

Методология присвоения рейтингов кредитоспособности нефинансовым компаниям

Утверждена на заседании
методологического комитета №413 от 31.07.2023

Оглавление

I.	Основные понятия	3
1.1.	Область применения методологии	3
1.2.	Рейтинговая шкала	3
1.3.	Определение дефолта.....	6
1.4.	Ключевые рейтинговые предположения, предпосылки и допущения.....	6
1.5.	Общие положения	7
II.	Источники информации	9
III.	Структура анализа и метод расчета баллов	12
IV.	Логическая схема анализа кредитоспособности нефинансовой компании	15
V.	Условные рейтинговые классы.....	16
VI.	Веса значимости показателей	17
VII.	Ключевые количественные и качественные факторы.....	19
1.	Бизнес-риски.....	19
1.1.	Риск-профиль отрасли	19
1.2.	Рыночные и конкурентные позиции.....	22
1.3.	Концентрация бизнеса	37
2.	Финансовые риски	41
2.1.	Ликвидность.....	41
2.1.1.	Прогнозная ликвидность	41
2.1.2.	Качественная оценка ликвидности	45
2.2.	Долговая нагрузка	46
2.2.1.	Общий уровень долговой нагрузки	49
2.2.2.	Общий уровень процентной нагрузки.....	52
2.3.	Рентабельность	53
2.4.	Подверженность рыночным рискам	54
3.	Корпоративные риски	57
3.1.	Структура собственности и структура группы	57
3.2.	Качество управления.....	59
3.3.	Степень транспарентности	61
3.4.	Стратегическое обеспечение	63
3.5.	Качество риск-менеджмента	64
4.	Внутренние стресс-факторы и факторы поддержки.....	66
5.	Внешние стресс-факторы и факторы поддержки.....	70
VIII.	Определение прогноза по рейтингу.....	77
IX.	Бенчмарки для оценки показателей раздела «Финансовые риски»	78

I. Основные понятия

1.1. Область применения методологии

В соответствии с настоящей методологией кредитное рейтинговое агентство АО «Эксперт РА» (далее – Агентство, или «Эксперт РА») присваивает рейтинги кредитоспособности (далее – кредитный рейтинг, или рейтинг) нефинансовым компаниям (далее – компания, или объект рейтинга, или ОР).

Данная методология не применима к компаниям финансовой сферы (банки, страховые компании, профессиональные участники рынка ценных бумаг, финансовые посредники, лизинговые компании, МФО, НПФ, гарантийные фонды, управляющие компании, факторинговые компании и так далее), также к холдинговым компаниям, проектным компаниям (за исключением случаев, оговариваемых в соответствующей методологии), органам власти субъектов и муниципалитетов Российской Федерации.

На возможность применять методологию не влияет размер бизнеса компании.

Методология применяется в совокупности с методологией оценки внешнего влияния на кредитный рейтинг.

Рейтинг кредитоспособности компании представляет собой мнение АО «Эксперт РА» о способности компании своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства.

Оценка собственной кредитоспособности компании – мнение АО «Эксперт РА» о способности компании своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства без учета внешних по отношению к компании факторов (поддержка со стороны собственников и органов власти, планируемые изменения в регулировании и так далее).

Настоящая методология применяется к нефинансовым компаниям, ведущим деятельность преимущественно на территории Российской Федерации.

В соответствии с требованиями ч. 5 ст. 12 Федерального закона Российской Федерации от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» в случае недостаточности или недостоверности информации (в соответствии с разделом «Источники информации») для применения методологии, в том числе в случае кардинального и резкого изменения бизнес-модели объекта рейтинга при отсутствии репрезентативной информации для оценки рисков новой бизнес-модели, Агентство отказывается от присвоения кредитного рейтинга и (или) прогноза по кредитному рейтингу или отзывает присвоенный кредитный рейтинг и (или) прогноз по кредитному рейтингу.

1.2. Рейтинговая шкала

В соответствии с настоящей методологией присваиваются рейтинги по национальной шкале Российской Федерации. Кредитный рейтинг АО «Эксперт РА» определяется на основе отнесения компании к одной из рейтинговых категорий.

Национальная рейтинговая шкала АО «Эксперт РА» для Российской Федерации

Категория	Уровень	Определение
AAA	ruAAA	Объект рейтинга характеризуется максимальным уровнем кредитоспособности / финансовой надежности / финансовой устойчивости. Наивысший уровень кредитоспособности / финансовой надежности / финансовой устойчивости по национальной шкале для Российской Федерации, по мнению Агентства.
AA	ruAA+	Высокий уровень кредитоспособности / финансовой надежности / финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации, который лишь незначительно ниже, чем у объектов рейтинга в рейтинговой категории AAA.
	ruAA	
	ruAA-	
A	ruA+	Умеренно высокий уровень кредитоспособности / финансовой надежности/финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации, однако присутствует некоторая чувствительность к воздействию негативных изменений экономической конъюнктуры.
	ruA	
	ruA-	
BBB	ruBBB+	Умеренный уровень кредитоспособности / финансовой надежности / финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации, при этом присутствует более высокая чувствительность к воздействию негативных изменений экономической конъюнктуры, чем у объектов рейтинга в рейтинговой категории A.
	ruBBB	
	ruBBB-	
BB	ruBB+	Умеренно низкий уровень кредитоспособности / финансовой надежности / финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации. Присутствует высокая чувствительность к воздействию негативных изменений экономической конъюнктуры.
	ruBB	
	ruBB-	
B	ruB+	Низкий уровень кредитоспособности / финансовой надежности / финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации. В настоящее время сохраняется возможность исполнения финансовых обязательств в срок и в полном объеме, однако при этом запас прочности ограничен. Способность выполнять обязательства является уязвимой в случае ухудшения экономической конъюнктуры.
	ruB	
	ruB-	
CCC	ruCCC	Очень низкий уровень кредитоспособности / финансовой надежности / финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации. Существует значительная вероятность невыполнения объектом рейтинга своих финансовых обязательств уже в краткосрочной перспективе.
CC	ruCC	Очень низкий уровень кредитоспособности / финансовой надежности / финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации. Существует повышенная вероятность невыполнения объектом рейтинга своих финансовых обязательств уже в краткосрочной перспективе.
C	ruC	Очень низкий уровень кредитоспособности / финансовой надежности / финансовой устойчивости по сравнению с другими объектами рейтинга в Российской Федерации. Существует очень высокая вероятность невыполнения объектом рейтинга своих финансовых обязательств уже в краткосрочной перспективе. Своевременное выполнение финансовых обязательств крайне маловероятно.

RD ¹	ruRD	Объект рейтинга находится под надзором органов государственного регулирования, которые могут определять приоритетность одних обязательств перед другими. При этом дефолт Агентством не зафиксирован.
D	ruD	Объект рейтинга находится в состоянии дефолта.

¹ Категория «RD» и уровень «ruRD» не применимы для нефинансовых компаний.

1.3. Определение дефолта

Агентство трактует как наступление дефолта любое из следующих событий:

- неисполнение обязательств по облигациям по истечении технического дефолта (более 10 рабочих дней / более короткого срока, если он определен условиями выпуска облигаций), включая невыплату очередного процентного дохода (купона) по облигациям, непогашение номинальной стоимости облигации, неисполнение обязательства по приобретению облигаций, если такое обязательство предусмотрено условиями выпуска (выкуп по оферте);
- неисполнение иных финансовых обязательств, имеющих возвратную и платную природу (более 30 рабочих дней);
- неисполнение финансовых обязательств, платный характер которых формально не определен, по прошествии 10 рабочих дней с момента вступления в силу соответствующего решения суда;
- произошедшая в течение последних двух месяцев реструктуризация долговых обязательств, при которой инвесторы получают менее привлекательные условия в сравнении с предусмотренными первоначальным договором по этим обязательствам²;
- положительное решение суда по вопросу признания компании банкротом.

Датой наступления дефолта считается дата наступления первого (либо единственного) из указанных выше событий. При этом датой наступления событий 1–3 считается первый день после истечения соответствующего срока с первого зафиксированного Агентством дня неисполнения обязательств.

1.4. Ключевые рейтинговые предположения, предпосылки и допущения

Ключевые рейтинговые предположения, предпосылки и допущения:

- 1) существует устойчивая причинно-следственная связь между кредитоспособностью (уровнем рейтинга) объекта рейтинга и количественными и качественными факторами, перечисленными в настоящей методологии;
- 2) количественные и качественные факторы, используемые в методологии, могут влиять на кредитоспособность линейно и нелинейно, зависимость может быть прямой и обратной; нелинейность зависимости отдельных факторов выражается в использовании стресс-факторов (СФ) и факторов поддержки (ФП), которые оказывают значительное влияние на рейтинг (подробное описание количественных и качественных факторов, определяющих способность объекта рейтинга исполнять принятые на себя финансовые обязательства, а также описание их влияния на кредитный рейтинг и прогноз по кредитному рейтингу приведены в разделе «Ключевые количественные и качественные факторы»);

² В случае если компания не исполняет вторую часть сделки прямого РЕПО (возврат привлеченных денежных средств), Агентство считает, что создается ситуация вынужденной реструктуризации долга: вместо исполнения денежного обязательства в качестве обслуживания долга кредитору передается портфель ценных бумаг. Для определения, является ли это событие дефолтом, Агентство проверяет, ухудшается ли положение кредитора в результате передачи ему портфеля ценных бумаг вместо денежной выплаты. Для этого выясняется рыночная стоимость портфеля ценных бумаг, находящаяся в залоге в рамках сделки РЕПО. В случае если стоимость портфеля равна либо превышает объем неисполненного обязательства, то Агентство не считает такую реструктуризацию ухудшающей условия для кредитора, а факт неисполнения второй части сделки – дефолтом. Если стоимость портфеля меньше объема неисполненного обязательства, Агентство считает, что в результате вынужденной реструктуризации условия для кредитора ухудшились, а факт неисполнения второй части сделки РЕПО признает дефолтом.

- 3) вес каждого фактора методологии определяется на основании степени его влияния на кредитоспособность; итоговое рейтинговое число получается путем взвешивания баллов за каждый фактор и весов соответствующих факторов;
- 4) показатели могут иметь интервал чувствительности, за пределами которого их изменение не влияет на кредитоспособность; так, превышение значения показателя бенчмарка, соответствующего максимальной оценке (для показателей, имеющих положительную корреляцию с кредитоспособностью), не влияет позитивно на кредитоспособность; если значение показателя ниже бенчмарка, соответствующего максимальной оценке (для показателей, имеющих отрицательную корреляцию с кредитоспособностью), то оно не влияет позитивно на кредитоспособность; если значение показателя ниже бенчмарка, соответствующего минимальной оценке (для показателей, имеющих положительную корреляцию с кредитоспособностью), то оно не влияет отрицательно на кредитоспособность для показателей, для которых не предусмотрены стресс-факторы; превышение значения показателя бенчмарка, соответствующего минимальной оценке (для показателей, имеющих отрицательную корреляцию с кредитоспособностью), не влияет негативно на кредитоспособность, если для показателя не предусмотрен стресс-фактор;
- 5) макроэкономическая ситуация относительно стабильна, ее динамика близка к равновесным процессам, в частности, отсутствуют факторы, которые могли бы спровоцировать внезапную гиперинфляцию, массовые банкротства, социальную нестабильность; также отсутствуют факторы форс-мажора: масштабные природные и техногенные катастрофы, затрагивающие значительную часть страны, широкомасштабные вооруженные конфликты и тому подобное.

1.5. Общие положения

В соответствии с Федеральным законом Российской Федерации от 13 июля 2015 года № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» кредитное рейтинговое агентство «Эксперт РА» не допускает отступлений от применяемой методологии на систематической основе.

Настоящая методология предусматривает системное применение методологии, моделей, ключевых рейтинговых предположений как единого комплекса. Никакие заключения, сделанные на основании части настоящей методологии, не могут рассматриваться в качестве полноценных выводов; данная методология может использоваться только системно. Рейтинг может быть присвоен только на основании анализа всех ключевых факторов, используемых в настоящей методологии.

Данная методология должна быть пересмотрена методологическим комитетом в следующих случаях:

- при отступлении от настоящей методологии более трех раз в календарный квартал, если применяемая методология не учитывает или учитывает некорректно особенности объекта рейтинга и следование применяемой методологии может привести к искажению кредитного рейтинга и (или) прогноза по кредитному рейтингу;
- при изменениях нормативной базы, которые могут оказать существенное влияние на объекты рейтинга (ухудшить конкурентные позиции, потребовать значительного увеличения капитала и так далее);
- по истечении 12 месяцев с даты последнего пересмотра настоящей методологии;
- при необходимости пересмотра на основании мониторинга применения методологии, проводимого Агентством;

- при выявлении несоответствия требованиям Федерального закона от 13.07.2015 № 222-ФЗ «О деятельности кредитных рейтинговых агентств в Российской Федерации, о внесении изменения в статью 76.1 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации».

При использовании данной методологии каждый случай отступления от нее документируется и раскрывается на официальном сайте по адресу: www.raexpert.ru при опубликовании кредитного рейтинга или прогноза по кредитному рейтингу с указанием причины такого отступления.

При обнаружении в данной методологии ошибок, которые повлияли или могут повлиять на кредитные рейтинги и/или прогнозы по кредитным рейтингам, «Эксперт РА» проводит ее анализ и пересмотр в соответствии с установленными внутренними процедурами. Если выявленные ошибки методологии оказывают влияние на присвоенные ранее кредитные рейтинги, «Эксперт РА» раскрывает данную информацию на официальном сайте по адресу: www.raexpert.ru.

Если планируемые изменения данной методологии являются существенными и оказывают или могут оказать влияние на действующие кредитные рейтинги, «Эксперт РА»:

- 1) размещает на своем официальном сайте по адресу: www.raexpert.ru информацию о планируемых изменениях применяемой методологии с указанием причин и последствий таких изменений, в том числе для кредитных рейтингов, присвоенных в соответствии с данной методологией;
- 2) не позднее шести месяцев со дня изменения применяемой методологии осуществляет оценку необходимости пересмотра всех кредитных рейтингов, присвоенных в соответствии с данной методологией;
- 3) в срок не более шести месяцев со дня осуществления оценки необходимости пересмотра всех кредитных рейтингов, присвоенных в соответствии с данной методологией (п. 2), осуществляет пересмотр кредитных рейтингов, если по результатам сделанной оценки выявлена необходимость их пересмотра.

Данная методология предусматривает непрерывность ее применения в рамках рейтинговой деятельности. «Эксперт РА» проводит мониторинг присвоенных рейтингов на основе данной методологии. Настоящая методология применяется на постоянной основе до утверждения методологическим комитетом ее новой версии.

Все параметры, используемые в методологии, за исключением стресс-факторов и факторов поддержки, масштабируются и оцениваются по шкале от 1 до -1. При этом чем более позитивно влияние фактора на рейтинг, тем ближе оценка к 1, и, наоборот, чем негативнее, тем ближе к -1.

Стресс-фактор оказывает значительное негативное влияние на рейтинг, которое в зависимости от его силы может привести к снижению рейтинга на один – три уровня. Аналогичным образом фактор поддержки может привести к повышению рейтинга от одного уровня до трех.

II. Источники информации

Для присвоения рейтинга используется следующая информация³:

- консолидированная финансовая отчетность объекта рейтинга и компаний группы по стандартам МСФО (US GAAP), примечания и аудиторские заключения к ней за три последних завершившихся года (при наличии);
- поквартальная / полугодовая отчетность по МСФО (US GAAP) (с примечаниями) за три последних завершившихся года и период текущего года (при наличии);
- годовая отчетность по РСБУ (включая примечания к отчетности) и аудиторские заключения к отчетности за три последних завершившихся года (при наличии);
- отчетность компании по РСБУ (формы 1 и 2) поквартально за три последних завершившихся года и период текущего года (при наличии);
- управленческая отчетность объекта рейтинга за три последних завершившихся года и период текущего года (при наличии);
- организационная структура компании (в виде схемы);
- структура собственности компании (список лиц, под контролем либо значительным влиянием которых находится компания);
- официально принятая в компании стратегия развития либо выдержки с ключевыми количественными и качественными показателями (при наличии);
- прогнозный отчет о движении денежных средств, прогнозный сокращенный бухгалтерский баланс, прогнозный отчет о финансовых результатах / финансовая модель объекта рейтинга с разбивкой по кварталам (при наличии)⁴;
- отчеты оценщика о стоимости основных средств, портфеле ценных бумаг и прочих активах, подготовленные не ранее чем три года назад (при наличии);
- исследования и данные Агентства;
- отраслевые обзоры ключевых для компании рынков за последние 12 месяцев (при наличии);
- информация, полученная в ходе рейтингового интервью / рейтинговой встречи;
- отчеты эмитента и эмиссионные документы по отдельным выпускам ценных бумаг (при наличии);
- годовые отчеты объекта рейтинга и компаний группы;
- документы, регламентирующие корпоративное управление (положение о правлении, службе внутреннего контроля, кодекс корпоративного управления и тому подобное);
- документы, регламентирующие управление рисками (внутренние регламенты / положения / методологии по управлению);
- информация из СМИ и других открытых источников (в том числе данные Банка России: cbg.ru; сведения о государственной регистрации юридических лиц: egrul.nalog.ru; официальный сайт Федеральной службы судебных приставов: fssp.gov.ru; сведения о ликвидации или банкротстве юридического лица: fedresurs.ru; картотека арбитражных дел: kad.arbitr.ru; информационный ресурс «Спарк-Интерфакс»: spark-interfax.ru; официальные сайты бирж; сайты для раскрытия информации эмитентами, включая e-disclosure.ru);
- макроэкономические и отраслевые прогнозы Банка России и Минэкономразвития России;

³ Оговорка «при наличии» по отношению к отчетности по РСБУ / МСФО (US GAAP) применяется к компаниям, не подготавливающим один из указанных видов отчетности; в рамках настоящей методологии в рейтинговом анализе используется по крайней мере один из видов отчетности. При одновременном предоставлении отчетности по РСБУ и МСФО (US GAAP) приоритет в рейтинговом анализе у той отчетности, которая наиболее полно и актуально отражает риски объекта рейтинга.

