

30 августа 2018

## ПАО «МРСК Северо-Запада»

### Ведущие аналитики:

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

Александр Гущин, эксперт  
+7 (495) 139-0489  
alexander.gushchin@acra-ratings.ru

| Компоненты кредитного рейтинга     |                          | Вес        |
|------------------------------------|--------------------------|------------|
| <b>Отраслевой риск-профиль</b>     | <b>Очень низкий риск</b> | <b>10%</b> |
| <b>Операционный риск-профиль</b>   | <b>a+</b>                | <b>45%</b> |
| Рыночная позиция                   | Очень сильная            |            |
| Бизнес-профиль                     | Средний                  |            |
| Географическая диверсификация      | Средняя                  |            |
| Корпоративное управление           | Высокий уровень          |            |
| <b>Финансовый риск-профиль</b>     | <b>a-</b>                | <b>45%</b> |
| Размер                             | Средний                  |            |
| Рентабельность                     | Высокая                  |            |
| Долговая нагрузка                  | Низкая                   |            |
| Обслуживание долга                 | Высокое покрытие         |            |
| Ликвидность                        | Сильная                  |            |
| Денежный поток                     | Средний                  |            |
| <b>ОСК</b>                         | <b>a+</b>                |            |
| <b>Аналитические корректировки</b> | <b>0</b>                 |            |
| <b>Финальная ОСК</b>               | <b>a+</b>                |            |
| <b>Поддержка</b>                   | <b>3</b>                 |            |
| Государственная поддержка          | 0                        |            |
| Групповая поддержка                | 3                        |            |
| Иностранная поддержка              | 0                        |            |
| <b>Кредитный рейтинг</b>           | <b>AA+(RU)</b>           |            |
| <b>Прогноз</b>                     | <b>«Стабильный»</b>      |            |

### Краткая информация о компании

[ПАО «МРСК Северо-Запада»](#) (далее — МРСК Северо-Запада, Компания) — региональная электросетевая организация, осуществляющая деятельность на северо-западе России. Ключевыми акционерами МРСК Северо-Запада являются [ПАО «Россети» \(рейтинг АКРА AAA\(RU\), прогноз «Стабильный»\)](#), 55,4%, и Energyo Solutions Russia (Cyprus) Limited, 14,4%.

### Факторы рейтинговой оценки

*Отраслевой риск-профиль характеризуется очень низким риском.*

### Отраслевой риск-профиль

АКРА оценивает уровень риска компаний отрасли электроэнергетики, а именно электросетевых компаний, как очень низкий. Передача и распределение электроэнергии относится к естественномонопольным видам деятельности: конкуренция в данном секторе отсутствует, а цены на услуги сравнительно предсказуемы и не отличаются волатильностью, поскольку регулируются государством. Спрос на электроэнергию неэластичен, то есть практически не реагирует на изменение цены. Объем потребления электроэнергии (транспортом, в производстве, в быту) постоянно повышается: у потребителей электроэнергии, как правило, нет альтернативного выбора. АКРА прогнозирует рост электропотребления в России в 2018–2021 годах в среднем на 0,9% ежегодно.

Ключевые отраслевые риски российских сетевых компаний связаны с регуляторным режимом и его сбалансированностью по отношению к

экономически обоснованным затратам организаций, в первую очередь к их инвестиционным программам. В среднесрочной перспективе АКРА ожидает сохранения в сетевом комплексе сдерживающей тарифной политики. При этом в условиях перехода российской экономики в режим низкой инфляции политика сдерживания тарифов будет в меньшей степени влиять на электросетевые компании. Например, заморозка сетевых тарифов в 2014 году в реальном выражении снизила доходы компаний сектора на 12%, а если бы аналогичные меры применялись в 2017-м, сокращение реальных доходов составило бы всего 3%. Но одновременно режим низкой инфляции — вызов для компаний, поскольку он характеризуется жесткостью номинальных величин, что не позволяет монополистам повышать операционную эффективность за счет запаздывающей индексации издержек. Еще один существенный фактор риска для организаций сектора электроэнергетики РФ — неплатежи со стороны потребителей. В условиях низкой инфляции обострится нерешенная проблема неплатежей, так как высокая инфляция быстрее обесценивала проблемные долги.

