэнергетики уровни просрочки платежей. Просроченная дебиторская задолженность формируется в сбытовом сегменте и в сегменте продаж на Дальнем Востоке.

Качество основных средств и инвестиционная программа

АКРА рассматривает риски РусГидро, связанные с качеством основных средств и с инвестиционной программой, как умеренные. Согласно эмиссионным документам по выпуску еврооблигаций Компании, доля устаревшего оборудования составляет 33% (11 ГВт) всех ее мощностей без учета Богучанской ГЭС, тогда как средний показатель по отрасли, по оценкам АКРА, равен 40%. Большая часть изношенных основных средств относится к субхолдингу «РАО ЭС Востока».

Объем консолидированной инвестиционной программы РусГидро (без учета Богучанской ГЭС) на 2018–2022 годы составляет 395 млрд руб. с учетом НДС, при этом 55% из этих средств должны быть профинансированы в 2018–2019 годах. Высокие капитальные затраты ближайших двух лет связаны с обязательствами по достройке приоритетных инвестиционных проектов на Дальнем Востоке. После завершения строительства ТЭС на Дальнем Востоке Компания планирует в 2021–2022 годах начать сокращение инвестиционной программы в два раза (до 11% от выручки) и сконцентрироваться на проектах модернизации ГЭС. Но данная программа не включает в себя расходы по восстановлению и достройке Загорской ГАЭС-2, так как проект еще проходит технологическую и сметную оценку, и вероятное увеличение инвестиций в развитие энергетики Дальнего Востока в 2020-е годы.

Географическая диверсификация оценивается как очень сильная.

Географическая диверсификация

АКРА оценивает степень географической диверсификации РусГидро как очень высокую: активы Компании распределены по всей территории России (см. приложение, рисунок 1). Это позволяет уменьшить риски неблагоприятных погодных условий, а также снизить зависимость от уровня экономического развития отдельных регионов.

Уровень корпоративного управления Компании оценивается как выше среднего.

Корпоративное управление

АКРА отмечает развитую систему корпоративного управления Группы. Сильными сторонами корпоративного управления являются: (1) последовательная реализация стратегии Группы до 2025 года, направленная на повышение стоимости и эффективности Компании; (2) применение лучших практик при создании органов управления Компанией и системы мотивации руководителей и персонала; (3) консервативная финансовая политика; (4) высокий уровень финансовой прозрачности. Однако оценка качества корпоративного управления сдерживается: (1) сложной структурой Группы; (2) высокой степенью вмешательства государства в процесс принятия стратегических решений; (3) непредотвращенными рисковыми событиями в прошлом, нанесшими существенный ущерб Компании.

Стратегия и структура управления

Стратегия Компании определяется ее долгосрочной программой развития. Последняя редакция программы определяет направления работы РусГидро на период 2016–2020 годов с перспективой до 2025 года. АКРА рассматривает данную программу как последовательную, с ограниченным отклонением от установленного

стратегического курса. Приоритетами долгосрочного развития для Компании являются: (1) развитие и повышение эффективности управления производственными и технологическими комплексами; (2) инвестиционная политика и изменение подходов к формированию инвестиционной программы; (3) повышение эффективности системы управления дальневосточными активами и развитие энергетики Дальнего Востока; (4) повышение операционной эффективности и прозрачности деятельности; (5) развитие кадрового потенциала. АКРА также положительно оценивает действующую в Компании систему ключевых показателей эффективности (КПЭ). Анализ данных годового отчета показывает, что КПЭ в 2015–2017 годах были выполнены практически полностью.

Вместе с тем АКРА отмечает высокую степень участия государства в принятии стратегических решений, что повышает вероятность следования государственным интересам в ущерб рентабельности Компании. Примером такой ситуации стало приобретение активов на Дальнем Востоке в 2011 году, что привело к росту долговой нагрузки и снижению рентабельности Компании.

АКРА оценивает качество структуры управления Компанией как выше среднего. Практика корпоративного управления характеризуется следующими положительными сторонами: (1) в Компании действует Кодекс корпоративного управления; (2) заседания совета директоров проводятся на плановой основе не реже одного раза в шесть недель, зачастую в форме совместного присутствия; (3) работа совета директоров регулярно оценивается.