⁴ В случае непредставления объектом рейтинга прогнозного отчета о движении денежных средств / финансовой модели прогнозная ликвидность оценивается на основании экстраполяции ретроспективных данных с учетом аналитических корректировок.

- устав компании в действующей редакции.

Агентство может запрашивать и использовать иную информацию, необходимую для более детальной оценки кредитоспособности объекта рейтинга (например, анкету по форме Агентства, расшифровки отдельных статей баланса, структуру выручки по клиентам и так далее).

При присвоении кредитных рейтингов Агентство может использовать комбинацию различных источников информации, перечисленных выше (например, данные из отчетности как по РСБУ, так и по МСФО). При наличии отчетности по РСБУ и МСФО, как правило, применяется отчетность по МСФО, поскольку она позволяет наиболее полно оценить риски объекта рейтинга. Предпочтение отчетности по РСБУ при наличии отчетности по МСФО может быть отдано при одновременном выполнении двух условий: 1) наиболее актуальная отчетность по МСФО была выпущена более 6–9 месяцев назад; 2) малый периметр консолидации по МСФО (то есть использование отчетности по РСБУ не исказит картины из-за внутригрупповых связей). При использовании отчетности по РСБУ при этом применяются корректировки с учетом их опыта трансформации в МСФО. При отсутствии отчетности по МСФО, если при этом принято решение о достаточности имеющихся у Агентства источников информации, используемые финансовые показатели могут быть заменены или скорректированы.

При присвоении рейтинга Агентство может переклассифицировать отдельные статьи баланса, отчета о финансовом результате и отчета о движении денежных средств, если для этого есть основания. Например, долгосрочные обязательства могут быть переклассифицированы в краткосрочные, если компания нарушает ковенанты по таким обязательствам и кредитор имеет право досрочно требовать их исполнения. В таком случае финансовые коэффициенты корректируются с целью сопоставимости компаний между собой. Аналогично могут применяться иные корректировки. Например:

- корректировка на квазикапитал (подробнее в разделе «Долговая нагрузка»);
- объем долга может быть увеличен на кредиторскую задолженность по сделкам, имеющую платную основу и по экономической сути являющуюся коммерческим кредитом;
- ценные бумаги могут быть переклассифицированы по конечному активу, формирующему вложения в ценную бумагу (например, ЗПИФ недвижимости может быть оценен как вложения в недвижимость) и так далее.

Агентство может учесть предстоящие изменения в отчетности исходя из своих прогнозов и (или) планов компании, и (или) при наличии достоверной информации об изменении структуры активов и обязательств, денежных потоков после последней отчетной даты и рассчитывать коэффициенты и финансовые показатели с учетом ожидаемых / произошедших изменений. Например, если Агентство знает о планах компании по привлечению долгового финансирования для сделок M&A или планах по продаже активов и оценивает вероятность их реализации как высокую, активы, обязательства, операционный результат и другие факторы могут быть скорректированы исходя из этих планов.

Достаточность информации для присвоения кредитного рейтинга определяется исходя из возможности или невозможности проведения анализа в соответствии с настоящей методологией.

Основные критерии, используемые для определения достаточности информации:

- обеспечение возможности проведения анализа деятельности объекта рейтинга в соответствии с факторами, перечисленными в настоящей методологии (раздел «Ключевые количественные и качественные факторы»);
- обеспечение возможности проведения анализа всех факторов поддержки и стресс-факторов, которые перечислены в настоящей методологии.

В случае если указанные выше критерии выполнены, но Агентство получило неполный ответ на запрос о предоставлении информации, то оно имеет право решить присвоить кредитный рейтинг с учетом корректировок оценок отдельных факторов, принятых рейтинговым

комитетом. Как правило, такие корректировки носят консервативный характер. Отсутствие каких-либо данных трактуется как негативная информация.

«Эксперт РА» обеспечивает получение информации из достоверных источников и несет ответственность за их выбор, за исключением случаев если такие данные были предоставлены Агентству рейтингуемым лицом.

В случае выявления признаков незначительной недостоверности отчетности и (или) иной информации, предоставленной компанией, Агентство может снижать оценки отдельных баллов (например, оценку за степень транспарентности) или выделять иной внутренний стресс-фактор.

Агентство оценивает достоверность прочей информации с учетом репутации ее источника (автора). Данные, подготовленные государственными органами, не подвергаются сомнению. Агентство может отказаться от использования в анализе отраслевых обзоров ключевых для компании рынков при наличии у него сомнений относительно предпосылок, заложенных в документы.

Если два или более источника информации, используемых при анализе, противоречат друг другу, при этом объектом рейтинга расхождения в должной мере не обоснованы, «Эксперт РА» использует источник информации, который наиболее консервативно отражает риски компании.

При значительном отклонении курса валют на момент рейтинговой оценки от курса валюты на дату отчетности показатели методологии (прежде всего показатели долговой нагрузки) могут быть пересчитаны по курсу валюты на дату проведения рейтингового анализа. В прогнозах при отсутствии собственного публичного прогноза Агентство с целью ограничения искажений, связанных с прогнозированием курса валют, использует валютный курс в соответствии с консенсус-прогнозом.

III. Структура анализа и метод расчета баллов

1. Рейтинг компании (подходы I и III методологии оценки внешнего влияния на кредитный рейтинг) строится на основе анализа блоков факторов: оценки собственной кредитоспособности компании (с учетом внутренних факторов поддержки и подверженности внутренним стресс-факторам) и значимости внешних факторов поддержки (ФП) и стресс-факторов (СФ). Изначально определяется оценка собственной кредитоспособности объекта рейтинга, далее производится корректировка на внешние факторы поддержки и стресс-факторы для определения итогового рейтингового числа.
2. Оценка собственной кредитоспособности компании определяется как взвешенная сумма балльных оценок подразделов (далее – рейтинговое число): «Бизнес-риски», «Финансовые риски» и «Корпоративные риски», с учетом влияния внутренних стресс-факторов (СФ) и факторов поддержки (ФП) при их выявлении.
3. Оценки отдельных показателей внутри каждого из факторов (кроме СФ и ФП) могут быть как непрерывными, так и дискретными, но в любом случае принимают значения в интервале от -1 до 1. В случае если оценка дискретная, она может принимать одно из следующих значений.

1	Фактор (показатель) положительно влияет на уровень кредитоспособности.
0,5	Фактор (показатель) умеренно положительно влияет на уровень кредитоспособности.
0	Фактор (показатель) нейтрально влияет на уровень кредитоспособности.
-0,5	Фактор (показатель) умеренно негативно влияет на уровень кредитоспособности.
-1	Фактор (показатель) негативно влияет на уровень кредитоспособности.

4. Все случаи корректировок баллов должны быть обоснованы и доведены до сведения рейтингового комитета. Даже после корректировки оценка фактора (кроме стресс-факторов и факторов поддержки – для них применяется оценка 0, 0,5 или 1) должна оставаться в диапазоне от -1 до 1. Сумма весов всех факторов, отнесенных к внутренней кредитоспособности, без учета внутренних стресс-факторов и факторов поддержки, равна 100 %, поэтому рейтинговое число на данном этапе может принимать значения от -1 до 1 баллов.
5. После оценки блоков факторов, отнесенных к внутренней кредитоспособности, производится оценка внутренних факторов поддержки и стресс-факторов, в соответствии с которой корректируется ранее полученное рейтинговое число и получается рейтинговое число для оценки собственной кредитоспособности.
6. Влияние стресс-факторов и факторов поддержки (в т.ч. иных стресс-факторов и факторов поддержки) на рейтинговое число при их выявлении:

Сила внутренних и внешних СФ (кроме иных)	Влияние на рейтинговое число, баллы
Умеренный	-0,1
Сильный	-0,2
Сила внутренних и внешних ФП (кроме иных)	Влияние на рейтинговое число, баллы
Умеренный	+0,1 ⁵
Сильный	+0,2
Сила внутреннего и внешнего иного СФ	Влияние на рейтинговое число, баллы

⁵ Для внешнего ФП «Поддержка со стороны государства» +0,05 либо +0,1 балла.

Умеренный	-0,07
Сильный	-0,14
Сила внутреннего и внешнего иного ФП	Влияние на рейтинговое число, баллы
Умеренный	+0,07
Сильный	+0,14

- При выявлении нескольких стресс-факторов (факторов поддержки) штрафы и бонусы складываются (за исключением случаев, когда несколько СФ или ФП обусловлены одной и той же причиной; в этом случае применяется максимальный). Затем корректируется рейтинговое число оценки собственной кредитоспособности на внешние факторы поддержки и стресс-факторы и получается итоговое рейтинговое число.
- Показатели, используемые для оценки качественных и количественных факторов, рассчитываются на основе данных, приведенных в разделе «Источники информации».
- По таблице соответствия баллов определяется оценка собственной кредитоспособности и рейтинг кредитоспособности.

Категория	Уровень	Диапазоны рейтинговых чисел
AAA	ruAAA	$\geq 0,85$
AA	ruAA+	[0,78; 0,85)
	ruAA	[0,71; 0,78)
	ruAA-	[0,64; 0,71)
A	ruA+	[0,57; 0,64)
	ruA	[0,50; 0,57)
	ruA-	[0,43; 0,50)
BBB	ruBBB+	[0,36; 0,43)
	ruBBB	[0,29; 0,36)
	ruBBB-	[0,22; 0,29)
BB	ruBB+	[0,15; 0,22)
	ruBB	[0,08; 0,15)
	ruBB-	[0,01; 0,08)
B	ruB+	[-0,06; 0,01)
	ruB	[-0,13; -0,06)
	ruB-	[-0,20; -0,13)
CCC	ruCCC	[-0,41; -0,20)
CC	ruCC	[-0,62; -0,41)
C	ruC	$< -0,62$

- Как правило, чем выше рейтинговое число, тем выше рейтинговая оценка и ниже риск невыполнения обязательств, по мнению Агентства. Но итоговое предложение должно учитывать то, что в отдельных случаях, оговоренных ниже, рейтинг присваивается вне зависимости от рейтингового числа.

Рейтинг	Описание
ruCC	У Агентства имеются существенные сомнения относительно способности компании аккумулировать необходимый объем ликвидности на момент исполнения своих финансовых обязательств, срок исполнения которых составляет менее 12 месяцев.
ruC	Допущен технический дефолт по финансовым обязательствам.
ruD	Объект рейтинга находится в состоянии дефолта.

11. При оценке показателей учитываются данные как на последнюю отчетную дату, так и на предыдущие даты. При оценке ряда показателей также используются прогнозные отчетные даты. Правила взвешивания оценок показателей за разные периоды приведены в описании факторов модели.
12. В непрерывных оценках зависимость баллов от значений параметров определяется линейными функциями. Если значение параметра находится вне заданного бенчмарками диапазона, соответствующий ему балл устанавливается на уровне -1 или 1 без учета функциональной зависимости. Балл определяется следующей формулой:

$$z = 2 * (x - a) / (b - a) - 1,$$

где z – балл; x – значение параметра; a – значение параметра, соответствующее минимальному баллу; b – значение параметра, соответствующее максимальному баллу. Основные финансовые бенчмарки представлены в соответствующем разделе.

IV. Логическая схема анализа кредитоспособности нефинансовой компании



V. Условные рейтинговые классы

Условный рейтинговый класс – это условный уровень кредитного рейтинга, соответствующий рейтинговым уровням по национальной рейтинговой шкале АО «Эксперт РА». При определении условного рейтингового класса необходимо опираться на методологию Агентства, соответствующую типу рассматриваемого объекта в той мере, в какой это позволяет имеющаяся информация. Условный рейтинговый класс определяется по совокупности информации, находящейся в распоряжении кредитного рейтингового Агентства. К этой информации относятся:

- присвоенные контрагентам (долговым инструментам) кредитные рейтинги;
- публичная финансовая отчетность контрагентов;
- непубличная финансовая отчетность контрагентов (при ее наличии у кредитного рейтингового Агентства в связи с присвоением кредитного рейтинга);
- наличие обеспечения / поручительства / гарантии по долговым инструментам контрагента. Если долговые инструменты имеют обеспечение в виде долговых инструментов других контрагентов, имеющих условный рейтинговый класс выше оцениваемого, возможно повышение условного рейтингового класса оцениваемого контрагента до уровня обеспечения;
- другая информация из открытых источников, определяющая тенденции в деятельности контрагентов, которые могут оказать существенное влияние на вероятность их дефолта.

Условные рейтинговые классы контрагентов (долговых инструментов) в целях оценки подверженности вложений обесценению могут быть скорректированы относительно фактически присвоенных им кредитными рейтинговыми агентствами кредитных рейтингов при выявлении на основе имеющейся информации, характеризующей вероятность их дефолта, показателей, которые в соответствии с методологиями присвоения рейтингов АО «Эксперт РА» привели бы к присвоению отличного от сопоставимого с фактически присвоенным контрагенту (долговому инструменту) уровню рейтинга. При этом для сопоставления присвоенных различными кредитными рейтинговыми Агентствами кредитных рейтингов используется официальная публикуемая Банком России таблица их соответствия (до ее публикации используется актуальное статистическое распределение).

VI. Веса значимости показателей

Базовые веса факторов:

Раздел, фактор	Вес, %
1. Бизнес-риски	30
1.1. Риск-профиль отрасли	15
1.2. Рыночные и конкурентные позиции	10
1.3. Концентрация бизнеса	5
2. Финансовые риски	60
2.1. Ликвидность	16
2.1.1. Прогнозная ликвидность	8
2.1.2. Качественная оценка ликвидности	8
2.2. Долговая нагрузка	32
2.2.1. Общий уровень долговой нагрузки	16
2.2.2. Общий уровень процентной нагрузки	16
2.3. Рентабельность	6
2.4. Подверженность рыночным рискам	6
3. Корпоративные риски	10
3.1. Структура собственности	4
3.2. Качество корпоративного управления	1
3.3. Степень прозрачности	3 ⁶
3.4. Стратегическое обеспечение	1
3.5. Качество риск-менеджмента	1
Итого	100

В случае, если подфакторы «Устойчивость к внешним шокам» и «Барьеры для входа» оцениваются на уровне -1, вес фактора «Риск-профиль отрасли» может быть увеличен до 20%, веса прочих факторов устанавливаются в соответствии с таблицей ниже:

⁶ Вес фактора динамический. В случае оценки фактора на уровне -1 его вес увеличивается до 6% за счет перераспределения основной части веса фактора «Структура собственности».

Раздел, фактор	Вес, %
1. Бизнес-риски	40
1.1. Риск-профиль отрасли	20
1.2. Рыночные и конкурентные позиции	15
1.3. Концентрация бизнеса	5
2. Финансовые риски	50
2.1. Ликвидность	6
2.1.1. Прогнозная ликвидность	3
2.1.2. Качественная оценка ликвидности	3
2.2. Долговая нагрузка	32
2.2.1. Общий уровень долговой нагрузки	16
2.2.2. Общий уровень процентной нагрузки	16
2.3. Рентабельность	6
2.4. Подверженность рыночным рискам	6
3. Корпоративные риски	10
3.1. Структура собственности	4
3.2. Качество корпоративного управления	1
3.3. Степень транспарентности	3 ⁷
3.4. Стратегическое обеспечение	1
3.5. Качество риск-менеджмента	1
Итого	100

⁷ Вес фактора динамический. В случае оценки фактора на уровне -1 его вес увеличивается до 6% за счет перераспределения основной части веса фактора «Структура собственности».

VII. Ключевые количественные и качественные факторы

1. Бизнес-риски

1.1. Риск-профиль отрасли

Цель анализа

Оценка стабильности денежных потоков компании определяется прежде всего исходя из оценки основной отрасли, в которой работает объект рейтинга. В рамках фактора Агентством оцениваются характерный для отрасли уровень просроченной задолженности перед кредитными организациями, уровень устойчивости отрасли к внешним шокам (кризисам), а также барьеры для входа конкурентов на рынок. Негативно оценивается высокий уровень просроченной задолженности перед кредитными организациями, характерный для отрасли, работа компании в отраслях, уязвимых перед кризисом в экономике, или на рынке с низкими барьерами для входа.