### **Операционный риск-профиль**

#### ***Рыночная позиция и географическая диверсификация***

*Географическая диверсификация оценивается как средняя*

МРСК Северо-Запада — естественная монополия, оказывающая услуги по передаче электроэнергии на северо-западе России. Компания снабжает электроэнергией семь субъектов Федерации (8% территории России): Архангельскую, Вологодскую, Мурманскую, Новгородскую и Псковскую области, Республики Карелия и Коми. МРСК Северо-Запада предоставляет услуги 4% населения РФ и формирует 4% ВВП страны. В Северо-Западном регионе доходы на душу населения на 5% ниже среднероссийских. При этом во всех регионах, которые обслуживает Компания, указанный показатель с учетом поправки на индекс стоимости жизни в каждом из них ниже среднероссийского в среднем на 18%. Так, например, в Архангельской и Мурманской областях он ниже на 2%, в Псковской — на 26%.

*Рыночная позиция оценивается как очень сильная.*

Согласно данным за 2017 год, доля Компании в обеспечении региона электроэнергией составляет 88%. МРСК Северо-Запада — единственный акционер энергосбытовой компании ОАО «Псковэнергосбыт»: данная организация имеет статус гарантирующего поставщика на территории Псковской области и обслуживает 80% ее потребителей. В 2018 году МРСК Северо-Запада также были переданы функции гарантирующих поставщиков в Архангельской и Вологодской областях. Ранее эти области обслуживали ПАО «Архэнергосбыт» и ПАО «Вологдаэнергосбыт»: компании, впоследствии признанные банкротами, обеспечивали электроэнергией 49% и 29% потребителей Архангельской и Вологодской областей. До конца 2018 года Минэнерго России должно провести конкурсы на присвоение статуса гарантирующего поставщика в упомянутых областях. Функции сбыта электроэнергии в Архангельской и Вологодской областях будут сняты с МРСК Северо-Запада и переданы инвесторам — победителям конкурсов.

*Бизнес-профиль оценивается как средний.*

#### ***Бизнес-профиль***

В 2017 году 83% выручки МРСК Северо-Запада обеспечили услуги по передаче электроэнергии, 2% — технологическое присоединение к сетям, 14% — сбыт электроэнергии, 1% — прочие виды деятельности. Основная часть выручки Компании контролируется государством посредством регулирования тарифов.

**Регуляторный риск.** Тарифы электросетевых компаний в России регулируются на региональном уровне и подвержены высоким регуляторным рискам. На федеральном уровне устанавливается средний предельный уровень

*Договор «последней мили» — инструмент перекрестного субсидирования в электроэнергетике, когда потребители, подключенные к магистральным электросетям ФСК ЕЭС, заключают договор не напрямую с ФСК ЕЭС, а с региональной электросетевой компанией и платят дополнительный тариф на передачу.*

*Regulatory Asset Base (регулируемая база инвестированного капитала) — метод долгосрочного регулирования тарифов, который должен учитывать возврат на капитал инвестиций и затраты компании.*

индексации, однако среди регионов уровень индексации может существенно отличаться. Подверженность Компании регуляторным рискам во многом связана с социально-экономическими особенностями обслуживаемой территории:

- *невысокий уровень среднедушевых доходов:*
  - более высокая доля расходов на коммунальные услуги делает тарифные решения более чувствительными для общества и усложняет регулирование проблемы перекрестного субсидирования;
- *большое количество электроемких производств:*
  - доля промышленности в ВРП обслуживаемых регионов — 41% (среднероссийский показатель — 32%);
  - для крупных промышленных предприятий, особенно сектора металлургии, цена на электроэнергию — важный фактор конкурентоспособности по издержкам, который может влиять на эффективность принимаемых регуляторных решений.