Структура собственности и структура группы

Ключевые акционеры Компании — Российская Федерация (60,6%) и Банк ВТБ (ПАО) (13,3%). Структура Группы является сложной и включает в себя несколько крупных субгрупп. Управление дочерними обществами осуществляется Компанией через ее представителей, участвующих в общих собраниях акционеров и заседаниях советов директоров обществ, а также входящих в их контрольные органы. Ключевые управленческие решения в отношении дочерних обществ, на 100% подконтрольных РусГидро, входят в компетенцию правления Компании. Менеджмент РусГидро стремится к наиболее эффективному управлению портфелем активов, что включает в себя реализацию непрофильных активов.

Наличие субхолдинга «РАО ЭС Востока» усложняет управление Группой в связи с его низкой прибылью, существенным долгом и высокими инвестиционными потребностями для замещения выбывающих активов. При этом АКРА отмечает усилия РусГидро, направленные на оптимизацию качества управления и долговой нагрузки вышеупомянутого актива. К числу предпринятых мер относятся: (1) консолидация активов на Дальнем Востоке и увеличение доли РусГидро в АО «РАО ЭС Востока» до 99,98% в 2016 году; (2) рефинансирование части долга субхолдинга «РАО ЭС Востока» средствами, полученными от форвардной сделки с Банком ВТБ (ПАО) на сумму 55 млрд руб.; (3) меры по оптимизации затрат и инвестиционной программы субхолдинга «РАО ЭС Востока».

Система управления рисками

АКРА оценивает качество системы управления рисками РусГидро как среднее. В Компании осуществляет деятельность департамент контроля и управления рисками, политика по управлению рисками формализована, реестр рисков с определением владельцев рисков пересматривается на ежегодной основе. Для управления критическими и существенными рисками правление Компании утверждает план мероприятий и определяет срок, ответственных и ожидаемый результат для каждого мероприятия. Исполнение мероприятий учитывается в

составе утвержденных КПЭ. С 2014 года в Компании действует автоматизированная система управления внутреннего контроля и управления рисками, которая постоянно совершенствуется. В РусГидро существует процедура формирования страховой защиты.

Вместе с тем на оценку системы управления рисками РусГидро негативно влияют прошлые серьезные техногенные аварии: авария на Саяно-Шушенской ГЭС в 2009 году и прорыв на недостроенной Загорской ГАЭС-2 в 2013-м. По данным событиям Компания получала страховые возмещения. По мнению АКРА, указанные факты свидетельствуют о недостатках в системе управления рисками.

Высокий уровень финансовой прозрачности

РусГидро характеризуется высоким уровнем информационной прозрачности. Компания готовит консолидированную отчетность по МСФО на ежеквартальной основе и своевременно раскрывает ее инвесторам. Аудиторскую проверку отчетности осуществляет международная аудиторская компания PricewaterhouseCoopers. В РусГидро созданы структурные подразделения по взаимодействию с акционерами и инвесторами. Компания регулярно проводит встречи и презентации для акционеров и инвесторов с участием членов органов управления. РусГидро раскрывает информацию о существенных сделках и сделках, в совершении которых имеется заинтересованность. В годовом отчете помимо обязательной информации раскрываются дополнительные сведения в соответствии с рекомендациями Кодекса корпоративного управления.

Финансовый риск-профиль

Основные предпосылки прогнозирования финансовых показателей и принципы их учета в рейтинговой модели

В качестве источника прогноза ряда показателей использовались следующие подготовленные АКРА материалы:

– уточнение прогноза развития экономики России до 2022 года «Шесть драйверов инвестиционного роста в России» от 4 апреля 2018 года;

– прогноз развития электроэнергетики России до 2022 года «"10+10": энергетика РФ в ожидании новой реформы для выхода из инвестиционной паузы» от 19 апреля 2018 года.

В рамках рейтинговой оценки АКРА построило модель денежных потоков РусГидро на горизонте 2017–2019 годов. В качестве основных предпосылок для модели использовались как данные Компании, так и ожидания Агентства. Выручка РусГидро прогнозировалась на основе ожиданий АКРА по: (1) спросу и предложению электроэнергии и мощности в России; (2) изменению цен на электроэнергию на оптовых рынках; (3) установленным ценам на существующую мощность на аукционах конкурентного отбора мощности на 2018–2021 годы; (4) динамике регулируемых тарифов; (5) изменению цен по договорам на поставку мощности.