Алгоритм оценки

В рамках фактора анализируются:

уровень просроченной задолженности перед кредитными организациями (вес – 20 %). Для оценки уровня просроченной задолженности перед кредитными организациями Агентство использует статистику по кредитам, предоставленным банками, по данным Банка России в разбивке по отраслям. Агентство в общем случае оценивает средний размер просроченной задолженности по кредитам в отрасли за период с 2009-го, расчеты обновляются на ежегодной основе. Такой подход позволяет оценить показатель за несколько экономических циклов в России, включая периоды спада, восстановления и роста экономики. В ситуации, когда отрасль компании не отражена в статистических данных Банка России, Агентство использует в анализе данные по отрасли, наиболее приближенной по своей специфике к отрасли компании. Анализ просроченной задолженности по отраслям также может быть произведен на основании узкоспециализированных направлений, которые публикует Банк России (по классам ОКВЭД2), горизонт анализа среднего размера просроченной задолженности по кредитам в отрасли при этом составляет минимум 5 полных лет статистических данных;

устойчивость отрасли к внешним шокам (40 %). Кризисные события происходят в экономике регулярно и оказывают сильное негативное воздействие на совокупный спрос. Спрос и цены в различных отраслях при этом ведут себя по-разному: есть отрасли, которые обеспечивают наиболее базовые для человека потребности, поэтому воздействие на них оказывается незначительное. В отраслях, обеспечивающих реализацию товаров длительного пользования или предметов роскоши, спрос падает наиболее сильно. В производствах сырьевых товаров объемы потребления могут сокращаться незначительно, но цены очень волатильны, и поэтому спад выручки также может оказываться сильным. В оценке подфактора может учитываться положение компаний отрасли в цепочке создания стоимости продукта, а также структура рынка поставщиков и покупателей. Например, олигополистический рынок конечных покупателей в отрасли может свидетельствовать об их высоких переговорных позициях, а значит, в кризис они могут ухудшить для компании условия расчета и/или снизить цены. В оценке фактора также могут быть учтены долгосрочные тенденции в отрасли, например, ожидания постепенного вытеснения группы продуктов с рынка товарами-субститутами благодаря развитию цифровизации, «зеленой повестки». Также негативно оценивается исторически снижающийся тренд спроса на определенные виды продукции/услуг, которые предоставляет компания. В таблице ниже приведены индикативные оценки для основных отраслей. Индикативная оценка может быть скорректирована максимально на 1,5 балла (итоговая оценка при этом ограничивается уровнями -1 и 1) с учетом специфики деятельности компании, определяющей ее дополнительные риски или преимущества относительно отрасли в целом (например, оценка

повышается в случае если добывающая цветные металлы компания поставляет их крупному устойчивому потребителю по долгосрочному контракту с фиксированной ценой);

барьеры для входа (40 %). На уровень маржинальности в отрасли влияет конкуренция, а она ограничивается барьерами для входа новых компаний. В ряде отраслей эффекты масштаба настолько сильные, что там превалирует лишь несколько крупных компаний, и появление новых конкурентов почти невозможно (например, естественные монополии). Во многих отраслях, где нет существенных барьеров для входа, наблюдается низкая маржинальность, и финансовое состояние компаний из этих отраслей, как правило, характеризуется как неустойчивое. В таких отраслях (например, в розничной торговле или арендном бизнесе) существует множество небольших конкурирующих компаний. В таблице приведены индикативные оценки. Они могут быть скорректированы максимально на 1,5 (итоговая оценка при этом ограничивается уровнями -1 и 1) с учетом специфики деятельности компании, определяющей ее особенности относительно отрасли в целом (например, производитель инструментов, относящийся к металлургии, может иметь средние барьеры для входа, хотя отрасль металлургии характеризуется очень высокими барьерами).

Оценки подфакторов определяются на основании таблицы.

Таблица 1. Индикативные оценки подфакторов «Риск-профиля отрасли» по отраслям.

Оценка	Уровень просроченной задолженности перед кредитными, %	Устойчивость отрасли к внешним шокам	Барьеры для входа
1	< 3	Высокая <u>Отрасли:</u> ЖКХ и сети, ⁸ инфраструктура (транспортная), телекоммуникации и электрогенерация.	Очень высокие барьеры, вероятность появления нового конкурента минимальная <u>Отрасли:</u> ЖКХ и сети, инфраструктура (транспортная), электрогенерация, металлургия, телекоммуникации
0,5	[3; 4,5)	Выше средней <u>Отрасли:</u> арендный бизнес, ИТ	Высокие барьеры, отрасль хорошо защищена от новых конкурентов <u>Отрасли:</u> автомобиле- и машиностроение, ОПК, нефтегазодобыча, нефтепереработка, горная добыча, минеральные удобрения,

⁸ Отрасль ЖКХ и сети включает в себя компании, которые владеют или эксплуатируют материальные активы (основные средства; например, тепловые и электрические сети, котельные и электростанции в части производства тепла), позволяющие оказывать коммунальные услуги.

			химическая промышленность, лесная промышленность.
0	[4,5; 6)	На среднем по экономике уровне <u>Отрасли:</u> нефтегазодобыча, розничная торговля, транспорт, химическая промышленность, горнодобывающий сектор, автомобиле- и машиностроение, ОПК, металлургия, минеральные удобрения и отрасль «Прочие».	Средние барьеры, новые конкуренты могут появляться, но это требует крупных взносов в капитал <u>Отрасли:</u> нефтесервис, транспорт, отрасль «Прочие».
-0,5	[6; 8)	Ниже средней <u>Отрасли:</u> нефтесервис, оптовая торговля, лесная промышленность, АПК ⁹ .	Низкие барьеры, появление новых конкурентов возможно <u>Отрасли:</u> АПК, ИТ, розничная торговля.
-1	≥ 8	Низкая <u>Отрасли:</u> жилое и прочее строительство, нефтепереработка ¹⁰ .	Барьеры отсутствуют, новые конкуренты регулярно появляются <u>Отрасли:</u> оптовая торговля, арендный бизнес, жилое и прочее строительство.

Здесь и далее классификация компаний осуществляется по более узкой отрасли: например, компания, производящая исключительно минеральные удобрения (в широком смысле – химическая промышленность), анализируется по критериям отрасли минеральных удобрений.

⁹ Аграрно-промышленный комплекс включает в себя сельскохозяйственных производителей и связанные с ними производства.

¹⁰ Нефтепереработка в рамках используемой классификации включает НПЗ, которые вырабатывают горюче-смазочные материалы. Нефтехимия изготавливает продукты глубокой переработки, такие как пластмассы и резина. Нефтехимия рассматривается в рамках химической промышленности.

При работе компании в нескольких отраслях, доля каждой из которых составляет более 20 % EBITDA за прошедший год,¹¹ оценка риск-профиля отрасли определяется как средневзвешенная по EBITDA от этих бизнес-сегментов. Если бизнес компании диверсифицирован таким образом, что ни одна из отраслей не формирует более 20 % EBITDA, анализ проводится по трем основным отраслям, взвешенная оценка по доле EBITDA отрасли в EBITDA трех крупнейших отраслей.

1.2. Рыночные и конкурентные позиции

Цель анализа

Оценить рыночные и конкурентные позиции компании. Сильные конкурентные позиции, как правило, позволяют компании оставаться устойчивой даже в условиях внешнего шока, способствуют более высокой рентабельности за счет экономии на масштабе и сильной переговорной позиции. Слабые конкурентные позиции могут существенно подорвать финансовые показатели, особенно в условиях кризиса.

Алгоритм оценки

Анализируется каждый сегмент бизнеса компании с долей в EBITDA за последний завершившийся год более 20 % по нескольким критериям, которые рассматриваются Агентством в качестве ключевых для ее отрасли. При отсутствии сегментов с долей в EBITDA более 20% анализ проводится по трем крупнейшим отраслям, алгоритм оценки описан в факторе «Риск-профиль отрасли».¹¹ В таблице ниже знаком «+» отмечены критерии, оцениваемые для конкретной отрасли. Они оцениваются за последний год или на последнюю доступную дату. Оценка каждой бизнес-единицы (в разрезе отрасли) в общем случае определяется как среднее арифметическое значение оценок, полученных по каждому из критериев. Для отраслей, в которых оцениваются «Позиции на рынках сбыта», этот критерий имеет базовый вес 60%, при этом оставшийся вес 40% равномерно распределяется между прочими оцениваемыми критериями (за исключением отрасли «Нефтепереработка», где веса распределяются по общему правилу). В исключительных случаях Агентство может обнулить веса отдельных критериев в связи со спецификой компании, в силу которой эти критерии теряют репрезентативность. Не допускается одновременное обнуление весов всех критериев. После оценки конкурентных позиций по каждому сегменту производится взвешивание оценок, исходя из веса сегмента в EBITDA за последний завершившийся год.¹¹

Если в критерии шкала указана только для одной позиции, а необходимо оценить компанию сразу по нескольким (например, в позициях на рынке сбыта надо оценить доли на рынках нескольких товаров, производимых компанией), Агентство взвешивает по выручке за последний год¹² оценку критерия по каждой позиции (в расчет принимаются только товары с крупнейшей долей, не менее 20 % в выручке). При отсутствии данных для точной оценки критерия, требующего определения цифрового значения параметра, Агентство может использовать в анализе оценочные значения показателя.

¹¹ Агентство может оценить долю по усредненным значениям за три последних года или по усредненным значениям за анализируемый при оценке факторов «Долговая нагрузка» и «Рентабельность» период, если EBITDA за последний год одного из сегментов сильно отличается от значений прошлых трех лет или прогнозных лет, соответственно.

¹² Агентство может использовать среднее значение за три последних года или среднее значение за анализируемый при оценке факторов «Долговая нагрузка» и «Рентабельность» период в случае нерепрезентативности данных за последний год.

Таблица 2.1 Критерии оценки фактора «Рыночные и конкурентные позиции» по отраслям.

Отрасль	Критерий									
	Доля продукции с высокой добавленной стоимостью	Износ основных средств	Контрактная база	Позиции на рынках сбыта	Продуктовая диверсификация	Ресурсная база	Рынок сбыта	Себестоимость	Степень вертикальной интеграции	Тарифный риск
Автомобиле- и машиностроение, ОПК			+	+	+					
АПК	+			+	+				+	
Горная добыча				+	+	+		+		
Жилое строительство (девелопмент)				+		+	+			
ЖКХ и сети		+					+			+
Инфраструктура (транспортная)		+		+	+		+			+
Коммерческая недвижимость (арендный бизнес)		+					+			
Металлургия	+			+	+			+	+	
Минеральные удобрения				+	+	+		+	+	
Нефтегазодобыча				+		+				
Нефтепереработка	+			+					+	
Нефтесервисный бизнес		+	+	+	+ ¹³					
Прочее строительство (помимо жилищного)			+	+			+			
Розничная торговля				+	+					
Оптовая торговля				+	+ ¹⁴		+			
Транспорт		+	+	+	+		+			+
Химическая промышленность				+	+		+			
Электрогенерация		+						+		
Лесная промышленность		+		+	+				+	
Прочие	Оцениваемые критерии подбирают, основываясь на схожести анализируемой отрасли с отраслями, указанными в таблице.									

¹³ Критерий «Продуктовая диверсификация» не оценивается для буровых компаний.

¹⁴ Критерий не оценивается для оптовых компаний, которые реализуют единственный продукт, не имеющий на рынке товаров-субститутов. Для энергосбытовых компаний в рамках отрасли «Оптовая торговля» вместо критерия «Продуктовая диверсификация» оценивается «Тарифный риск».

Таблица 2.2 Критерии оценки фактора «Рыночные и конкурентные позиции» по отраслям

	Критерий				
Отрасль	Модель владения инфра структурой	Позиции на рынках сбыта	Продук товая диверси фикация	Рынок сбыта	Конкурентоспособность реализуемы продуктов
Телекоммуникации	+	+	+	+	
Информационные технологии и сервисы (ИТ)		+	+		+

Доля продукции с высокой добавленной стоимостью

Критерий оценивается для следующих отраслей:

- АПК;
- Metallургия;
- Нефтепереработка.

Оценка за критерий для всех отраслей, кроме нефтеперерабатывающей, определяется по таблице ниже. В качестве продукции с высокой добавленной стоимостью Агентство рассматривает прежде всего продукцию для конечного потребления. Вместе с тем Агентство может отнести к такой продукции иную исходя из логики, закладываемой в критерий (отсутствие выраженной цикличности цен). Оценка – непрерывная линейная.

Для бизнесов, осуществляющих переработку сырья в конечную продукцию, важно иметь высокую долю конечной продукции в выручке, цены на которую не имеют выраженной цикличности вместе с ценой на используемое сырье. Это достигается за счет его глубокой переработки и выпуска продукции с высокой добавленной стоимостью.

Таблица 3. Оценка критерия «Доля продукции с высокой добавленной стоимостью».

Показатель	-1	1
Доля продукции с высокой добавленной стоимостью, %	≤10	≥40

Возможные корректировки критерия:

Для нефтепереработки оценивается сложность технологии НПЗ (здесь и далее – нефтеперерабатывающий завод). Базовая оценка устанавливается на уровне 0. Если сложность технологии приводит к получению доходности на корзину нефтепродуктов выше / ниже отраслевых аналогов, базовая оценка корректируется не более чем на 1 балл.

Износ основных средств

Критерий оценивается для следующих отраслей:

- ЖКХ и сети;
- Инфраструктура (транспортная);
- Коммерческая недвижимость (арендный бизнес);
- Нефтесервисный бизнес;
- Транспорт;
- Электрогенерация;
- Лесная промышленность.

Уровень изношенности основных средств определяется по данным учета, а также обследований объектов основных средств, которые осуществляются компанией. Важным для оценки износа является остаточный срок службы основных средств по сравнению с реальным сроком службы таких объектов.

Агентство при анализе остаточного срока службы может отталкиваться от данных обследований оборудования и недвижимости (сплошного или выборочного), если они позволяют оценить остаточные сроки службы основных средств в целом по компании.

Агентство может оценивать остаточные сроки службы объектов основных средств по бухгалтерским данным, принимая во внимание наличие разницы между реальными сроками службы объектов и теми, которые используются в бухгалтерских расчетах (как правило, нормативными сроками службы).

Например, в региональных электросетевых компаниях реальный срок службы основных средств в целом по объектам¹⁵ составляет 55 лет, а средний нормативный срок службы – 35 лет.

¹⁵ При оценке сроков службы в целом по всем основным средствам необходимо произвести взвешивание сроков по группам основных средств (по первоначальной стоимости), стоящих на учете. На средний срок службы всех

Поэтому остаточный срок службы существующих основных средств длиной в девять лет по данным бухгалтерского учета означает, что оборудование имеет средний ожидаемый срок службы $9 + (55 - 35) = 29$ лет и изношено на $1 - (29/55) = 47$ %, то есть примерно на половину.

Оценка критерия определяется как максимально возможная по таблице ниже.

Таблица 4. Оценка критерия «Износ основных средств».

Оценка	Описание
1	Компания обладает относительно новыми основными средствами, их износ не превышает 20 %.
0,5	Компания обладает относительно новыми основными средствами, износ которых составляет 20–35 % включительно.
0	Компания обладает основными средствами, износ которых составляет более 35, но менее 65 %.
-0,5	Компания обладает основными средствами, износ которых составляет не менее 65 %, но замена основных средств в ближайший год требуется в размерах, сравнимых с уровнем естественного среднегодового выбывания основных средств.
-1	Основные средства компании сильно изношены и требуют ускоренной замены для поддержания парка основных средств в рабочем состоянии.

Контрактная база

Критерий оценивается для следующих отраслей:

- Автомобиле- и машиностроение, ОПК;
- Нефтесервисный бизнес;
- Прочее строительство (помимо жилищного);
- Транспорт.

Для компаний, работающих по подрядам / проектам других фирм или государства, важны не только диверсификация проектов, но и количество лет, на которые зафиксированы проектные / производственные мощности, при этом исходят из текущего уровня производства или выручки либо из усреднения одного из данных показателей за три предыдущих года, если в последний год показатель сильно отклоняется от значений трех прошлых лет.

Бенчмарки для оценки критерия приведены ниже. Оценка – непрерывная линейная.

Таблица 5.1 Оценка критерия «Контрактная база» для транспорта и нефтесервисных компаний.

Показатель для транспорта и нефтесервисных компаний	-1	1
Количество лет работы	$\leq 0,5$	$\geq 1,5$

Таблица 5.2 Оценка критерия «Контрактная база» для остальных отраслей.

Показатель для остальных отраслей	-1	1
Количество лет производства	≤ 1	≥ 3

Возможные корректировки критерия «Контрактная база»:

основных средств компании сильно влияют группы основных средств с большой стоимостью. Группы с малой стоимостью не окажут существенного влияния на средний срок службы всех основных средств.

Более точным способом усреднения срока службы является подсчет стоимости создания всего оборудования по восстановительной стоимости. Как правило, это возможно сделать, если есть проект строительства данного или аналогичного объекта в ценах одного периода.

При анализе данного критерия для нефтесервисных и подрядных компаний применяется корректировка за сложность выполняемых проектов, увеличивающая его оценку не более чем на 1 балл (итоговая оценка не выше 1), если это позволяет компании работать с повышенной маржой и / или существенно сужает конкуренцию на рынке ее присутствия.

Модель владения инфраструктурой

Критерий оценивается для следующих отраслей:

- Телекоммуникации.