В 2018 году территория Республики Карелия была переведена в число регионов, в которых сохраняется полное тарифное регулирование цен на электроэнергию. В результате ликвидации с 2014 по 2017 год договоров «последней мили» цены на электроэнергию в Карелии повысились. Сохранение полного тарифного регулирования позволило компенсировать рост цен. Последствия принятия данного решения, которое не повлияло на МРСК Северо-Запада, но привело к выпадающим доходам в секторе генерации, могут служить примером реализации регуляторных рисков, связанных с особенностями социально-экономического развития таких регионов.

В 2017 году для МРСК Северо-Запада завершился пятилетний период RAB-регулирования. На протяжении указанного периода тарифы Компании на передачу электроэнергии повышались ежегодно в среднем на 8,9% (при инфляции на уровне 7,8%). При этом темпы индексации электросетевых тарифов в среднем по России были ниже инфляции. Опережающий рост тарифов был связан с ликвидацией договоров «последней мили» и необходимостью дополнительной индексации тарифов для замещения выпадающих доходов Компании.

С 2018 года начался второй период пятилетнего регулирования с применением нового принципа тарифообразования — метода долгосрочной индексации. Однако в России современная практика применения данного метода, как правило, находит выражение в ежегодной индексации тарифов. В 2018 году индексация фактических тарифов в среднем составила 4,9%, а в 2019–2020 годах, по оценкам АКРА, будет на уровне 3,0%.

**Сбытовой риск.** Сбытовые риски Компании концентрируются в области получения платежей за услуги по передаче электроэнергии и оцениваются АКРА как умеренно высокие. Как и регуляторные риски, они во многом связаны с особенностями социально-экономического развития обслуживаемых территорий. Так, в 2013–2018 годах четыре энергосбытовые организации в четырех из семи обслуживаемых Компанией регионах были лишены статуса гарантирующих поставщиков за неплатежи. Это привело к формированию безнадежных долгов в объеме годового операционного денежного потока МРСК Северо-Запада. На конец 2017 года объем просроченной дебиторской задолженности составлял 17% годовой выручки Компании. Просроченная кредиторская задолженность сформирована преимущественно ПАО «Архэнергосбыт» и ПАО «Вологдаэнергосбыт». Резервы созданы под 76% просроченной задолженности. После реструктуризации задолженности указанных предприятий просроченная дебиторская задолженность МРСК Северо-Запада может снизиться до уровня менее 5% от годовой выручки.

**Инвестиционная программа.** Слабая инвестиционная активность в регионе определяет отсутствие у МРСК Северо-Запада крупных инвестиционных проектов. С 2014-го по 2017-й отношение объема инвестиций Компании к выручке составляло 11% (средний показатель для «Россетей» за аналогичный период достигал 24%), а превышение инвестиционных затрат над отчислениями на амортизацию — 25% (у «Россетей» — 69%). В 2018 году МРСК Северо-Запада в связи с новыми технологическими подключениями к сетям планирует увеличить инвестиции на 28%. В 2019–2021 годах инвестиции планируется сократить до 8% от выручки.

Качество основных фондов Компании оценивается как среднее для российского электросетевого комплекса. С 2015 по 2017 год показатели аварийности МРСК Северо-Запада соответствовали среднему для ДЗО (дочерних и зависимых обществ) ПАО «Россети» уровню. Такой показатель говорит об умеренно низком по сравнению с другими странами уровне аварийности. Уровень потерь в сетях МРСК Северо-Запада (6,1%) ниже, чем в среднем в электросетевом комплексе РФ. В 2017 году самые низкие показатели потерь зафиксированы у трех ДЗО ПАО «Россети», в том числе у МРСК Северо-Запада.

*Уровень корпоративного управления оценивается как высокий.*

### **Корпоративное управление**

Контролирующий акционер МРСК Северо-Запада — ПАО «Россети» (доля в акционерном капитале — 55,4%). Стратегия развития Компании определена в соответствии с долгосрочной программой развития ПАО «Россети», которая, в свою очередь, базируется на Стратегии развития электросетевого комплекса Российской Федерации, разработанной на период до 2030 года.