В рамках рейтинговой модели финансовые показатели Компании усреднялись путем взвешивания. Наибольшие веса — по 30% — имели показатели 2017 и 2018 годов, показателям 2016 и 2019 годов были присвоены веса, равные 15%, на показатели 2015 и 2020 годов пришлось по 5%. При расчете коэффициентов ликвидности учитывались только прогнозные показатели 2018–2020 годов в соотношении 60%–30%–10% соответственно.

Размер и рентабельность

Размер Компании оценивается как очень крупный.

В 2017 году объем генерации электроэнергии РусГидро составил 127 ГВт-ч (без учета ПАО «Богучанская ГЭС»). Годовая выработка ГЭС может быть подвержена высокой волатильности в силу гидрологических и метеоусловий. Выработка на ГЭС в маловодные годы может падать на 15–20% (как это было в 2014–2015 годах). С учетом исторической динамики выработки на ГЭС в финансовом прогнозе мы учитывали средний годовой объем выработки в 2018–2020 годах на уровне на 8% ниже, чем в 2017-м.

По итогам 2017 года показатель FFO Компании до чистых процентных платежей и налогов составил 104 млрд руб. Среди генерирующих компаний России РусГидро

находится на втором месте по данному показателю после «Атомэнергопрома». Стабильный объем генерации, сохранение государственных субсидий в размере 41–43 млрд руб. для активов РусГидро на Дальнем Востоке, стратегический контроль над затратами, а также ожидаемый рост свободных цен и тарифов в пределах инфляции окажут поддержку показателю FFO до чистых процентных платежей и налогов. АКРА не ожидает существенного изменения этого показателя в течение прогнозного периода.

Рентабельность Компании оценивается как очень высокая.

Рентабельность РусГидро по FFO до чистых процентных платежей и налогов выросла с 20,6% в 2015 году до 27% по итогам 2017-го. Такой уровень рентабельности АКРА рассматривает как очень высокий. Рост рентабельности в этот период был обусловлен: (1) увеличением объемов гидрогенерации, которая характеризуется высокой прибыльностью; (2) реализованными мероприятиями по оптимизации расходов. АКРА ожидает, что в прогнозный период РусГидро продолжит осуществлять жесткий контроль над затратами и повышать операционную эффективность (особенно на предприятиях Группы на Дальнем Востоке), что позволит ей удерживать рентабельность на уровне выше 25%.

Долговая нагрузка Компании оценивается как низкая.

Долговая нагрузка и обслуживание долга

Долговая нагрузка РусГидро оценивается как умеренная. На конец 2017 года усредненный показатель долговой нагрузки (рассчитываемый как отношение общего долга к FFO до чистых процентных платежей и налогов) составлял 2,0x. На 31.03.2018 долг Компании снизился до 157 млрд руб. Для сравнения: в 2015 году долг составлял порядка 197 млрд руб., или 3,1x FFO до чистых процентных платежей. Долговая нагрузка РусГидро снизилась в связи с: (1) рефинансированием части долга субхолдинга «РАО ЭС Востока»; (2) досрочным погашением дорогостоящих и части валютных кредитов. АКРА ожидает, что при сохранении стабильного показателя FFO и медленном снижении уровня долга показатель долговой нагрузки Компании в прогнозном периоде будет находиться на уровне порядка 2,0–2,2x.

По мнению АКРА, структура долга РусГидро является благоприятной. На 31.03.2018 29% долга Компании пришлось на краткосрочный долг. График погашения долга в ближайшие 24 месяца не содержит пиковых выплат. Агентство отмечает крепкие деловые связи РусГидро с государственными банками. На 31.03.2018 доля средств, предоставленных государственными банками, составила около 33% долгового портфеля Компании. Доля валютного долга в структуре портфеля Компании минимальна.

Покрытие процентных платежей Компании оценивается как высокое.

Агентство также оценивает возможности РусГидро по обслуживанию долга как сильные. Усредненный показатель покрытия процентных платежей, рассчитываемый как отношение FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам, на конец 2017 года составил 5,9x. АКРА ожидает, что на фоне стабильного FFO и уменьшения стоимости задолженности данный показатель в прогнозный период вырастет до 6,1–7,3x.

Свободный денежный поток Компании оценивается как слабый.