В отрасли связи и прочих непоименованных сегментах существуют компании, не владеющие собственными сетями или используемыми основными средствами. Это делает их экономику зависимой от других операторов или арендодателей, а операционную прибыль более волатильной из-за наличия больших обязательных арендных платежей.

Оценка критерия определяется по таблице ниже.

Таблица 6. Оценка критерия «Модель владения инфраструктурой».

Оценка	Описание
1	(Почти) вся инфраструктура принадлежит оператору.
0,5	Большая часть инфраструктуры принадлежит оператору, но есть существенные выплаты за арендованные основные средства.
0	Около половины инфраструктуры взято в аренду.
-0,5	Большая часть инфраструктуры взята в аренду, но есть существенные собственные основные средства.
-1	(Почти) вся инфраструктура взята в аренду.

Позиции на рынках сбыта

Критерий оценивается для следующих отраслей:

- Автомобиле- и машиностроение, ОПК;
- АПК;
- Горная добыча;
- Жилое строительство (девелопмент);
- ЖКХ и сети;
- Инфраструктура (транспортная);
- Металлургия;
- Минеральные удобрения;
- Нефтегазодобыча;
- Нефтепереработка;
- Нефтесервисный бизнес;
- Прочее строительство (помимо жилищного);
- Розничная торговля;
- Оптовая торговля;
- Телекоммуникации;
- Информационные технологии и сервисы (ИТ);
- Транспорт;
- Химическая промышленность;
- Лесная промышленность.

Компании с высокими позициями в своих сегментах на рынках сбыта в России¹⁶ или своем регионе¹⁷ имеют большие переговорные возможности, позволяющие влиять на рыночные цены, и для них характерен пониженный риск потери клиентов.

Оценка критерия определяется как максимально возможная по таблице ниже.

Таблица 7.1 Оценка критерия «Позиции на рынках сбыта» для транспорта, производственных, подрядных и нефтесервисных компаний, инфраструктуры и остальных отраслей.

Оценка	Описание для производственных, подрядных и нефтесервисных компаний, инфраструктуры и остальных отраслей	Описание для транспорта
1	Компания является лидером на основных рынках сбыта в России / регионе, занимая 1–2-е места по объему сбыта. Если компания занимает 2-е место, то ее доля рынка при этом отличается не более чем в два раза от лидера.	Компания является лидером на основных рынках сбыта в России / регионе, занимая 1–3-е места по объему сбыта. Если компания занимает 2-е, 3-е места, то ее доля рынка при этом отличается не более чем в два раза от лидера.
0,5	Компания занимает ведущие позиции на рынках сбыта в России / регионе, но не является лидером (2–5-е места). Доля рынка при этом отличается не более чем в четыре раза от лидера.	Компания занимает ведущие позиции на рынках сбыта в России / регионе, но не является лидером (2–6-е места). Доля рынка при этом отличается не более чем в четыре раза от лидера.
0	Компания занимает стабильные позиции в топ-10 на рынках сбыта в России / регионе. Доля рынка при этом отличается не более чем в шесть раз от лидера.	Компания занимает стабильные позиции в топ-10 на рынках сбыта в России / регионе. Доля рынка при этом отличается не более чем в шесть раз от лидера.
-0,5	Компания обладает долями на рынках сбыта в России / регионе меньше лидера в шесть и более раз, И не выполняются критерии оценки -1.	Компания обладает долями на рынках сбыта в России / регионе меньше лидера в шесть и более раз, И не выполняются критерии оценки -1.
-1	Бизнес обладает долями менее 2 % на рынках сбыта в России / регионе.	Бизнес обладает долями менее 2 % на рынках сбыта в России / регионе.

Для розничной торговли оцениваются широта охвата сети, регионы присутствия и выручка по таблице ниже.

Таблица 7.2 Оценка критерия «Позиции на рынках сбыта» для розничной торговли.

Оценка	Описание для розничной торговли
1	Федеральная сеть с присутствием в трех и более федеральных округах и годовой выручкой свыше 100 млрд рублей.

¹⁶ В случае наличия существенной доли экспорта или большой доли внутригруппового потребления сырья у компании или в отрасли Агентство оценивает долю не в сбыте, а в производстве по России.

¹⁷ Региональные рынки оцениваются у инфраструктуры. Оцениваются по субъекту Федерации для аэропортов, водному бассейну – для морских портов (Дальний Восток, Черное море, Балтика, Каспий, Северный Ледовитый океан).

0,5	Федеральная сеть с присутствием в двух федеральных округах ИЛИ основные регионы присутствия – Москва/Московская область либо Санкт-Петербург/Ленинградская область.
0	Региональная сеть, у которой основной регион присутствия является территорией с оборотом розничной торговли на душу населения, превосходящим более чем на 15 % медианный уровень РФ ¹⁸ .
-0,5	Региональная сеть, у которой основной регион присутствия является территорией с оборотом розничной торговли на душу населения, превосходящим на 5–15 % медианный уровень РФ.
-1	Региональная сеть, у которого основной регион присутствия является территорией с оборотом розничной торговли на душу населения, превосходящим не более чем на 5 % медианный уровень РФ.

Для девелоперских компаний оценивается объем осуществляемого жилищного строительства (без нежилого и инфраструктурного строительства) по последним актуальным данным. Агентство может оценивать объем жилищного строительства по значению, усредненному за последние 4 квартала, в случае если последние данные нерепрезентативны из-за существенных изменений в объемах строительства компании за прошедший год. Бенчмарки приведены ниже, оценка – непрерывная линейная.

Таблица 7.3 Оценка критерия «Позиции на рынках сбыта» для жилищного строительства.

Показатель для жилищного строительства	-1	1
Объем жилищного строительства, млн кв. м	≤0,3	≥1,0

Для черной металлургии оценивается объем производства в тоннах стали (или чугуна) в год. Бенчмарки приведены ниже, оценка – непрерывная линейная.

Таблица 7.4 Оценка критерия «Позиции на рынках сбыта» для черной металлургии.

Показатель для черной металлургии	-1	1
Годовой объем производства стали (чугуна), млн т	≤1	≥8

Для нефтегазодобычи оценивается объем производства в баррелях нефтяных эквивалентов в сутки. Бенчмарки приведены ниже, оценка – непрерывная линейная.

Таблица 7.5 Оценка критерия «Позиции на рынках сбыта» для нефтегазодобычи.

Показатель для нефтегазодобычи	-1	1
Среднегодовой объем добычи в сутки, млн б. н. э.	≤0,04	≥0,60

Для нефтепереработки оценивается объем производства в тоннах. Бенчмарки приведены ниже, оценка – непрерывная линейная.

Таблица 7.6 Оценка критерия «Позиции на рынках сбыта» для нефтепереработки.

Показатель для нефтепереработки	-1	1
Объем переработки за год, млн т	≤3,4	≥12

¹⁸ По данным Росстата за последний завершившийся год.

Для ИТ-компаний оценка проводится по таблице ниже.

Таблица 7.7 Оценка критерия «Позиции на рынках сбыта» для ИТ.

Оценка	Описание для ИТ
1	Компания входит в ТОП2 крупнейших в профильной отрасли.
0,5	Компания входит в ТОП5 крупнейших в профильной отрасли.
0	Компания входит в ТОП10 крупнейших в профильной отрасли.
-0,5	Не входит в ТОП10 крупнейших в профильной отрасли.
-1	Стартап или компания с минимальной долей профильного рынка.

Возможные корректировки критерия «Позиции на рынках сбыта»:

- В случае, если среднее значение EBITDA компании (рассчитывается как среднее значение EBITDA за последний фактический и первый прогнозный периоды; в случае волатильности показателя периоды могут быть изменены) составляет менее 150 млн рублей, оценка критерия «Позиции на рынках сбыта» устанавливается на уровне -1.
- Если активы производственной компании расположены близко к рынкам сбыта, и это позволяет ей существенно сократить транспортные расходы, то оценка критерия может быть повышена не более чем на 0,5 балла с учетом размеров экономии по сравнению с конкурентами. Корректировка не применяется, если данное обстоятельство учтено в оценке критерия «Рынок сбыта».
- Если девелоперская компания входит в число трех крупнейших по объему жилищного строительства в основном регионе деятельности, оценка повышается на 0,5 балла (итоговая оценка не более 1).

Продуктовая диверсификация

Критерий оценивается для следующих отраслей:

- Автомобиле- и машиностроение, ОПК;
- АПК;
- Горная добыча;
- Инфраструктура (транспортная);
- Металлургия;
- Минеральные удобрения;
- Нефтесервисный бизнес;
- Розничная торговля;
- Оптовая торговля;
- Телекоммуникации;
- Информационные технологии и сервисы (ИТ);
- Транспорт;
- Химическая промышленность;
- Лесная промышленность.

Бизнесы, производящие несколько видов товаров / оказывающие несколько видов услуг, имеют более устойчивую позицию. Оценивается доля крупнейшего товара / услуги в выручке. Если компания производит полуфабрикаты для нескольких конечных продуктов, то диверсификация

может оцениваться по долям этих конечных продуктов, дополнительно диверсифицируя выручку компании.¹⁹ Для розничной торговли оценивается диверсификация по ее форматам.

Оценка критерия определяется по таблице ниже.

Таблица 8.1 Оценка критерия «Продуктовая диверсификация» для сырьевых и остальных компаний.

Оценка	Описание для сырьевых и остальных компаний
1	На основной вид товара / услуги приходится менее 30 % выручки.
0,5	На основной вид товара / услуги приходится от 30 до 70 % выручки включительно.
0	На основной вид товара / услуги приходится более 70 % выручки.
-0,5	Единственный вид продукции, товар биржевой.
-1	Единственный вид продукции / услуги, товар не биржевой.

Таблица 8.2 Оценка критерия «Продуктовая диверсификация» для розничной торговли.

Оценка	Описание для розничной торговли
1	Высокая диверсификация структуры форматов розничной торговли (как онлайн-, так и офлайн-формат) ²⁰ .
0	Хорошо диверсифицированная структура форматов розничной торговли.
-1	Единственный формат торговли.

Таблица 8.3 Оценка критерия «Продуктовая диверсификация» для минеральных удобрений.

Оценка	Описание для минеральных удобрений
1	Компания выпускает три-четыре вида удобрений, ²¹ при этом структура производства характеризуется высокой степенью диверсификации.
0,5	Компания выпускает три-четыре вида удобрений, при этом структура производства характеризуется большей концентрацией на некоторых видах удобрений, чем в оценке 1.
0	Компания производит два вида удобрений с разными наименованиями, структура выпуска по наименованиям имеет высокую диверсификацию.
-0,5	Компания производит два вида удобрений, структура выпуска по наименованиям имеет невысокую диверсификацию.
-1	Производство компании сосредоточено на одном виде удобрений.

Таблица 8.4 Оценка критерия «Продуктовая диверсификация» для ИТ.

Оценка	Описание для ИТ
1	Выручка хорошо диверсифицирована по предлагаемым решениям и целевой аудитории. На ключевой тип продукта приходится не более 30% выручки.
0,5	Выручка хорошо диверсифицирована по предлагаемым решениям. На ключевой тип продукта приходится не более 50% выручки.
0	Компания предлагает несколько ключевых типов продуктов различного назначения, при этом на крупнейший тип приходится не более 70% выручки.

¹⁹ Например, если компания производит только колесные тележки для вагонов, но их используют для полувагонов на 30 %, для хопперов на 40 % и для крытых грузовых вагонов на 30 %, то для целей диверсификации считается, что доля крупнейшего товара составляет 40 %. Это связано с тем, что разные виды вагонов нужны разным конечным потребителям, и спрос с их стороны обычно колеблется не синхронно.

²⁰ Например, для компаний продуктового ритейла максимальная оценка ставится при использовании разнообразных форматов: магазины у дома, супер- и гипермаркеты, онлайн-магазин.

²¹ Виды удобрений: калийные, азотные, фосфорные и сложные.

-0,5	Компания предлагает один ключевой тип продукта, который генерирует основную выручку.
-1	У компании отсутствуют типы продуктов со стабильным потоком выручки.

Для химической промышленности оценивается доля крупнейшего товара в годовой выручке. Бенчмарки приведены ниже, оценка – непрерывная линейная.

Таблица 8.5 Оценка критерия «Продуктовая диверсификация» для химической промышленности.

Показатель для химической промышленности	-1	1
Доля крупнейшего товара в выручке, %	≥ 75	≤ 30

Ресурсная база

Критерий оценивается для следующих отраслей:

- Горная добыча;
- Жилое строительство (девелопмент);
- Минеральные удобрения;
- Нефтегазодобыча.

Обеспеченность сырьевого бизнеса запасами сырья в недрах является важным фактором для возможности продолжения деятельности. Для бизнеса девелопмента запас земли в текущих регионах строительства показывает, сколько лет он сможет работать с текущим темпом, не отвлекая ресурсы на покупку новых участков.

Бенчмарки для оценки критерия приведены ниже. Оценка – непрерывная линейная.

Таблица 9.1 Оценка критерия «Ресурсная база» для сырьевых компаний.

Показатель для сырьевых компаний	-1	1
Количество лет добычи	≤ 7	≥ 20

Таблица 9.2 Оценка критерия «Ресурсная база» для жилищного строительства.

Показатель для жилищного строительства	-1	1
Количество лет застройки	≤ 1	≥ 3

Рынок сбыта

Критерий оценивается для следующих отраслей:

- Жилое строительство (девелопмент);
- ЖКХ и сети;
- Инфраструктура (транспортная);
- Коммерческая недвижимость (арендный бизнес);
- Прочее строительство (помимо жилищного);
- Оптовая торговля;
- Телекоммуникации;
- Транспорт;
- Химическая промышленность.

Для многих компаний важно вести деятельность в регионах с высоким уровнем экономического развития, так как платежеспособное население легче переживает кризисный период и не сокращает потребление базовых товаров / услуг, а также не перестает платить за них.

Для оценки критерия по регионам сбыта бенчмарки приведены ниже. Оценка – непрерывная линейная.

Таблица 10.1 Оценка критерия «Рынок сбыта».

Показатель	-1	1
Регионы / города сбыта характеризуются среднедушевым денежным доходом на человека, тыс. руб. в мес. ²²	≤26,5	≥43

При наличии нескольких рынков сбыта итоговая оценка критерия производится с учетом взвешивания по доле каждого региона в выручке.

Для компаний, предлагающих полуфабрикаты, важна широта их использования в разных отраслях и, в частности, в поставках на экспорт.

Оценка критерия для производства товаров определяется как максимально возможная по таблице ниже.

Таблица 10.2 Оценка критерия «Рынок сбыта» для компаний, занимающихся производством товаров.

Оценка	Описание для производства товаров
1	Продукцию используют не менее чем в трех отраслях экономики, и доля экспорта составляет более 30 % выручки.
0,5	Продукцию используют не менее чем в трех отраслях экономики, и доля экспорта составляет более 20 % выручки.
0	Продукцию используют не менее чем в трех отраслях экономики.
-0,5	Продукцию используют в одной-двух отраслях, и доля экспорта составляет более 15 % выручки.
-1	Продукцию используют в одной-двух отраслях экономики, И не выполняются критерии оценки на -0,5.

Таблица 10.3 Оценка критерия «Рынок сбыта» для химической промышленности.

Оценка	Описание для химической промышленности
1	Продукцию используют не менее чем в трех отраслях экономики.
0	Продукцию используют в двух отраслях экономики.
-1	Продукцию используют в одной отрасли экономики.

Возможные корректировки критерия «Рынок сбыта»:

- Продажи в целом по России (например, на оптовом рынке электроэнергии) оцениваются по данному критерию на 1 балл.
- Для арендного бизнеса оценка критерия понижается на 0,5 (итоговая оценка не меньше -1) в случае, если в регионе присутствия, на который приходится свыше 50 % выручки, уровень вакантности площадей типа, предоставляемого компанией, достигает более 10 % за последний год.
- Если активы производственной компании расположены близко к рынкам сбыта, и это позволяет ей существенно сократить транспортные расходы, то оценка критерия может

²² В случае осуществления компанией бизнеса в локации региона с доходами населения, отличными от средних по региону, Агентство оценивает показатель среднедушевых доходов в такой локации.

быть повышена не более чем на 0,5 балла с учетом размеров экономии по сравнению с конкурентами. Корректировка не применяется, если данное обстоятельство учтено в оценке критерия «Позиции на рынках сбыта».

Себестоимость

Критерий оценивается для следующих отраслей:

- Горная добыча;
- Metallургия
- Минеральные удобрения;
- Электрогенерация.

Уровень затрат производства на единицу выпускаемой продукции / предоставляемой услуги позволяет ранжировать бизнес-единицы, действующие в отраслях с однотипными товарами / услугами, по квинтилям на кривой издержек. Для сырьевых бизнесов без сильных стоимостных ограничений по логистике используется мировая кривая издержек, для остальных – страновая.

Оценка критерия определяется как максимально возможная по таблице ниже.

Таблица 11. Оценка критерия «Себестоимость».

Оценка	Описание
1	Нижний квинтиль кривой издержек.
0,5	2-й квинтиль кривой издержек.
0	3-й квинтиль кривой издержек.
-0,5	4-й квинтиль кривой издержек.
-1	Верхний квинтиль кривой издержек.

Степень вертикальной интеграции

Критерий оценивается для следующих отраслей:

- АПК;
- Metallургия;
- Минеральные удобрения;
- Нефтепереработка;
- Лесная промышленность.