Финансовое планирование осуществляется в рамках пятилетних бизнес-планов, которые ежегодно пересматриваются. Инвестиционная программа Компании подлежит согласованию с ПАО «Россети» и Минэнерго России.

Реализованная в Компании система риск-менеджмента минимизирует основные виды риска, а кредитная политика и регламент размещения денежных средств утверждаются ПАО «Россети». Данные политики унифицированы для всех дочерних и зависимых обществ, при этом реализованный ПАО «Россети» механизм единого казначейства позволяет максимально оперативно контролировать финансовую деятельность таких ДЗО. Свободные денежные средства Компания размещает в крупнейших государственных банках. Кредитная политика МРСК Северо-Запада определяет полномочия менеджмента по изменению долговой нагрузки в рамках установленных лимитов (не более 3,0x EBITDA, или 1,0x капитала), при этом привлечение публичного долга и долга в иностранной валюте допустимо только с одобрения совета директоров.

*В качестве источников прогноза ряда показателей использовались следующие подготовленные АКРА материалы:*

*– прогноз развития экономики России на 2017–2021 годы*

*[«Шесть драйверов инвестиционного роста в России»](#) от 4 апреля 2018 года;*

*– прогноз развития электроэнергетики России на 2018–2022 годы [«10+10»: энергетика РФ в ожидании новой реформы для выхода из инвестиционной паузы»](#) от 19 апреля 2018 года.*

### **Финансовый риск-профиль**

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

Для проведения рейтингового анализа АКРА построило финансовую модель МРСК Северо-Запада на горизонте 2018–2020 годов. В качестве основных предпосылок для модели использовались собственные ожидания Агентства с учетом предоставленных Компанией данных.

Прогноз выручки МРСК Северо-Запада от передачи электроэнергии был построен в соответствии с подготовленным АКРА прогнозом роста электропотребления в России (с 2018-го по 2020-й в среднем на 0,9% ежегодно). АКРА ожидает, что в

2018 году средние фактические сетевые тарифы вырастут на 4,9%, с 2019-го по 2020-й — на 3,0%. Выручка от техприсоединения прогнозировалась на основании данных Компании. При прогнозировании выручки от сбыта электроэнергии на 2018 год учитывались следующие факторы: передача МРСК Северо-Запада функций гарантирующего поставщика в Архангельской и Вологодской областях (с 1 января и с 1 марта 2018 года соответственно), прогнозируемая АКРА передача упомянутых функций внешнему инвестору до четвертого квартала 2018 года.

Прогноз себестоимости был построен с учетом инвестиционного плана Компании, оценки Агентством нормы амортизации и подготовленного АКРА прогноза инфляции и динамики цен на оптовом рынке электроэнергии.

В рамках рейтинговой модели финансовые показатели МРСК Северо-Запада 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 Компании оценивается как средний.*

### **Размер и рентабельность**

МРСК Северо-Запада занимает восьмое место по объемам передачи электроэнергии и выручки среди региональных электросетевых компаний России. По данным за 2017 год, Компания обеспечивает 5% выручки и объемов передачи «Россетей». АКРА ожидает, что в 2018 году выручка Компании вырастет на 36%, а в 2019-м снизится на 16%. Колебания показателей выручки в указанный период связаны с передачей МРСК Северо-Запада функций гарантирующего поставщика в Архангельской и Вологодской областях и ожидаемой в дальнейшем передаче упомянутых функций внешнему инвестору. АКРА прогнозирует ежегодный рост выручки МРСК Северо-Запада (без учета динамика выручки от сбыта электроэнергии в 2018–2020 годах) на 4,0%. Как и в предыдущие годы, индексация тарифов станет основным фактором роста выручки.

*Рентабельность Компании оценивается как высокая.*

В 2015–2017 годах рентабельность Компании по FFO до чистых процентных платежей и налогов находилась на высоком уровне, в среднем 18%. Данный показатель чуть выше рентабельности, которую в среднем демонстрируют региональные ДЗО ПАО «Россети» (17%). В период с 2017 по 2020 год он может снизиться с 18 до 12%, если сокращение выручки от технологического присоединения и политика сдерживания роста тарифов на электроэнергию не будут компенсированы ростом операционной эффективности.