Ликвидность и денежные потоки

В 2012–2017 годах РусГидро генерировала отрицательный свободный денежный поток в связи с высокими капитальными затратами и дивидендными выплатами. Учитывая предпосылку о том, что дивидендные выплаты Компании будут составлять 50% от чистой прибыли по МСФО, и прогноз средних капитальных затрат в размере 90 млрд руб. (с НДС) ежегодно, АКРА ожидает, что свободный денежный поток Компании останется отрицательным в течение прогнозного периода. По оценке Агентства, усредненная рентабельность свободного денежного потока РусГидро в 2018–2020 годах составит -4%, усредненное отношение капитальных затрат к выручке — 21%. Эти значения характеризуют свободный денежный поток Компании

как слабый. Тем не менее АКРА отмечает, что рентабельность денежного потока улучшится до уровня безубыточности к 2020 году по мере снижения потребностей в капитальных затратах.

Несмотря на отрицательный свободный денежный поток, РусГидро обладает сильной позицией по ликвидности. На 31.03.2018 уровень ликвидности Компании поддерживался остатками денежных средств и эквивалентов (около 56 млрд руб.) и доступными невыбранными кредитными линиями, предоставленными российскими банками (порядка 138 млрд руб.).

Аналитические корректировки

Аналитические корректировки не осуществлялись.

Поддержка

Государство

Высокая системная значимость объясняется сильной рыночной позицией Компании на стратегически важном рынке электроэнергетики. Кроме того, РусГидро управляет федеральной инфраструктурой и несет ответственность за обеспечение Дальнего Востока электроэнергией. Высокая степень влияния государства обусловлена акционерным контролем, осуществляемым Правительством РФ над Группой: 12 из 13 членов совета директоров, избранных на годовом общем собрании акционеров, были выдвинуты Правительством Российской Федерации. Правительство определяет стратегию развития Группы, ее инвестиционные планы и дивидендную политику, а также оказывает существенное влияние на операционную деятельность. Государство осуществляет поддержку РусГидро на постоянной основе: в период с 2012 по 2017 год Компании было выделено 206 млрд руб. в форме докапитализации и субсидий; в 2018–2020 годах объем государственной поддержки запланирован на уровне 138 млрд руб.

Ключевые допущения

- темпы роста цен на оптовом рынке электроэнергии и тарифов не ниже уровня инфляции в РФ;
- капитальные вложения в размере 90 млрд руб. с НДС;
- бюджетное финансирование в 2018–2020 годах в форме докапитализации и субсидий в размере 138 млрд руб.;
- дивидендные выплаты в объеме 50% от чистой прибыли Компании по МСФО.

Факторы возможного изменения прогноза или рейтинга

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

К негативному рейтинговому действию могут привести:

- ослабление связи РусГидро с Правительством РФ, влекущее за собой уменьшение постоянной поддержки и (или) вероятности поддержки в экстраординарных ситуациях;
- снижение ОСК в связи с: (1) изменениями в регулировании отрасли, ослабляющими операционный и (или) финансовый профиль Компании; (2) ослаблением финансового профиля Компании, способным привести к росту долговой нагрузки (отношение общего долга к FFO до чистых процентных платежей) выше 4х и (или) к ухудшению показателя покрытия процентных платежей (отношение FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам) ниже 4х; (3) ухудшением ликвидности Группы.

Рейтинги выпусков

Еврооблигации ПАО «РусГидро», необеспеченные кредитные ноты, LPN (XS1691350455), срок погашения — 28.09.2022, объем эмиссии — 20 млрд руб. — AAA(RU);

Еврооблигации ПАО «РусГидро», необеспеченные кредитные ноты, LPN (XS1769724755), срок погашения — 15.02.2021, объем эмиссии — 20 млрд руб. — AAA(RU).

Обоснование. Перечисленные выше эмиссии, выпущенные ирландским спецюрлицом RusHydro Capital Markets DAC и предоставленные Компании в полном объеме в виде займа, по мнению АКРА, являются старшим необеспеченным долгом РусГидро. Владельцы облигаций будут иметь ограниченное право регресса к RusHydro Capital Markets DAC и в обслуживании и выплате долга будут полагаться исключительно на кредитное качество РусГидро. АКРА оценивает эти облигации как равные по очередности исполнения другим существующим и будущим необеспеченным и несубординированным обязательствам Компании. В соответствии с методологией АКРА, с учетом высокого уровня кредитоспособности, низкой долговой нагрузки Компании, а также отсутствия обеспеченного долга Агентством применяется упрощенный подход, согласно которому кредитный рейтинг эмиссии приравнивается к кредитному рейтингу ПАО «РусГидро».