Для бизнесов, занимающихся переработкой сырья, важна степень обеспеченности собственным сырьем существующих производств для избегания перерывов в деятельности вследствие непредвиденных событий на рынке. Для таких бизнесов оценивается доля сырья, произведенного компаниями, входящими с ними в одну группу, в стоимостном выражении по сравнению со всем потребляемым сырьем. В отдельных случаях, когда в себестоимости производства компании существенную долю занимает какой-то товар, обычно не рассматриваемый в качестве сырья, его принимают за сырье для оценки критерия. Например, в производстве алюминия существенную долю в себестоимости составляет электроэнергия, поэтому ее будут рассматривать как сырье для оценки вертикальной интеграции алюминиевых производств.

Бенчмарки приведены ниже. Оценка – непрерывная линейная.

Таблица 12. Оценка критерия «Степень вертикальной интеграции».

Показатель	-1	1
Процент потребностей в сырье, закрываемый производствами компаний группы	≤25	≥70

Тарифный риск

Критерий оценивается для следующих отраслей:

- ЖКХ и сети;
- Инфраструктура (транспортная);
- Транспорт.

Для бизнесов, ведущих свою деятельность в состоянии моно- или олигополии, государство ограничивает максимальный уровень цен, устанавливая тарифы. Тарифы и их динамика могут быть как достаточными для покрытия операционных издержек и поддержания работы бизнеса, так и не позволяющими покрывать часть издержек.

Оценка критерия определяется по таблице ниже.

Таблица 13. Оценка критерия «Тарифный риск».

Оценка	Описание
1	Прозрачная регуляторная среда, долгосрочные тарифы предсказуемы и позволяют покрывать все операционные расходы и поддерживающие капитальные расходы.
0,5	Среднесрочные тарифы позволяют покрывать все операционные расходы и поддерживающие капитальные расходы. Регуляторная среда подвержена вмешательству регулятора.
0	Краткосрочные тарифы, подверженные частому вмешательству и пересмотру регулятора. Тарифы позволяют зарабатывать минимально необходимую операционную прибыль для покрытия поддерживающих капитальных расходов.
-0,5	Непрозрачная регуляторная среда. Тарифы позволяют покрывать все операционные расходы, поддерживающие капитальные расходы покрываются не полностью.
-1	Тарифы не позволяют покрывать часть операционных расходов. Значительная часть операционных расходов и поддерживающие капитальные расходы покрываются государственной поддержкой.

Конкурентоспособность реализуемых продуктов

Критерий оценивается для следующих отраслей:

- Информационные технологии и сервисы (ИТ).

Для высококонкурентных отраслей, таких как ИТ, важным аспектом является возможность компании выпускать собственные уникальные продукты, которые способны обеспечить необходимый уровень маржинальности бизнеса и конкурентные преимущества перед другими игроками отрасли.

Оценка критерия определяется по таблице ниже.

Таблица 14. Оценка критерия «Конкурентоспособность реализуемых продуктов».

Оценка	Описание
1	Эксклюзивный продукт собственной разработки на основном рынке сбыта. Незначительное присутствие конкурентов по причине существенных расходов на реализацию схожего по свойствам и качеству продукта, наличие уникальных компетенций.
0,5	Продукт не обладает признаками эксклюзивности, однако технологически сложнореализуемый, конкуренция в сегменте продуктов ограниченная.
0	Продукт собственной разработки. Рынок конкурентен, присутствуют альтернативные игроки со схожими продуктами.
-0,5	Продукту присущи признаки типового, однако его адаптация позволяет конкурировать с альтернативными поставщиками на рынке.

-1	Типовой продукт на высококонкурентном рынке без признаков уникальности (например, поддержка "коробочных" продуктов).
----	--

Корректировки оценки фактора «Рыночные и конкурентные позиции»:

- Для жилищного строительства Агентство корректирует оценку фактора вплоть до -1, если компания допустила перенос сроков сдачи существующих проектов в среднем по всем проектам на три месяца и более²³.
- Для производителей минеральных удобрений Агентство снижает оценку фактора не более чем на 0,5 балла (итоговая оценка не ниже -1) в случае высокой доли промежуточной менее маржинальной продукции, например аммиака, по сравнению с сопоставимыми компаниями и в зависимости от этой доли.
- Для нефтегазодобычи Агентство корректирует оценку фактора не более чем на 1 балл (итоговая оценка от -1 до 1), если компания характеризуется существенно более низкими / высокими затратами на разведку, разработку и добычу с учетом специфики налогового режима в сравнении с сопоставимыми компаниями и в зависимости от оценки влияния этих затрат на экономику компании.
- Для нефтегазодобычи Агентство повышает оценку фактора не более чем на 1 балл (итоговая оценка не выше 1), если компания обладает значимой в масштабах деятельности вертикальной интеграцией в переработке нефти / нефтехимии, и этот сегмент деятельности у компании характеризуется высокой глубиной переработки, что снижает риски бизнес-модели в зависимости от оценки такого снижения рисков.
- Для нефтесервисных компаний Агентство повышает оценку фактора не более чем на 1 балл (итоговая оценка не выше 1) в случае наличия в группе производств, позволяющих закрыть потребность в закупке оборудования и комплектующих, если одновременно это не приводит к существенным постоянным затратам. Размер корректировки зависит от объема закупок оборудования и комплектующих, закрываемого собственным производством. При отсутствии таких производств оценивается возможность негативного воздействия на бизнес из-за срыва поставок, и Агентство понижает оценку фактора не более чем на 1 балл (итоговая оценка не ниже -1), если, по его мнению, срыв поставок оборудования и комплектующих скажется негативно на экономике бизнеса. Размер корректировки зависит от оценки размеров такого ущерба для бизнеса.
- Для розничной торговли Агентство корректирует оценку фактора не более чем на 0,5 балла (итоговая оценка от -1 до 1) отдельно за степень узнаваемости бренда и отдельно за уровень использования ИТ-систем (например, маркетинговые ИТ-системы, позволяющие адресно рассылать рекламу заинтересованным потребителям). Размер корректировки зависит от оценки конкурентного преимущества или недостатка компании, создаваемого брендом и специальными ИТ-системами.
- Для розничной торговли Агентство понижает оценку фактора не более, чем на 0,5 балла (итоговая оценка от -1 до 1) за негативную динамику сопоставимых продаж за последний завершившийся год в зависимости от размеров динамики.
- Для транспортных компаний, например авиалиний, Агентство корректирует оценку фактора не более чем на 0,5 балла (итоговая оценка от -1 до 1), оценивая маршрутную сеть, позволяющую держать высокие цены на билеты многих направлений или, наоборот, отличающуюся узостью направлений и уязвимостью перед проблемами логистики. Размер позитивной корректировки зависит от оцененных Агентством размеров экономических выгод, создаваемых такой сетью, а негативной – от размеров избыточных рисков для бизнеса.

²³ Рассчитывается сумма произведений площади каждого объекта на количество месяцев переноса ввода в эксплуатацию объекта, и она делится на суммарную площадь всех объектов.

- Для химической промышленности Агентство повышает оценку фактора вверх не более чем на 0,5 балла (итоговая оценка не выше 1) в случае наличия в группе производителей сырья, необходимого для химического производства, закрывающих потребность компании в этом сырье. Размер корректировки зависит от заменимости таких производителей и размеров экономии на издержках, создаваемых ими.

1.3. Концентрация бизнеса

Цель анализа

Оценить риски компании, связанные с зависимостью непрерывности ведения бизнеса от крупнейших покупателей, уникальных поставщиков, крупнейшего объекта производства и его транспортной доступности. Высокий уровень диверсификации продаж компании по покупателям и диверсификации производственных объектов снижает уровень зависимости бизнеса от отдельного контрагента или бизнес-единицы, что оказывает положительное влияние на устойчивость компании. В устойчивых компаниях бизнесы организуются таким образом, что они не зависят от уникального поставщика и не имеют логистических ограничений, способных прервать ведение деятельности компании из-за внезапных неблагоприятных событий.

Алгоритм оценки

Агентство анализирует наличие у компании рисков, связанных со слишком высокой концентрацией на одном покупателе или источнике дохода, одном активе или трудно заменимом поставщике.

Используется непрерывная линейная оценка. Бенчмарки приведены в таблице. В случае если оценка какого-либо параметра с учетом примененных корректировок принимает значение ниже -1, она ограничивается уровнем -1 и применяется стресс-фактор «Концентрация бизнеса». Оценка фактора определяется минимальной оценкой (с учетом примененных корректировок), полученной по трем параметрам.

Таблица 15.1 Оценка фактора «Концентрация бизнеса».

№	Параметр	Определение параметра	Оценка	
			-1	1
1	Диверсификация продаж	Доля крупнейшего арендатора / покупателя в выручке за последние четыре квартала, ²⁴ %	≥ 50 (арендный бизнес) / ≥ 75 (прочие отрасли)	≤ 10 (арендный бизнес) / ≤ 35 (прочие отрасли)
2	Зависимость от труднозаменяемого поставщика / подрядчика	Доля в выручке от бизнес-единиц, зависящих от крупнейшего труднозаменяемого поставщика, за последние четыре квартала, ²⁴ %	≥ 75	≤ 35
3	Концентрация активов (за исключением ИТ-компаний, занимающихся разработкой/поддержкой ПО)	Доля в выручке от крупнейшего бизнес-актива за последние четыре квартала, ²⁴ %	≥ 75	≤ 35

²⁴ В случае нерепрезентативности последнего года, Агентство оценивает данный показатель за последние 12 кварталов.

Для ИТ-компаний, занимающихся разработкой/поддержкой ПО, концентрация бизнеса оценивается по таблице ниже.

Таблица 15.2 Оценка фактора «Концентрация бизнеса» для ИТ в сфере разработки/поддержки ПО.

1	Подход к хранению данных характеризуется как комплексный с высокой степенью надежности (ИТ-решения имеют многоуровневое дублирование на физических/облачных серверах).
0,5	Резервирование критически-важных решений, баз данных и среды разработки с географическим распределением мест хранения данных.
0	Резервное копирование кодов ключевых продуктов осуществляется в нескольких дата-центрах.
-0,5	Резервное копирование кодов ключевых продуктов осуществляется в рамках дата-центра в одной локации.
-1	Компания не выполняет резервное копирование ключевых решений (продуктов)

При высоком уровне (свыше 35 %) связанных компаний в выручке диверсификация продаж оценивается на уровне группы компаний. При высоком уровне (свыше 35 %) связанных компаний в затратах зависимость от поставщика / подрядчика оценивается на уровне группы компаний.

При оценке параметров Агентство может заменить в расчетах выручку на другой параметр, характеризующий объем соответствующей деятельности, в случае экономической нецелесообразности или невозможности использования выручки в оценке (например, использовать натуральные показатели производства предприятий или шахт в силу невозможности определить размер выручки от каждого из них).

Диверсификация продаж

При оценке диверсификации продаж Агентство имеет цель определить наиболее крупный источник доходов, обеспечивающий выручку компании. Поэтому, например, сбыт в городе с градообразующим предприятием будет учитываться как один покупатель вследствие наличия сильной зависимости покупательной способности всех клиентов компании от одного источника доходов. По той же причине, если в структуре выручки объекта рейтинга крупнейшим контрагентом является неаффилированный трейдер с условным рейтинговым классом не ниже ruBBB, оценка диверсификации продаж осуществляется, исходя из продаж конечным потребителям – клиентам трейдера.

При оценке диверсификации продаж Агентством обычно не учитываются продажи стандартизированных товаров (сырья), так как их покупатели могут быть легко заменены на высоколиквидном рынке.

Если объект рейтинга выступает труднозаменимым поставщиком / подрядчиком для своего крупнейшего клиента, это предполагает низкие риски падения выручки вследствие высокой зависимости такого клиента. Если клиент при этом демонстрирует высокую платежную дисциплину и финансовую устойчивость²⁵, оценка диверсификации продаж повышается не более чем на 1 балл. Размер корректировки зависит от уровня финансовой устойчивости компании и оценки устойчивости к внешним шокам конкретной отрасли.

В случае если доля крупнейшего потребителя составляет более 50 %, то Агентство также оценивает финансовое состояние и платежную дисциплину этого потребителя. Агентство

²⁵ Условный рейтинговый класс не ниже ruBBB.

корректирует дополнительно вниз оценку фактора на -1, если условный рейтинговый класс потребителя ниже ruBBB или он характеризуется низкой платежной дисциплиной.

Для арендного бизнеса в случае наличия долгосрочного контракта с арендатором, формирующим значительную часть выручки, если контракт предусматривает существенные штрафные санкции за досрочное расторжение и условный рейтинговый класс арендатора не ниже ruBBB, оценка фактора корректируется вверх не более чем на 1 балл.

Для нефтесервисных компаний и компаний, занимающихся нежилым строительством, оценка диверсификации продаж может быть проведена на основании доли крупнейшего заказчика в структуре остаточной стоимости заключенной контрактной базы.

Заменимость поставщиков / подрядчиков

Труднозаменимым поставщиком Агентство считает компанию, если ее товар / услуга не может быть одномоментно заменен потребителем или если обладает технологией, без которой невозможно производство товара / услуги со сравнимыми издержками. При этом замена данного поставщика на аналогичного без потери бизнеса невозможна либо приведет к существенному ухудшению экономики бизнеса объекта рейтинга.

Труднозаменимым подрядчиком Агентство также считает такую подрядную организацию, замена которой без существенного роста издержек всего бизнеса невозможна вследствие слабой или отсутствующей конкуренции подрядчиков с необходимыми компетенциями.

Агентство не считает естественные монополии и другие инфраструктурные организации, не имеющие конкуренции, труднозаменимыми поставщиками, так как прекращение их деятельности без ущерба экономике региона или страны невозможно, поэтому «Эксперт РА» ожидает, что остановка их работы может производиться только с правопреемством.

Концентрация активов

Концентрация активов оценивается по производственным бизнес-единицам, находящимся в одной локации. Оценка критерия повышается максимально на 1 балл с учетом конкретных обстоятельств. Агентство оценивает, насколько одна авария / стихийное бедствие способна остановить деятельность всех этих объектов на длительное время (например, несколько рядом расположенных угольных шахт могут одновременно пострадать от наводнения; аналогично негативно оценивается концентрация для нефтеперерабатывающих производств; напротив, несколько газовых буровых, находящихся на одном месторождении, по мнению Агентства, с меньшей вероятностью одновременно приостановят работу). При наличии страховой защиты от компании с условным рейтинговым классом не ниже ruBBB, покрывающей восстановительную стоимость объектов, Агентство корректирует оценку данного параметра вверх не более чем на 1 балл.

Если производственные объекты компании расположены концентрированно, но близко к рынку сбыта / транспортной инфраструктуре, что позволяет ей экономить на логистических издержках, то оценка концентрации активов корректируется вверх не более чем на 0,5 балла, исходя из размеров такой экономии.

Также Агентство оценивает транспортную доступность производственных объектов. Если схема поставок товара / услуги компании находится в зависимости от одного пути / пункта, не имеющего альтернативы, при том что объемы поставок через него достигают более 50 % объема выпуска продукции / услуг, то Агентство применяет негативную корректировку в размере 0,5–1 балла за концентрацию активов, если оценка по этому параметру была более 0. Агентство также оценивает возможность быстрого устранения последствий одной возможной аварии / стихийного бедствия, принимая решение о наличии транспортного ограничения, и выставляет негативную

корректировку только в случае невозможности устранения перерыва в поставках в течение нескольких месяцев.

Для сельскохозяйственных производителей, занимающихся растениеводством, в рамках АПК оценка критерия повышается не более чем на 1 балл (итоговая оценка не выше 1) в случае концентрации производств на регионах с благоприятным климатом для выращиваемых сельскохозяйственных культур. Размер корректировки зависит от оценки экономических выгод, создаваемых сельскохозяйственным потенциалом региона.

Для нефтесервисных компаний и компаний, занимающихся нежилым строительством, оценка концентрации активов может быть проведена на основании доли крупнейшего контракта/проекта в структуре остаточной стоимости заключенной контрактной базы.

2. Финансовые риски

2.1. Ликвидность

Цель анализа

Определить риски компании, связанные с возможностью появления кассовых разрывов, а также проблем с рефинансированием существующего долга. Высокий уровень ликвидности характеризует объект рейтинга как устойчивую компанию, не испытывающую трудностей с рефинансированием текущих и долговых обязательств в обозримой перспективе. Низкие показатели ликвидности наряду с возможными или произошедшими нарушениями ограничений по долговым обязательствам (ковенантам) характеризуют компанию как крайне уязвимую и для внешних шоков, и для внутренних проблем с ликвидностью.

2.1.1. Прогнозная ликвидность

Прогнозная ликвидность показывает, насколько объект рейтинга готов к платежам разной очередности на коротком горизонте времени (обычно год) как за счет операционного потока и имеющейся подушки ликвидности, так и за счет доступа к источникам дополнительной ликвидности. Для оценки кредитоспособности компании имеет значение, насколько ее операционный денежный поток, доступные кредитные средства и остатки денежных средств закрывают потребность в выплатах по финансовым и инвестиционным направлениям. При этом в случае отсутствия запаса денежных средств для данных выплат имеет значение, на какие именно направления средств не хватает или может не хватить. Для этой оценки дивиденды и капитальные затраты на развитие считаются не приоритетными платежами, тогда как проценты и поддерживающие капитальные затраты являются наиболее важными расходами. Для учета сезонных особенностей компаний (например, бизнесов с длительным инвестиционным циклом, бизнесов с выраженной сезонностью в рамках длительных циклов экономики) Агентство может увеличивать горизонт расчета формул прогнозной ликвидности (например, до двух лет).

