АКРА

Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний

Пассажирский транспорт

Настоящий документ является частью Методологии присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по международной шкале (далее — Методология) и раскрывает особенности рейтингового анализа операционного и финансового профилей компаний сектора пассажирского транспорта.

В документе представлен перечень применяемых показателей, веса факторов, границы оценок количественных факторов, а также принципы оценки качественных факторов компаний отрасли.

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[1] 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.

[1] 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 4x.

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

Ограничение ответственности

(C) 2024
Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Большой Гнездниковский пер., д. 1, стр. 2
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.