Рейтинговая история

29.09.2017 — AAA(RU), прогноз «Стабильный».

Регуляторное раскрытие

Кредитные рейтинги ПАО «РусГидро» и выпускам еврооблигаций ПАО «РусГидро» (XS1691350455, XS1769724755) были присвоены по национальной шкале для Российской Федерации на основе Методологии присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации, Методологии анализа взаимосвязи рейтингуемых лиц с государством, а также Основных понятий, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности. При присвоении кредитных рейтингов указанным выпускам также использовалась Методология присвоения кредитных рейтингов отдельным выпускам финансовых инструментов по национальной шкале для Российской Федерации.

Впервые кредитные рейтинги ПАО «РусГидро» и облигационного выпуска ПАО «РусГидро» (XS1691350455) были опубликованы АКРА 03.10.2017, облигационного выпуска ПАО «РусГидро» (XS1769724755) — 15.02.2018. Очередной пересмотр кредитного рейтинга и прогноза по кредитному рейтингу ПАО «РусГидро», а также кредитного рейтинга облигационных выпусков ПАО «РусГидро» ожидается в течение одного года с даты рейтингового действия (28.06.2018).

Кредитный рейтинг был присвоен на основании данных, предоставленных ПАО «РусГидро», информации из открытых источников, а также баз данных АКРА. Кредитный рейтинг является запрошенным, ПАО «РусГидро» принимало участие в процессе присвоения кредитного рейтинга.

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

Факты существенного отклонения информации от данных, зафиксированных в официально опубликованной финансовой отчетности ПАО «РусГидро», не выявлены.

АКРА оказывало ПАО «РусГидро» дополнительные услуги. Конфликты интересов в рамках процесса присвоения кредитного рейтинга выявлены не были.

Приложение

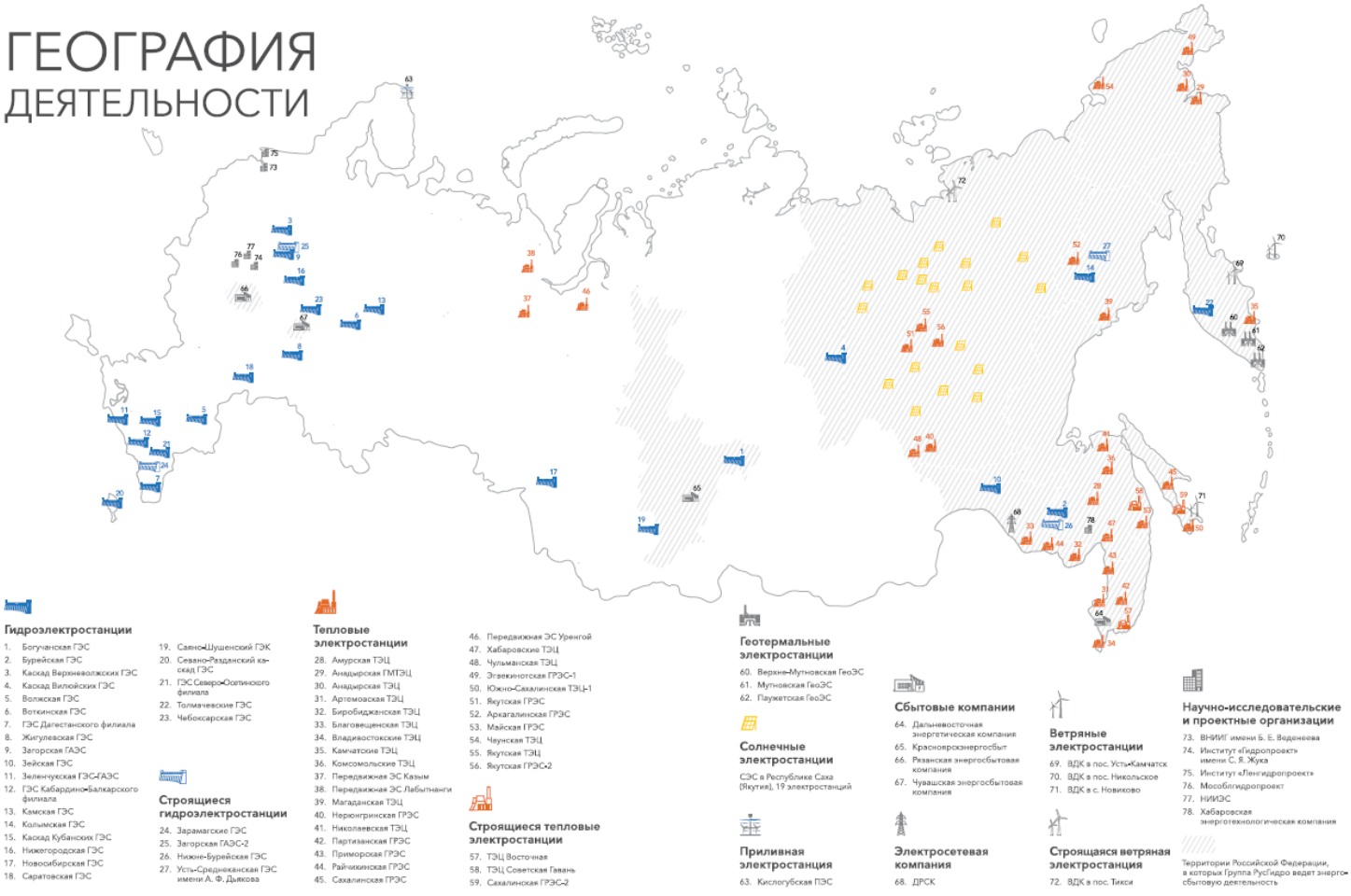
Таблица 1. Фактические и прогнозные финансовые показатели Компании