Алгоритм оценки

Анализируется возможность компании покрывать собственными денежными потоками и средствами, а также заемными средствами процентные выплаты, погашения долга, капитальные затраты разных видов. Для этого анализ проводится по четырем формулам, каждая следующая из которых консервативнее предыдущей оценивает запас компании по денежным потокам.

Таблица 16.1 Формулы расчета фактора «Прогнозная ликвидность».

<u>Формула 1</u>	$\frac{\text{Прогнозный OCF} + \text{Cash} + \text{Asset Sale}}{\% + \text{Capex Maint.} + \text{Capex Devel. committed} + \text{Прочие \%} - \text{NewDebt}}$
<u>Формула 2</u>	$\frac{\text{Прогнозный OCF} + \text{Cash} + \text{Asset Sale}}{\% + \text{Capex Maint.} + \text{Capex Devel. committed} + \text{Прочие \%} + \text{Debt} - \text{New Debt}}$
<u>Формула 3</u>	$\frac{\text{Прогнозный OCF} + \text{Cash} + \text{Asset Sale}}{\% + \text{Capex Maint.} + \text{Прочие \%} + \text{Debt} - \text{New Debt} + \text{Capex Devel.} + \text{Дивиденды}}$
<u>Формула 4</u>	$\frac{\text{Прогнозный OCF} + \text{Cash} + \text{Asset Sale}}{\% + \text{Capex Maint.} + \text{Прочие \%} + \text{Debt} + \text{Capex Devel.} + \text{Дивиденды}}$

где

- **Прогнозный OCF** (сокращение от англ. operating cash flow – операционный денежный поток) – прогнозный операционный денежный поток до вычета процентов за следующие после отчетной даты 12 месяцев;
- **Cash** (от англ. cash - денежные средства) – денежные средства и краткосрочные финансовые вложения на отчетную дату, умноженные на коэффициент корректировки (правила определения см. ниже);
- **Asset Sale** (от англ. asset sale – продажа активов) – подтвержденные поступления денежных средств от продажи активов в пользу финансово устойчивого лица в течение года после отчетной даты (не учитываются краткосрочные финансовые вложения);
- **%%** – уплачиваемые процентные расходы по долгу в течение года после отчетной даты;
- **Capex Maint.** (от англ. capex maintenance – капитальные затраты на обслуживание) – капитальные затраты на поддержание текущей деятельности в течение года после отчетной даты;
- **Прочие %%** – расходы по медицинским, пенсионным программам, если они не были учтены в прогнозном OCF;
- **Debt** (от англ. debt – долговые обязательства) – ожидаемое погашение тела долга в течение года после отчетной даты и ожидаемые выплаты по выданным гарантиям / поручительствам в течение года;
- **New Debt** (от англ. new debt – новые (плановые) долговые обязательства) – плановый объем привлечения фондирования (в том числе за счет невыбранных кредитных линий, кредитов, бюджетных кредитов, размещения ценных бумаг и займов);
- **Capex Devel.** (от англ. capex development – капитальные затраты на развитие) – капитальные затраты на развитие бизнеса в течение года после отчетной даты;
- **Capex Devel. committed** (от англ. capex development committed – подтвержденные капитальные затраты на развитие) – часть капитальных затрат на развитие бизнеса в течение года после отчетной даты, финансирование которых, по мнению Агентства, компания не может отложить или отменить в силу заключенных соглашений;
- **Дивиденды** – имущественные выплаты акционерам в течение года после отчетной даты вне зависимости от формы (дивиденды, выплачиваемые денежными средствами или иными активами компании, выкуп акций, выдача займов акционерам или аффилированным с ними лицам и прочее).

Прогнозная ликвидность оценивается по следующей таблице. Присваивается максимальная оценка из полученных, и, если предусмотрен, применяется соответствующий стресс-фактор.

Таблица 16.2 Диапазоны оценок фактора «Прогнозная ликвидность».

Формула	Значение коэффициента	Оценка, стресс-фактор
4	≥ 1	1
3	≥ 1	0,5
2	$\geq 1,1$	0
2	[1;1,1]	-0,5
1	$\geq 1,1$	-1
1	[1;1,1]	-1 и умеренный стресс-фактор «Прогнозная ликвидность»
1	< 1	-1 и сильный стресс-фактор «Прогнозная ликвидность»

Если прогнозный поток от операционной деятельности компании отрицательный, его необходимо учесть в знаменателе формул как расход.

Свободные остатки по кредитным линиям учитываются в формулах 1, 2 и 3 в полном объеме, независимо от сроков выборки и целевого назначения линий.

Невыбранная часть банковских кредитных линий и/или бюджетные кредиты могут учитываться в знаменателе прогнозной ликвидности только при одновременном выполнении следующих условий:

- 1) условный рейтинговый класс кредитора не ниже ruBBB;
- 2) нет оснований полагать, что кредитор их может не выдать вследствие изменений в статусе кредитора, финансовом состоянии компании, иных негативных факторов из оценки кредитоспособности компании или общеэкономической обстановке;
- 3) ковенанты по этим кредитным линиям не нарушены, либо, если они нарушены, то у Агентства есть основания полагать, что кредитор не откажет в выборке средств из-за нарушения определенных ковенантов (например, если кредитор подписал вейвер (от англ. waiver – отказ от требования) или предоставил подтверждение готовности кредитовать, несмотря на нарушение ковенантов).

Поступления от планируемых к получению кредитов и займов могут учитываться в знаменателе прогнозной ликвидности только при одновременном выполнении следующих условий:

- 1) у Агентства есть основания полагать, что кредитор намеревается выделить кредитные ресурсы (например, соглашение о намерениях);
- 2) условный рейтинговый класс кредитора не ниже ruBBB.

Поступления от размещения облигаций могут учитываться в расчете формул 2 и 3 прогнозной ликвидности в следующих случаях:

- 1) при размещении облигации установлен андеррайтер с условным рейтинговым классом не ниже ruBBB и определена минимальная цена размещения. При этом объем выпуска, который будет размещен, должен быть определен в соглашении с андеррайтером;
- 2) компания заявила о плане выпуска облигаций, и при этом одновременно выполняются следующие условия:
 - оценка долговой нагрузки компании по факторам «Прогнозная ликвидность» и «Качественная ликвидность» составляет не ниже 0,
 - у компании есть или были в течение последних пяти лет облигации в обращении,
 - финансовые рынки не находятся в состоянии кризиса или высокой волатильности,
 - у Агентства нет оснований полагать, что размещению могут помешать иные негативные факторы из оценки кредитоспособности компании (например, проблемы с деловой репутацией, собственниками).

Коэффициенты корректировки активов

Коэффициент корректировки зависит от соответствия отдельно взятого актива определенным критериям, зависящим от его типа. Коэффициент корректировки – это коэффициент, корректирующий балансовую стоимость того или иного актива в зависимости от его качества, а для дебиторской задолженности – корректирующий полную сумму задолженности до создания резерва. Коэффициент находится в диапазоне [0;1], по наиболее качественным активам он составляет 1. Приведенные в таблице уровни рейтингов относятся к условным рейтинговым классам.

Таблица 16.3 Коэффициенты корректировки активов.

Денежные средства, банковские вклады (депозиты), векселя, облигации, займы, а также дебиторская задолженность, начисленная по соответствующим долговым инструментам	Коэффициент корректировки
От ruBBB- до ruAAA, наличные денежные средства в кассе	1
ruBB+, ruBB, ruBB-	0,75
ruB+, ruB	0,5
ruB- или ниже / невозможность определить условный рейтинговый класс	0,25
У контрагента отозвана лицензия, или введен мораторий на исполнение обязательств, или он находится в состоянии дефолта, или есть иные основания полагать значительное обесценение актива / его фиктивность.	0
Запасы	
Запасы сырья и материалов	0,5–0,8
Запасы готовой продукции, незавершенное производство и земельные участки, кроме незавершенного строительства и заложенных активов	0,0–0,8
Дебиторская задолженность	
От ruBBB- до ruAAA	1
ruBB+, ruBB, ruBB-	0,75
ruB+, ruB	0,5
ruB- или ниже	0,25
У дебитора отозвана лицензия, или введен мораторий на исполнение обязательств, или он находится в состоянии дефолта, или есть иные основания полагать значительное обесценение дебиторской задолженности / его фиктивность, или просроченная дебиторская задолженность.	0
Слитки золота, серебра, платины и палладия, памятные и другие монеты Российской Федерации из драгоценных металлов	0,8–1
Акции / доли в капитале компаний	0,0–0,5
Объекты основных средств	0,0–0,8
Прочие активы	Определяется индивидуально, но не более 0,5

- Коэффициент корректировки по ценным бумагам может быть снижен до 0 при условии их учета в депозитарии (у брокера), имеющего условный рейтинговый класс ниже ruBB и негативную (сомнительную) репутацию, по мнению Агентства. Деловая репутация депозитария / брокера оценивается на основании описания фактора «Деловая репутация» соответствующей методологии (если балл контрагента за деловую репутацию отрицательный, она признается негативной (сомнительной)).
- Коэффициенты корректировки по дебиторской задолженности могут быть скорректированы относительно определенных по таблице с учетом следующих обстоятельств:
 - финансовой дисциплины дебиторов. Как правило, по дебиторам, по которым на момент оценки есть просроченная задолженность, коэффициент корректировки составляет 0. Исключения возможны, если просроченная задолженность дебитора является деловой практикой, принятой между объектом рейтинга и дебитором (к примеру, по аналогичным контрактам дебитор в прошлом после образования просроченной задолженности исполнял свои обязательства перед объектом рейтинга в полном объеме). Данная корректировка может применяться только при хорошем финансовом положении дебитора;
 - динамики оборачиваемости дебиторской задолженности (отношения объема погашенной задолженности за период к объему дебиторской задолженности на

начало периода). Резкое увеличение периода оборота дебиторской задолженности может свидетельствовать об ухудшении финансовой дисциплины дебиторов (то есть условный рейтинговый класс снижается);

- наличия обеспечения по дебиторской задолженности. Чем выше доля обеспеченной дебиторской задолженности и чем качественнее обеспечение, тем выше коэффициент корректировки (то есть условный рейтинговый класс);
- максимального дисконта по дебиторской задолженности, образовавшейся в результате прямого РЕПО, который составляет разницу между объемом обеспечения по РЕПО и объемом привлеченного займа.
- Коэффициент корректировки по запасам определяется в зависимости от ликвидности запаса и скорости его оборачиваемости. К ликвидным запасам Агентство относит, как правило, биржевые товары. Более высокая скорость оборачиваемости запасов обычно свидетельствует об их востребованности в производственном цикле компании и приводит к более высокому коэффициенту корректировки. Низколиквидные запасы могут быть не востребованы ни самой компанией, ни на рынке и учитываться по ценам, существенно отличающимся от цен рынка, что приводит к более низким коэффициентам корректировки их балансовой стоимости.

2.1.2. Качественная оценка ликвидности

Алгоритм оценки

Анализируется политика компании в части заимствований, дивидендных выплат, платежной дисциплины. Балл за качественную оценку ликвидности определяется на основании таблицы ниже. В таблице знаком «+» отмечены параметры, соответствие которым необходимо для получения указанного балла. Несоответствие хотя бы одному из приведенных в таблице требований ограничивает оценку меньшим баллом.

Таблица 17. Алгоритм оценки фактора «Качественная оценка ликвидности»

№	Качественная оценка ликвидности	-1	-0,5	0	0,5	1
1	Компания проводит достаточно консервативную политику размещения временно свободных денежных средств как с точки зрения качества контрагентов, так и с позиции объемов. Политика управления ликвидностью оценивается как осмотрительная и стабильная.					+
2	Дивидендные выплаты предсказуемы. Может быть утверждена дивидендная политика (в том числе в формате акционерного соглашения), она соблюдается на протяжении последних трех лет, изменения в нее вносятся не чаще одного раза в год. Не допускались выплаты дивидендов на фоне слабых финансовых метрик компании, превышающих распределение остаточного денежного потока.				+	+
3	Компания не практикует выдачу займов связанным сторонам (за периметр консолидации группы) на нерыночных условиях, негативно влияющую на ее финансовую устойчивость.				+	+
4	Компания выполняет ковенанты по существенным суммам долга, ИЛИ ковенанты незначительно нарушены, но получен вейвер, ИЛИ		+	+	+	+

	ковананты нарушены, но Агентство ожидает, что в ближайшем будущем нарушение ковенант будет устранено.					
5	График погашения долгового портфеля:					
	- без пиков ²⁶ погашений					+
	- без пиков погашений на горизонте двух лет				+	+
	- без пиков погашений на горизонте года			+	+	+
6	Публичный долг (если есть) не котируется с существенным дисконтом от номинальной стоимости					+
7	Высокая диверсификация непроектных источников фондирования (не более 40 % портфеля на одного кредитора ²⁷ или объем долга составляет не более двух EBITDA ²⁸ на одного кредитора).				+	+
8	Нет риска отказа в предоставлении новых средств или средств для рефинансирования долга в силу финансового состояния компании, ее деловой репутации, конкурентных позиций и так далее.		+	+	+	+

2.2. Долговая нагрузка

Цель анализа

Определить риски компании, связанные со способностью компании обслуживать свои долговые обязательства. Высокая степень покрытия долга денежными потоками компании и финансовыми активами оказывает положительное влияние на уровень рейтинга. Недостаточность операционных денежных потоков или финансовых активов для выплат по долгу оценивается Агентством в качестве фактора риска.

Для оценки фактора «Долговая нагрузка» используются следующие основные показатели:

Таблица 18. Порядок расчета показателей фактора «Долговая нагрузка».

Показатель	Определение	Формула расчета
EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation / Amortization / Depletion)	Операционный доход до процентов по долгу, выплаты налога на прибыль, амортизации, переоценок и разовых операций	Прибыль до налогообложения + процентные расходы ²⁹ - проценты и другие финансовые доходы полученные + амортизация основных средств / НМА

²⁶ К пикам погашений Агентство относит плановые погашения долга (в том числе все оферты по облигациям), которые превышают [FFO – Capex Maint.] за год (подход к расчету FFO указан в факторе «Долговая нагрузка»). Если, по мнению Агентства, задолженность будет рефинансирована, то она не рассматривается в качестве пиковой. Суждение о возможности рефинансирования принимается на основании всей имеющейся информации: например, для займов и кредитов во внимание принимается условный рейтинговый класс потенциального кредитора – он должен быть не ниже ruBBB, для облигаций – стабильность на финансовых рынках и так далее.

Если осталось менее шести месяцев до пикового погашения долга, однако при этом компания не предоставила Агентству доказательств того, что долг будет рефинансирован (например, письмо о намерениях с кредитором, договор с андеррайтером на выпуск облигаций), то «Эксперт РА» полагает, что компания этот долг не рефинансирует.

²⁷ Один облигационный выпуск или один синдицированный заем/кредит приравнивается к одному кредитору.

²⁸ Если EBITDA отрицательная, презюмируется долговая нагрузка в 99 EBITDA.

²⁹ При методе начисления в качестве процентов учитываются также дисконты, появившиеся при заимствовании.

		<p>- положительная курсовая переоценка</p> <p>+ отрицательная курсовая переоценка</p> <p>- положительная переоценка активов</p> <p>+ отрицательная переоценка активов</p> <p>- выплаты по лизингу в части, не капитализированной в долг</p> <p>+ / - аналитические корректировки АО «Эксперт РА»³⁰</p>
Capex Maint.	Поддерживающие затраты на капитальное строительство / приобретение основных средств и НМА	Соответствующая строка из потоков от инвестиционной деятельности в отчете о движении денежных средств, уменьшенная на капитальные затраты на развитие ³¹
FFO – Capex Maint.	EBITDA, уменьшенная на поддерживающие капиталовложения, начисленные проценты и уплаченный налог на прибыль	[FFO – Capex Maint.] = EBITDA – Capex Maint. – % % – Tax ³¹
Долг	<p>+ долговая нагрузка компании с учетом начисленных процентов по данным бухгалтерского баланса на отчетную дату (заемные средства за вычетом квазикапитала³²),</p> <p>+ капитализированный лизинг,</p> <p>+ пенсионные и медицинские обязательства перед работниками, которые нельзя отменить, уменьшенные на величину созданных под них активов,</p> <p>+ выданные гарантии и поручительства, скорректированные на вероятность выплат по ним,</p> <p>- долгосрочные финансовые активы и активы, классифицированные «для продажи», скорректированные на возможное обесценение,</p>	

³⁰ Устраняется влияние прочих единоразовых событий, влияющих на финансовый результат (например, получение возмещения от страховой компании или расходы, связанные с судебными издержками). В случае учета пенсионных и медицинских расходов в операционных расходах такие расходы нужно удалить для избегания двойного счета (одновременно с процентными расходами по пенсионным и медицинским обязательствам).