*Долговая нагрузка Компании оценивается как низкая.*

### **Долговая нагрузка и обслуживание долга**

По состоянию на 01.07.2018 долговой портфель МРСК Северо-Запада составил 13 млрд руб. (1,5х FFO до чистых процентных платежей), общий долг с учетом пенсионных обязательств — 15 млрд руб. (1,6 FFO до чистых процентных платежей). Все обязательства представляют собой рублевые банковские кредиты с фиксированной процентной ставкой. Средний срок погашения долга — два года. 70% обязательств приходится на одного кредитора.

Покрытие процентных платежей Компании оценивается как высокое.

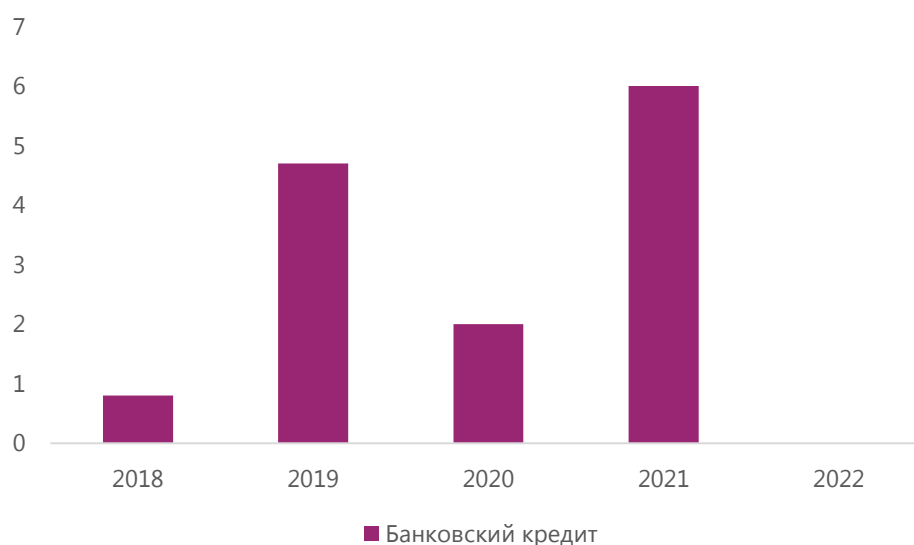
Свободный денежный поток оценивается как средний.

Ликвидность Компании оценивается как сильная.

## Аналитические корректировки

### Поддержка

Рисунок 1. График погашения кредитного портфеля ПАО «МРСК Северо-Запада» (2018–2022), млрд руб.



Источник: АКРА

По оценкам АКРА, в 2018–2020 годах общий долг Компании (с учетом пенсионных обязательств) будет находиться на уровне 15–17 млрд руб. (1,7–2,4х FFO до чистых процентных платежей).

### Ликвидность и денежные потоки

В течение последних четырех лет (с 2014 по 2017 год) Компания генерировала положительный денежный поток. Подобный результат демонстрировали только две публичные электросетевые компании России: ПАО «МРСК Северо-Запада» и ПАО «МРСК Волги». Это было связано с умеренными инвестициями — отношение инвестиций МРСК Северо-Запада к выручке составляло 11% (средний показатель для «Россетей» за аналогичный период — 24%). АКРА ожидает, что в период с 2018 по 2020 год свободный денежный поток Компании останется положительным.

АКРА оценивает ликвидность МРСК Северо-Запада как сильную. Компания имеет значительный объем невыбранных кредитных линий (общий объем — 20 млрд руб., или 150% от текущей кредитной задолженности), а также была представлена на облигационном рынке (на текущий момент облигационная задолженность погашена). По нашим оценкам, в 2018–2020 годах коэффициент краткосрочной ликвидности будет находиться на уровне 5,7х.

Аналитические корректировки не применялись.