	2015	2016	2017	2018П	2019П	2020П
Продажи и рентабельность, млн руб.						
Выручка	361 826	391 322	380 864	388 338	428 807	435 295
динамика		*8,2%*	*-2,7%*	*2,0%*	*10,4%*	*1,5%*
Валовая прибыль	48 834	77 772	79 140	58 975	89 987	77 606
рентабельность	*13,5%*	*19,9%*	*20,8%*	*15,2%*	*21,0%*	*17,8%*
FFO[4] до фиксированных платежей и налогов	74 542	101 410	111 719	89 490	107 806	113 376
рентабельность	*20,6%*	*25,9%*	*29,3%*	*23,0%*	*25,1%*	*26,0%*
FFO до чистых процентных платежей и налогов	71 635	99 544	103 556	89 490	107 806	113 376
рентабельность	*19,8%*	*25,4%*	*27,2%*	*23,0%*	*25,1%*	*26,0%*
Чистая прибыль	27 159	39 751	22 451	34 897	59 160	49 120
рентабельность	*7,5%*	*10,2%*	*5,9%*	*9,0%*	*13,8%*	*11,3%*
Баланс, млн руб.						
Внеоборотные активы	791 709	834 993	873 132	929 677	990 874	1 025 058
Чистый оборотный капитал	13 338	12 329	21 099	14 708	18 913	17 722
Скорректированные денежные средства	48 025	67 354	70 156	54 928	42 020	39 612
Капитал	613 919	650 932	695 564	723 235	763 815	794 375
Общий долг	197 393	199 803	190 241	197 495	209 410	209 435
Денежные потоки, млн руб.						
FFO	53 133	72 771	85 752	67 618	79 272	87 270
CFO[5]	59 247	57 377	70 179	74 009	75 067	88 461
Капитальные затраты + НМА	-79 238	-60 957	-71 693	-90 346	-97 402	-72 334
Выплата дивидендов	-5 814	-14 462	-19 800	-11 226	-21 580	-24 560
FCF	-25 805	-18 042	-21 314	-27 563	-43 915	-8 433
рентабельность	*-7,1%*	*-4,6%*	*-5,6%*	*-7,1%*	*-10,2%*	*-1,9%*
Долговая нагрузка и ликвидность						
Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	3,1	2,3	2,0	2,4	2,3	2,1
FFO до чистых процентных платежей / процентные платежи	3,2	2,4	2,1	2,4	2,3	2,1
FFO до фиксированных платежей / фиксированные платежи	3,2	4,2	5,9	6,1	6,8	7,3
Коэффициент краткосрочной ликвидности	3,0	3,9	5,4	6,1	6,8	7,3

Источник: расчеты АКРА

[4] Funds from operations (средства от операций).
[5] Cash flow from operations (денежный поток от операционной деятельности).

Рисунок 1. Географическая диверсификация активов РусГидро



Источник: данные ПАО «РусГидро»

(C) 2018
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.