³¹ В поддерживающие затраты включаются как затраты на поддержание текущих основных средств и редевелопмент, так и на замену выбывающих мощностей. По РСБУ строка 4221 «Платежи в связи с приобретением, созданием, модернизацией, реконструкцией и подготовкой к использованию основных средств».

³² Квазикапитал – это заемные инструменты, обладающие характеристиками собственного капитала, например, не имеющие обеспечения, жесткого графика погашения, а также имеющие субординированный характер. Как правило, кредитором по таким обязательствам является связанная с компанией сторона. Подтверждением субординации обязательств помимо кредитного договора с соответствующим условием могут быть:

- сроки предоставления кредита, превышающие горизонт от одного года, и сроки по внешним заимствованиям;
- финансирование предоставлено на более выгодных условиях (по ставке, условиям пролонгации), чем прочие обязательства;
- отсутствие финансовых и нефинансовых ковенантов по таким обязательствам.

К квазикапиталу не могут быть отнесены банковские кредиты, не имеющие условия субординации.

	<p>уменьшенные на величину связанных обязательств, еще не учтенных при расчете долга,</p> <p>- / + аналитические корректировки, связанные с неотраженными в балансе обязательствами (например, с возможными выплатами по решению суда или в связи с докапитализацией компании, которая не отражена в отчетности на отчетную дату), избыточными активами (при избыточном ЧОК (чистом оборотном капитале)) или недостаточным чистым оборотным капиталом (ЧОК), корректировки внешнего долга связанных компаний³³, реализующих проекты ГЧП, при условии, что соглашение ГЧП предполагает полное возмещение расходов концедентом (в т.ч. всех инвестиций в проект) в случае досрочного расторжения соглашения ГЧП, а также отсутствия каких-либо форм регрессного требования к объекту рейтинга / компаниям Группы (риск отвлечения финансовых ресурсов объекта рейтинга для погашения обязательств, вытекающих из соглашения ГЧП, оценивается как крайне низкий).</p>
% %	<p>+ начисленные процентные расходы по телу долга за вычетом величины субсидий,</p> <p>+ начисленные проценты по капитализированному лизингу,</p> <p>+ начисленные процентные расходы по всем пенсионным и медицинским обязательствам перед работниками³⁴</p>
Чистый оборотный капитал (ЧОК)	<p>+ дебиторская задолженность любой срочности, скорректированная на вероятность ее возврата (правила корректировки на качество активов описаны в таблице «Коэффициенты корректировки активов»),</p> <p>+ запасы, скорректированные на вероятное обесценение (правила корректировки на качество активов описаны в таблице «Коэффициенты корректировки активов»),),</p> <p>+ денежные средства и краткосрочные финансовые активы, скорректированные на вероятность их возврата (правила корректировки на качество активов описаны в таблице «Коэффициенты корректировки активов»)³⁵, кроме средств на счетах эскроу у девелоперских компаний, на которые уменьшен долг,</p> <p>- кредиторская задолженность вне зависимости от срочности ее оплаты,</p> <p>- краткосрочные обязательства, которые необходимо оплатить, не являющиеся долгом или кредиторской задолженностью (например, налоговые обязательства)</p>

³³ Агентство консервативно учитывает расходы по обслуживанию долга, связанного с выполнением обязательств по соглашению ГЧП, в составе процентных расходов объекта рейтинга на инвестиционной стадии. При расчете прочих финансовых показателей объекта рейтинга поток от деятельности связанных компаний, вовлеченных в проект ГЧП, учитывается за вычетом расходов на обслуживание собственных долговых обязательств этих компаний.

³⁴ Агентство оставляет за собой право учесть финансовые доходы в уменьшение процентных расходов или увеличить на них EBITDA для расчета факторов раздела «Долговая нагрузка», если эти доходы надежно прогнозируемы и оцениваемы.

³⁵ Остатки средств на счетах для операций с деривативами и дебиторская / кредиторская задолженность, сформированная ими, не учитываются, если эти деривативы используются исключительно для хеджирования в рамках текущей деятельности, и компания хеджирует свои доходы или расходы в объеме не более чем на шесть месяцев операционной деятельности.

LTV (Loan-to-Value)	Объем долга, разделенный на стоимость недвижимости, используемой для ведения этого бизнеса, по оценке Агентства	Долг / основные средства ³⁶
СК / Активы	Собственный капитал компании, определенный по отчету о ее финансовом положении, деленный на стоимость всех активов компании по отчету о ее финансовом положении	Собственный капитал компании / активы компании

Детали расчета некоторых показателей приведены в следующих пунктах.

В случае если у компании можно выделить более одного вида бизнеса (отраслевого сегмента) с весом более 20 % в EBITDA,³⁷ то оценку фактора (или группы факторов), зависящего от отрасли, Агентство осуществляет на основе оценки данного фактора по отдельности для каждого сегмента. Оценки взвешиваются с учетом доли сегмента в бизнесе компании³⁸ либо на основе расчета индивидуального бенчмарка для компании из данных по отраслевым бенчмаркам, взвешенным с учетом доли сегмента в бизнесе компании.

2.2.1. Общий уровень долговой нагрузки

Алгоритм оценки

В рамках оценки долговой нагрузки компании Агентство оценивает, находится ли общий объем долга компании в пределах размеров, которые она может обслуживать с учетом возможностей рефинансирования. Для этого в числителе показателя долговой нагрузки учитываются все составляющие долга, начиная от краткосрочных обязательств компании до долгосрочных и забалансовых обязательств, уменьшенных на активы, которые, по оценке Агентства, не требуются для ведения бизнеса и могут быть реализованы для покрытия части обязательств без ущерба для операционных результатов компании. Сумма долговых обязательств соотносится с операционным результатом компании, очищенным от однократных событий, и со свободным денежным потоком.

Формулы расчета

Таблица 19. Веса показателей фактора «Общий уровень долговой нагрузки».

Показатель	Веса показателей для оценки фактора, %
$\frac{\text{Долг}}{\text{EBITDA}}$	50

³⁶ По МСФО сдаваемая в аренду недвижимость может быть классифицирована иначе, чем основные средства. Например, как инвестиционная собственность или доходные вложения.

³⁷ Если у компании нет таких сегментов, то расчет осуществляется по трем крупнейшим сегментам.

³⁸ Для взвешивания доли бизнеса Агентство может использовать данные по EBITDA сегментов, взвесив их по отраслевым EV/EBITDA. Агентство может оценить долю по усредненным значениям за три последних года или по усредненным значениям за анализируемый при оценке факторов «Долговая нагрузка» и «Рентабельность» период, если EBITDA за последний год одного из сегментов сильно отличается от значений прошлых трех лет или прогнозных лет, соответственно.

Enterprise value (EV) = [Долг + Акционерный капитал компании по рыночной оценке].

Долг <i>FFO – Capex Maint.</i>	50 ³⁹
-----------------------------------	------------------

Для расчета показателей Агентство использует как фактически завершившиеся отчетные периоды, так и прогнозные периоды с равным весом. Правила расчета и количество прогнозных периодов указаны в таблице ниже и далее по тексту.

Таблица 20. Правила расчета показателей фактора «Общий уровень долговой нагрузки».

Правила расчета обоих показателей	Динамические веса по умолчанию ⁴⁰
Числитель на последнюю квартальную дату, знаменатель за последние завершившиеся четыре квартала	1/3
Числитель на дату за четыре квартала до последней квартальной даты, знаменатель за четыре квартала, предшествующие дате, на которую определен числитель	1/3
Числитель на дату через четыре квартала от текущей последней квартальной даты (прогнозное значение), знаменатель за последующие четыре квартала от последней квартальной даты (прогнозное значение)	1/3

Количество прогнозных периодов, за которые рассчитываются показатели, зависит от оценки фактора «Стратегическое обеспечение»:

- При оценке фактора, равной 1, минимальное количество прогнозных периодов составляет 2 года.
- При оценке фактора «Стратегическое обеспечение», отличной от 1, максимальный прогноз составляет 1 год. В случае, если заданное количество прогнозных периодов не отражает реальной картины бизнеса, при наличии обоснования допускается установление прогнозного периода вне зависимости от оценок фактора «Стратегическое обеспечение» (например, в условиях макроэкономической нестабильности финансовые показатели компании волатильные, либо возникает потребность учитывать негативную динамику компании на более широком горизонте планирования).

Показатель «долг» в перечисленных коэффициентах, как правило, включает в себя капитализированные платежи по договорам лизинга и аренды в соответствии со стандартом МСФО 16. При этом в определенных случаях, например в отрасли «розничная торговля», Агентство может не учитывать эти платежи в составе долга, если их экономическая сущность близка к операционным затратам (например, гибкость управления платежами, невысокие затраты на досрочное расторжение договоров аренды) или же учитывать в соответствии с иными принципами капитализации, чем заложены в отчетности МСФО. В случае осуществления этих корректировок расчет EBITDA также приводится в соответствие с обновленным расчетом долга.

³⁹ Если компания относится к некапиталоемкой отрасли, вес показателя Долг / [FFO - CapexMaint,] составит 30% с одновременным повышением веса Долг / EBITDA до 70%.

⁴⁰ В случае если в бизнесе произошли существенные изменения (например, изменился периметр консолидации), и исторические данные оказываются нерелевантными, то прошлый год (или годы), как правило, не влияет на оценку долговой нагрузки, при этом используется отчетность только последнего отчетного года или pro-forma отчетности последнего года. Агентство может увеличить прогнозный период не более чем на четыре года, если ожидается существенное изменение в долговой нагрузке (например, из-за роста долга в связи с осуществлением крупных инвестиций; в связи с ожидаемыми изменениями в ценах на товары в циклических отраслях; в связи с ожиданиями существенного сокращения долговой нагрузки).

Например, в случае исключения из расчета объема долга арендных обязательств соответствующим образом корректируется амортизация и процентные платежи, используемые при расчете EBITDA, что приведет к сокращению показателя.

Агентство оценивает существенность пенсионных и медицинских обязательств. В случае если одна или несколько групп этих обязательств признаются несущественными с учетом масштабов бизнесов компании, то эти обязательства и соответствующие им расходы не учитываются в расчете показателя «долг» и EBITDA.

Агентство может учесть в показателе «долг» обязательства по регрессному факторингу, если, по мнению Агентства, есть высокая вероятность неоплаты дебиторской задолженности перед фактором.

Агентство может вычесть из суммы долга долгосрочные финансовые активы и активы, классифицированные как «для продажи», если финансовый результат от этих активов не учитывается в отчете о финансовых результатах (до прибыли и до налогообложения), и компания рассчитывает погасить часть долга за счет продажи этих активов. Агентство при наличии возможности использует рыночные (или ожидаемые) оценки стоимости этих активов с учетом корректировок на вероятное обесценение / возврат. Коэффициенты корректировки для активов приведены в таблице «Коэффициенты корректировки активов».

Для компаний / групп компаний, использующих счета эскроу для аккумулирования денежных средств клиентов, объем проектного долга уменьшается на объем средств, находящихся на таких счетах в пределах сумм долга по этим проектам, если одновременно выполняются следующие условия:

- нет оснований полагать, что проект не будет завершен компанией в плановый срок;
- срок погашения проектного кредита не ранее чем плановый срок раскрытия эскроу-счетов.

Для арендного бизнеса Агентство может скорректировать оценку общей долговой нагрузки максимум на 1 балл в случае, если оценка по параметру LTV на последнюю отчетную дату существенно отличается от оценки долговой нагрузки. Бенчмарки для оценки долговой нагрузки по параметру LTV приведены ниже. Непрерывная линейная оценка.

Таблица 21. Оценка LTV фактора «Общий уровень долговой нагрузки».

Показатель	-1	1
Loan-to-value (LTV)	$\geq 0,6$	$\leq 0,2$

Для застройщиков жилой недвижимости Агентство может скорректировать оценку долговой нагрузки максимум на 1 балл в случае, если оценка по параметру СК / активы на последнюю отчетную дату существенно отличается от оценки общей долговой нагрузки. При этом размер СК определяется с учетом рыночной цены земельных участков, а активы, в возвратности которых у Агентства имеются сомнения, учитываются с соответствующим дисконтом. Бенчмарки для оценки долговой нагрузки по параметру СК / активы приведены ниже, оценка – непрерывная линейная.

Таблица 22. Оценка СК/активы фактора «Общий уровень долговой нагрузки».

Показатель	-1	1
СК / активы, %	≤ 5	≥ 20

При оценке долговой нагрузки инфраструктурных компаний, реализующих проекты с нестандартными параметрами (например, инфраструктура с очень длинным сроком окупаемости), Агентство может скорректировать оценку не более чем на 1 балл.

Показатели Долг / EBITDA, Долг / [FFO – Capex Maint.] оцениваются по бенчмаркам, указанным в соответствующем разделе методологии, оценка – непрерывная линейная. В случае если EBITDA или [FFO – Capex Maint.] за конкретный год является отрицательной величиной, то нагрузка по соответствующему показателю за этот год презюмируется на уровне максимального бенчмарка, умноженного на два. В случае, если долг компании равен 0, фактор оценивается на 1.

2.2.2. Общий уровень процентной нагрузки

Наряду с общим уровнем долговой нагрузки Агентство оценивает запас прочности компании по выплате процентных расходов. Для этого соотносится операционный результат компании с ее процентными расходами.

Формула расчета

Таблица 23. Правила взвешивания и веса показателей фактора «Общий уровень процентной нагрузки».

Показатель	Правила взвешивания показателя	Динамические веса по умолчанию ⁴¹
$\frac{EBITDA}{\% \%}$	Числитель и знаменатель за последние завершившиеся четыре квартала	1/3
	Числитель и знаменатель за четыре квартала, предшествующие последним четырем завершившимся кварталам	1/3
	Числитель и знаменатель за четыре квартала от последней квартальной даты (прогнозные значения)	1/3

Процентные расходы включают в себя начисленные проценты вне зависимости от способа их учета в отчете о прибылях и убытках.

Процентные расходы могут учитываться без уменьшения на размер субсидий процентной ставки, если такие субсидии носят краткосрочный характер, и могут быть учтены полностью или частично по приведенной далее формуле, если субсидии носят длительный характер:

[Число лет субсидирования] / 30 x [Размер субсидии].

Начисленные процентные расходы по пенсионным и медицинским обязательствам учитываются, только если соответствующие обязательства учитываются в показателе «долг».

Агентство может учесть процентные расходы по долгам, за которые поручилась компания, если поручительство было учтено в показателе «долг».

Агентство может учесть процентные расходы по отрицательному оборотному капиталу, исходя из средней стоимости привлечения заемных средств компанией, если дефицит оборотного капитала был учтен в показателе «долг».

Периоды, за которые анализируется показатель, и их веса совпадают с периодами из фактора «Общий уровень долговой нагрузки».

⁴¹ В случае если в бизнесе произошли существенные изменения (например, изменился периметр консолидации), и исторические данные оказываются нерелевантными, то прошлый год (или годы), как правило, не влияет на оценку долговой нагрузки, при этом используется отчетность только последнего отчетного года или pro-forma отчетности последнего года.

Показатель процентной нагрузки оценивается по бенчмаркам, указанным в разделе с отраслевыми бенчмарками, оценка – непрерывная линейная. В случае если EBITDA за конкретный год отрицательная, то процентная нагрузка за этот год презюмируется равной половине от минимального бенчмарка. В случае, если процентные расходы равны 0, фактор оценивается на 1.

2.3. Рентабельность

Цель анализа

Определить способность компании показывать высокие операционный и финансовый результаты. Положительное влияние на уровень рейтинга оказывают высокая операционная рентабельность и свободный денежный поток, зарабатываемые компанией. Низкая эффективность бизнеса компании является существенной угрозой как для возможности обслуживать долговые обязательства в будущем, так и для рефинансирования обязательств.

Формулы расчетов показателей рентабельности

Таблица 24. Веса показателей для оценки фактора «Рентабельность».

Показатель	Формула	Веса показателей для оценки фактора, % ⁴²
Рентабельность по EBITDA (EBITDA margin)	$\frac{EBITDA}{\text{Выручка}}$	50
Рентабельность по FCF (FCF margin)	$\frac{FFO - \text{Capex Maint.}}{\text{Выручка}}$	50

Таблица 25. Правила взвешивания показателей фактора «Рентабельность».

Правила взвешивания обоих показателей	Динамические веса по умолчанию ⁴³
Числитель и знаменатель за последние завершившиеся четыре квартала	1/3
Числитель и знаменатель за четыре квартала до последней квартальной даты	1/3
Числитель и знаменатель за четыре квартала от последней квартальной даты (прогнозные значения)	1/3

Оценивая выручку, Агентство может скорректировать значения отдельных лет для вычета двойных оборотов или приведения выручки к сопоставимости с выручкой аналогичных компаний.

Для отдельных отраслей Агентство оценивает также показатель отношения EBITDA или выручки к натуральному показателю за прошедшие три года на основании отраслевых

⁴² Если компания относится к некапиталоемкой отрасли, вес показателя [FFO – Capex Maint.] / Выручка составит 30% с одновременным повышением веса EBITDA / Выручка до 70%.

⁴³ В случае если в каком-то из бизнесов произошли существенные изменения, и исторические данные оказываются нерелевантными, то количество лет оценки уменьшается до пределов релевантного периода. В случае приобретения бизнеса может быть использована его прошлая отчетность до даты приобретения.

