

Принципы оценки отраслевых факторов рейтингового анализа нефинансовых компаний

Регулируемые сетевые компании (электроэнергия, газ)

Настоящий документ является частью Методологии присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по международной шкале (далее — Методология) и раскрывает особенности рейтингового анализа операционного и финансового профилей регулируемых сетевых компаний (электроэнергия, газ).

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

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

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

2 Описание структуры рейтинговых факторов

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

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

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

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

Источник: АКРА

3 Операционный профиль

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

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

Веса показателей операционного профиля приведены в Таблице 6.

3.1. Оценка блока «бизнес-профиль»

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

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

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

3.1.1. Рыночная позиция и схема владения активами

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

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

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

Таблица 2. Качественная оценка рыночной позиции и схемы владения активами

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

Источник: АКРА

3.1.2. Регуляторный режим и сбытовые риски

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

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

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

Таблица 3. Качественная оценка регуляторного режима и сбытовых рисков

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

Источник: АКРА

3.1.3. Тарифная политика

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

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

Таблица 4. Качественная оценка тарифной политики

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

Источник: АКРА

3.2. Оценка блока «финансовая политика и корпоративное управление»

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

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

4 Финансовый профиль

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

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

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

4.1. Оценка блока «размер»

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

Качественная оценка инвестиционной программы осуществляется в соответствии с Таблицей 5.

Таблица 5. Качественная оценка инвестиционной программы

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

Источник: АКРА

4.2. Оценка блока «долговая нагрузка»

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

4.3. Оценка блока «покрытие»

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

4.4. Оценка блока «ликвидность»

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

4.5. Оценка блока «денежный поток»

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

Способность финансировать инвестиционную программу из операционного денежного потока важна для компаний сектора, учитывая тот факт, что для обеспечения устойчивого положения на рынке и бесперебойной работы сетей (что определяется текущим и историческим уровнями капитальных затрат), необходимо инвестировать в ремонт и модернизацию действующих основных средств. Отдельно проводится анализ дивидендных выплат, производимых компанией. На фоне высоких капитальных затрат высокие расходы на дивиденды могут оказать существенное давление на FCF.

Таблица 6. Оценка блоков показателей операционного профиля

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

Источник: АКРА

Таблица 7. Оценка блоков показателей финансового профиля

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