### Группа (+3 ступени к ОСК)

Электросетевой комплекс — ключевой элемент инфраструктуры энергоснабжения экономики и населения России и единственный сектор в электроэнергетике, где государство сохранило акционерный контроль и прямое регулирование после реформы ПАО «ЕЭС России». Системная значимость электросетевой инфраструктуры для государства определяется как экономическими и социальными последствиями нарушений электроснабжения, так и потребностью в развитии дополнительной электросетевой инфраструктуры при реализации крупных государственных проектов.

МРСК Северо-Запада никогда не получала прямой финансовой помощи от материнской компании. Однако опыт предоставления «Россетями» экстраординарной поддержки другим своим дочерним и зависимым обществам (в 2015–2018 годах ДЗО ПАО «Россети» получили поддержку от материнской компании в форме докапитализации общим объемом 49 млрд руб.) свидетельствует о том, что в критической ситуации оказание Компании такой поддержки весьма вероятно.

## Ключевые допущения

- сохранение в 2018–2020 годах среднего темпа индексации тарифов и средней инфляции на уровне 3,0% и 4,0% соответственно;
- реализация Компанией программы капитального развития в соответствии с заявленными сроками и объемами (8 млрд руб. без НДС в 2018 году и на уровне 4,5 млрд руб. ежегодно в период с 2019-го по 2020-й);
- выплата дивидендов в соответствии с принципом 50% от чистой прибыли по МСФО за вычетом финансирования инвестиций.

## Факторы возможного изменения прогноза или рейтинга

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

### К позитивному рейтинговому действию могут привести:

- снижение регуляторных и сбытовых рисков за счет внедрения долгосрочных и прозрачных принципов тарифного регулирования;
- снижение в 2018–2020 годах долговой нагрузки до 1,5x FFO до чистых процентных платежей;
- рост в 2019–2020 годах рентабельности бизнеса Компании до 20% FFO до выплаты процентов и налогов.

### К негативному рейтинговому действию могут привести:

- потеря контроля над МРСК Север-Запада со стороны «Россетей» или снижение степени связи Компании с ключевым акционером;
- сохранение инвестиционных обязательств Компании в 2019–2020 годах на уровне 2018-го при одновременном ужесточении тарифного регулирования, включая систематические заморозки тарифов;
- существенное ухудшение доступа к внешним источникам ликвидности.

## Рейтинги выпусков

## Рейтинговая история

## Регуляторное раскрытие

Рейтинги эмиссиям в обращении не присвоены.

06.08.2018 — AA+(RU), прогноз «Стабильный».

Кредитный рейтинг был присвоен 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, Методологии анализа взаимосвязи компаний внутри группы](#), а также [Основных понятий, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности](#).

Кредитный рейтинг был присвоен ПАО «МРСК Северо-Запада» впервые. Пересмотр кредитного рейтинга и прогноза по кредитному рейтингу ожидается в течение одного года с даты рейтингового действия (06.08.2018).

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

Факты существенного отклонения информации от данных, зафиксированных в официально опубликованной финансовой отчетности ПАО «МРСК Северо-Запада», не выявлены.

АКРА оказывало ПАО «МРСК Северо-Запада» дополнительные услуги. Конфликты интересов в рамках процесса присвоения кредитного рейтинга выявлены не были.

