

Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний

Телекоммуникации

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 телекоммуникационного сектора.

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

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 долга¹ 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.

¹ Учитывая сложившуюся практику оценки стоимости аренды инфраструктуры для компаний телекоммуникационного сектора, при корректировке размера долга АКРА использует мультипликатор капитализации операционной аренды, равный 4х.

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

Ограничение ответственности

(С) 2021

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.