## Приложения

Таблица 1. Фактические и прогнозные финансовые показатели Компании

| Период   | 2015   | 2016   | 2017   |  | 2018П  | 2019П  | 2020П  |
|--|--------|--------|--------|--|--------|--------|--------|
| <b>Продажи и рентабельность, млн руб.</b>                    |        |        |        |  |        |        |        |
| Выручка  | 42 376 | 45 546 | 47 869 |  | 65 106 | 54 125 | 53 787 |
| <i>динамика</i>  |        | 7,5%   | 5,1%   |  | 36,0%  | -16,9% | -0,6%  |
| Валовая прибыль  | 5 333  | 5 415  | 5 589  |  | 8 175  | 7 082  | 4 851  |
| <i>рентабельность</i>  | 12,6%  | 11,9%  | 11,7%  |  | 12,6%  | 13,1%  | 9,0%   |
| FFO <sup>1</sup> до фиксированных платежей и налогов         | 7 412  | 8 327  | 8 588  |  | 9 631  | 8 612  | 6 264  |
| <i>рентабельность</i>  | 17,5%  | 18,3%  | 17,9%  |  | 14,8%  | 15,9%  | 11,6%  |
| FFO до чистых процентных платежей и налогов                  | 7 622  | 8 157  | 8 413  |  | 9 631  | 8 612  | 6 264  |
| <i>рентабельность</i>  | 18,0%  | 17,9%  | 17,6%  |  | 14,8%  | 15,9%  | 11,6%  |
| Чистая прибыль   | 815    | 585    | -2 172 |  | 2 667  | 1 201  | -736   |
| <i>рентабельность</i>  | 1,9%   | 1,3%   | -4,5%  |  | 4,1%   | 2,2%   | -1,4%  |
| <b>Баланс, млн руб.</b>                                      |        |        |        |  |        |        |        |
| Внеоборотные активы  | 36 844 | 36 683 | 38 518 |  | 41 974 | 42 013 | 41 603 |
| Чистый оборотный капитал                                     | 3 745  | 3 540  | -1 836 |  | -1 737 | -563   | 33     |
| Скорректированные денежные средства                          | 71     | 362    | 84     |  | 200    | 200    | 200    |
| Капитал  | 20 562 | 20 783 | 18 237 |  | 22 207 | 23 869 | 24 209 |
| Общий долг   | 16 935 | 16 556 | 16 450 |  | 16 151 | 15 701 | 15 547 |
| <b>Денежные потоки, млн руб.</b>                             |        |        |        |  |        |        |        |
| FFO  | 5 728  | 6 179  | 6 508  |  | 8 519  | 7 038  | 5 072  |
| CFO <sup>2</sup>   | 5 944  | 5 665  | 6 532  |  | 8 421  | 5 863  | 4 477  |
| Капитальные затраты + НМА <sup>3</sup>                       | -4 485 | -4 625 | -6 231 |  | -8 006 | -4 792 | -4 323 |
| Выплата дивидендов   | 0      | -403   | -110   |  | 0      | -621   | 0      |
| FCF <sup>4</sup>   | 1 460  | 637    | 191    |  | 415    | 449    | 154    |
| <i>рентабельность</i>  | 3,4%   | 1,4%   | 0,4%   |  | 0,6%   | 0,8%   | 0,3%   |
| Выборка открытых кредитных лимитов                           |        |        |        |  | -1 629 | -4 700 | -2 000 |
| NFCF <sup>5</sup>  | -967   | 290    | -277   |  | -1 214 | -4 251 | -1 846 |
| <b>Долговая нагрузка и ликвидность</b>                       |        |        |        |  |        |        |        |
| Общий долг / FFO до чистых процентных платежей               | 2,3    | 2,1    | 2,1    |  | 1,7    | 1,9    | 2,5    |
| Скорректированный общий долг / FFO до фиксированных платежей | 2,3    | 2,2    | 2,2    |  | 1,7    | 1,9    | 2,5    |
| FFO до чистых процентных платежей / процентные платежи       | 3,9    | 4,3    | 5,3    |  | 8,8    | 6,5    | 5,3    |
| FFO до фиксированных платежей / фиксированные платежи        | 3,9    | 4,1    | 4,8    |  | 8,8    | 6,5    | 5,3    |
| Коэффициент краткосрочной ликвидности                        |        |        |        |  | 12,3   | 2,2    | 2,6    |

Источник: данные Компании, расчеты АКРА

<sup>1</sup> Funds from operations (средства от операций).<sup>2</sup> Cash flow from operations (денежный поток от операционной деятельности).<sup>3</sup> Нематериальные активы.<sup>4</sup> Free cash flow (свободный денежный поток).<sup>5</sup> Net free cash flow (чистый свободный денежный поток).

(С) 2018

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

АКРА и его работники 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.