сопоставлений (например, для энергетических компаний – EBITDA/Мегаватт установленной мощности, для торговой коммерческой недвижимости – выручка на кв. м). Если такая оценка существенно отличается от оценки по EBITDA margin, то Агентство корректирует оценку рентабельности не более чем на 0,5 балла.

В случае если у компании можно выделить более одного вида бизнеса, используется алгоритм расчета оценки, приведенный в факторе «Долговая нагрузка».

Временные периоды, за которые анализируются показатели, и их веса совпадают с периодами из фактора «Общий уровень долговой нагрузки».

Показатели рентабельности оцениваются по бенчмаркам, приведенным в разделе с отраслевыми бенчмарками, оценка – непрерывная линейная.

2.4. Подверженность рыночным рискам

Цель анализа

Оценить степень подверженности деятельности компании рыночным рискам, в т.ч. валютному и процентному рискам.

Валютный риск возникает, когда активы компании и привлеченные средства, либо выручка и расходы, либо долги и выручка номинированы в разных валютах, а инструменты хеджирования при этом не используются. Отсутствие диспропорций в разрезе по валютам во входящем и исходящем денежных потоках, а также активах и обязательствах оказывает положительное влияние на уровень рейтинга. Аналогично положительно на уровень рейтинга влияет соответствие валюты долга и выручки. Наличие инструментов хеджирования валютных рисков в случае наличия открытого валютного риска оказывает положительное влияние на уровень рейтинга. Существенный дисбаланс рассматривается как риск, который может внезапно реализоваться в виде убытков для компании и привести либо к росту долга, либо к ухудшению операционных результатов, что повлечет за собой разрывы в ликвидности и / или рост долга.

Цены на производимые / потребляемые сырьевые товары характеризуются сильной волатильностью, что может резко ухудшить маржинальность бизнеса компании. Компания может страховать эти риски через инструменты хеджирования. Хеджирование с использованием фьючерсов, форвардов, свопов на суммы соответствующих статей за более длительные сроки или наличие коротких позиций в опционах приводит к появлению риска крупного маржин-колла в случае резких изменений цен на рынке, который компания не сможет покрыть за счет временного привлечения долга и операционных результатов на горизонте до года. В этом случае даже благоприятные изменения цен для компании могут нанести существенный вред ее кредитоспособности.

Наличие у компании забалансовых обязательств и производных финансовых инструментов (вместе именуемых ПФИ), не являющихся страховкой для операционной маржи или валюты долга / финансовых активов, обычно не свойственно нефинансовым компаниям. Агентство соотносит эти обязательства с капиталом компании и оценивает их только с точки зрения величины возможных убытков.

Изменение процентных ставок на рынке обычно влияет на финансовые результаты компаний с лагом во времени благодаря постепенному рефинансированию обязательств в портфеле. Однако компании могут использовать обязательства с плавающей процентной ставкой, что в больших масштабах сделает их уязвимыми к резким изменениям процентных ставок на рынке. Такие изменения могут оказать существенное негативное влияние на кредитное качество.

Таблица 26. Критерии оценки фактора «Подверженность рыночным рискам».

Баллы	Критерии
-------	----------

1	Большая ⁴⁴ часть потоков компании, а также активов и обязательств номинирована в одной валюте, валютный риск фактически отсутствует.
0,5	Имеется дисбаланс выручки и затрат, долга и выручки или активов и обязательств, которые номинированы в разных валютах, однако Агентство не ожидает, что потенциальное падение рентабельности из-за изменения курса приведет к значимому росту долговой нагрузки. Валютный долг полностью обеспечен валютными поступлениями, или имеет место эффективное хеджирование.
0	Имеется дисбаланс выручки и затрат, долга и выручки или активов и обязательств, которые номинированы в разных валютах при отсутствии хеджирования, и (или) валютный долг не полностью обеспечен валютными поступлениями при отсутствии хеджирования, при этом Агентство не ожидает реализации валютного риска для компании.
-0,5	Имеется дисбаланс выручки и затрат, долга и выручки или активов и обязательств, которые номинированы в разных валютах при отсутствии хеджирования, и (или) валютный долг не полностью обеспечен валютными поступлениями при отсутствии хеджирования, при этом Агентство допускает реализацию валютного риска для компании.
-1	Имеется дисбаланс выручки и затрат, долга и выручки или активов и обязательств, которые номинированы в разных валютах при отсутствии хеджирования, и (или) валютный долг не полностью обеспечен валютными поступлениями при отсутствии хеджирования, при этом, по мнению Агентства, вероятность реализации валютного риска для компании высокая.

Хеджирование балансовых показателей учитывается, только если срочность инструмента совпадает со срочностью соответствующего актива / обязательства, и контрагент имеет условный рейтинговый класс не ниже ruBBB. Хеджирование потоковых показателей учитывается, только если объем страхования не превышает объема выручки или соответствующих затрат за шесть месяцев, и контрагент имеет условный рейтинговый класс не ниже ruBBB.

Эффективное хеджирование, по мнению Агентства, позволяет существенно снизить рыночный риск по объекту хеджирования.

При оценке фактора Агентство принимает во внимание фактическое влияние изменений валютных курсов на цены продаж и/или закупок. Например, формально рублевые цены на продукцию на внутреннем рынке могут на практике в значительной степени определяться ценами на аналогичную продукцию на зарубежных рынках, номинированными в иностранной валюте. В этом случае обесценение курса рубля может приводить к росту формально рублевых цен на продукцию.

При наличии контрактов на большой объем закупок с валютной привязкой с контрагентом с условным рейтинговым классом не ниже ruBBB оценка за валютный риск может быть скорректирована Агентством на 0,5 балла в зависимости от понижающего / повышающего эффекта на валютный риск.

Если номинальные позиции (размер обязательства) в спекулятивных ПФИ составляют более 50 % от рыночной оценки собственного капитала компании, то Агентство корректирует оценку вниз не более чем на 1 балл (итоговая оценка не ниже -1).

ПФИ считаются не хеджирующими в том случае, если:

- объем валютной позиции в ПФИ превышает объем страхуемого долга в соответствующей валюте,
- объем валютной позиции в ПФИ превышает объем выручки или соответствующих затрат за шесть месяцев, в объемах, на которые ПФИ их превышают. Если ПФИ не

⁴⁴ Под «большей» частью потоков/активов/обязательств в одной валюте понимается доля на уровне не менее 80% (например, валютная составляющая в общем объеме доходов не превышает 20%).

связан со страхованием какого-либо обязательства или денежного потока, или контрагент по ПФИ имеет условный рейтинговый класс ниже ruBBB, он признается не хеджирующим в полном объеме номинальной позиции.

Рыночная оценка капитала – рыночная оценка акционерного капитала, а для непубличных компаний – оценка по среднеотраслевому мультипликатору EV / EBITDA или по отчету оценщика.

Если компания использует обязательства с плавающей процентной ставкой, то Агентство может скорректировать оценку рыночного риска вниз на 0,5 балла за объем такого долга более чем 1 годовая EBITDA, и на 1 балл за объем такого долга более чем 2 годовые EBITDA (итоговая оценка при этом не ниже -1).

3. Корпоративные риски

Оценка раздела корпоративных рисков определяется на основании оценок следующих факторов:

- структура собственности и структура группы;
- качество управления;
- степень транспарентности;
- стратегическое обеспечение;
- качество риск-менеджмента.

Оценка корпоративных рисков может быть произведена на уровне группы компаний. Для группы компаний анализ может быть проведен на основании оценки ее ключевых бизнес-единиц.

3.1. Структура собственности и структура группы

Цель анализа

Оценить вероятность конфликтов между собственниками, которые могут привести к ухудшению кредитоспособности компании, а также выявить признаки заинтересованности (отсутствия заинтересованности) собственников в поддержке компании. Негативно оцениваются запутанная и сложная структура группы, высокие риски смены контролирующего акционера / участника, если это, по мнению Агентства, может привести к сбою в оперативном управлении компанией.

Алгоритм оценки

Изначально оценка фактора составляет 1. Она корректируется при выявлении оснований, указанных в таблице.

Таблица 27. Корректировки фактора «Структура собственности и структура группы».

Корректировка	Размер корректировки
Имеются основания полагать, что раскрытые компанией бенефициары не являются конечными выгодоприобретателями / непрозрачная структура собственности компании (группы) / Агентству не раскрыты конечные бенефициары компании.	От 0,5 до 1,5 (в зависимости от степени риска, вызванного непрозрачностью компании (группы))
Конфликты между собственниками объекта рейтинга, если эти конфликты оказывают или могут оказать негативное влияние на кредито- и конкурентоспособность компании (например, создать риск затруднения управления компанией через блокировку работы совета директоров, привести к срыву планов по увеличению капитала компании и так далее).	От 0 до 2 (в зависимости от оценки потенциального негативного влияния на платежеспособность компании)
В капитале компании присутствуют бенефициары, репутация которых оценивается негативно (критерий может быть оценен с учетом подтвержденных планов по изменению структуры собственности на горизонте шести месяцев). Примерами негативной деловой репутации собственников могут быть уголовное преследование собственников компании, вывод активов собственниками, наличие исполнительных производств в отношении собственников.	От 0 до 2 (в зависимости от доли таких бенефициаров в капитале компании и оценки их потенциального)

	негативного влияния на деятельность компании)
Отсутствие собственника с долей свыше 25 % в капитале компании, если это затрудняет увеличение ее капитала и оперативное принятие акционерных решений.	От 0,5 до 1
Обременение акций (долей) владения компанией, если это влечет повышенный риск смены контролирующего собственника и сбоев в оперативном управлении компанией.	От 0,5 до 1,5
Если в силу каких-либо причин (например, процедура банкротства в отношении собственника или уголовное преследование, смерть собственника-ФЛ, публичная информация о неисполнении собственником своих финансовых обязательств, запутанная структура собственности и так далее) существует высокая вероятность невозможности реализовать свое право распоряжения долями в капитале / акциями компании лицом, контролирующим больше 25 % ее капитала.	От 0,5 до 2
Невысокий финансовый потенциал ключевого собственника ⁴⁵ что, по мнению Агентства, может привести к ухудшению финансового положения компании.	От 1 до 2
Сложная непрозрачная и / или закольцованная структура собственности, наличие большого количества номинальных веток контроля / номинальных акционеров, наличие в структуре собственности трастов, штихтингов или иных форм отделения юридического контроля бенефициаров от группы, наличие иных обстоятельств, создающих, по оценке Агентства, корпоративные риски, ИЛИ отсутствие юридического контроля консолидирующей компании группы над значимыми ⁴⁶ активами (такие активы могут консолидироваться в МСФО по сужденческим основаниям, например наличие опционов на их выкуп у группы или наличие общего контроля у конечного бенефициара над этими компаниями и группой и так далее), ИЛИ Агентство оценивает объем операций со связанными сторонами как существенный / избыточный, что повышает риски нерепрезентативности отчетности компании,	От 0 до 2

⁴⁵ Агентство оценивает финансовый потенциал как невысокий у компаний с условным рейтинговым классом на уровне ruBB- и ниже или условный рейтинговый класс которых определить не представляется возможным, а у физических лиц в случае наличия у них финансовых затруднений, большого объема задолженности или выданных поручительств и в других случаях, свидетельствующих о возможности у собственника ухудшить кредитоспособность компании.

⁴⁶ Значимость активов определяется на основании экспертного суждения (например, актив может быть признан значимым, если он является балансодержателем лицензии или нематериального актива, без которого работа бизнеса невозможна).

ИЛИ	
существенная доля всех или отдельных активов группы юридически не находится под контролем группы по цепочкам владения.	

При анализе фактора Агентство принимает во внимание акционерные соглашения между собственниками компании и определяет их доли с учетом фактического распределения прав на акции. Также акционерное соглашение может рассматриваться в качестве фактора, способного нивелировать конфликты между собственниками (например, включает процедуры решения спорных ситуаций).

Корректировки:

- Балл может быть повышен максимально на 0,5 (итоговая оценка не выше 1), если контролирующим собственником является орган федеральной / региональной / муниципальной власти с условным рейтинговым классом выше, чем у компании, и при этом не планируется приватизация акций / долей компании, и собственник проявляет высокую заинтересованность в поддержке компании (например, путем увеличения капитала, административным ресурсом и так далее).
- Балл может быть повышен на 0,5 (итоговая оценка не выше 1), если одним из собственников с долей более 10 % выступает международный финансовый институт / фонд с хорошей деловой репутацией (например, ЕБРР), и Агентство не располагает информацией о планах продажи этих акций / долей.

3.2. Качество управления

Цель анализа

Определить риски компании, связанные с качеством управления. По мнению Агентства хорошее корпоративное управление, как правило, не может привести к слабому операционному и финансовому позиционированию по сравнению с сопоставимыми компаниями.

Алгоритм оценки

Анализируются структура органов управления, их компетентность, практика принятия решений в компании на уровне совета директоров и менеджмента. Оценка фактора определяется на основании оценки следующих субфакторов:

- эффективность деятельности совета директоров (вес 60 %);
- эффективность операционного управления (40 %).

Оценка корпоративного управления может быть проведена на уровне группы компаний.

Каждый из субфакторов оценивается по чек-листу с учетом экспертных корректировок оценок. Оценка фактора получается путем взвешивания оценок субфакторов. К ней также могут быть применены корректировки.

Балл за эффективность совета директоров определяется на основании таблицы ниже. В ней знаком «+» отмечены параметры, соответствие которым необходимо для получения указанного балла. Несоответствие хотя бы одному из приведенных в таблице требований ограничивает оценку меньшим баллом.

Таблица 28. Алгоритм оценки эффективности деятельности совета директоров.

№	Эффективность деятельности совета директоров	-1	-0,5	0	0,5	1
1	В компании действует совет директоров (СД).		+	+	+	+

2	Численность СД соответствует сложности организационной структуры компании, но не превышает 15 человек.				+	+
3	Состав СД стабилен либо подвержен минимальным изменениям.				+	+
5	Компетенции большинства членов СД не вызывают сомнений (члены СД имеют профильное высшее образование и (или) обладают, по оценке Агентства, достаточным релевантным опытом работы).			+	+	+
6	В состав СД входят независимые директора ⁴⁷ .					+
7	Отсутствуют признаки формального функционирования совета директоров. В числе прочего о формальном функционировании могут свидетельствовать принятие решений по значимым вопросам в рамках компетенции совета директоров без проведения его заседаний либо практика заочных заседаний, крайне редкие заседания СД, голосование по доверенности, распространенное голосование без расхождения мнений участников совета директоров (единогласное голосование, зафиксированное в протоколах заседаний) и так далее.			+	+	+
8	Отсутствует концентрация принятия решений на одном ключевом сотруднике.		+	+	+	+

Возможные корректировки оценки субфактора:

- Балл может быть понижен на 0,5, если выплата и размер вознаграждений членов СД не зависят от результатов деятельности компании (например, прецеденты существенных выплат для компании, находящейся в плохом финансовом состоянии).

Балл за эффективность операционного управления определяется на основании таблицы ниже. В таблице знаком «+» отмечены параметры, соответствие которым необходимо для получения указанного балла. Несоответствие хотя бы одному из приведенных в таблице требований ограничивает оценку меньшим баллом.

Таблица 29. Алгоритм оценки деятельности исполнительных органов.

№	Деятельность исполнительных органов	-1	-0,5	0	0,5	1
1	В компании сформирован коллегиальный исполнительный орган, избираемый общим собранием акционеров / участников или советом директоров.					+
2	Состав топ-менеджмента компании (правление, единоличный управляющий орган, финансовый директор и так далее) стабилен либо не подвержен частым изменениям.				+	+
3	Уровень полномочий исполнительных органов оценивается как сбалансированный, есть разграничения полномочий в части совершения сделок.			+	+	+
4	Компетенции исполнительных органов не вызывают сомнений (например, члены правления имеют профильное высшее образование и обладают профессиональным опытом не менее трех лет в отрасли деятельности компании).			+	+	+

⁴⁷ Независимый член СД не может являться основным собственником или представлять ключевых собственников, не может (ранее или на текущий момент) занимать должность в правлении, являться сотрудником компании, оказывавшей объекту рейтинга аудиторские, юридические или консультационные услуги.

5	Корпоративное управление не характеризуется чрезмерной концентрацией на ключевой фигуре / фигурах топ-менеджеров (потеря отдельных руководящих сотрудников не приведет к существенному ухудшению операционной деятельности компании).		+	+	+	+
---	---	--	---	---	---	---

Возможные корректировки оценки субфактора:

- Понижающая корректировка (не более 1) применяется, если мотивация топ-менеджмента ориентирована на краткосрочные цели, которые не способствуют долгосрочному укреплению конкурентных позиций компании.

Возможные корректировки оценки фактора «Качество управления»:

- Понижающая корректировка (не более 1) применяется, если, по мнению Агентства, для компании характерен высокий риск конфликта интересов топ-менеджмента, собственников и СД или такой конфликт уже существует.
- Понижающая корректировка (не более 0,5, балл с учетом корректировки не ниже -1) применяется, если выявлены существенные недостатки в организации управления или в бизнес-процессах, затрагивающих критически важные финансовые функции, напрямую влияющие на кредитоспособность компании.
- Балл может быть повышен на 0,5, если ответственность топ-менеджеров застрахована (D&O, Directors and Officers Liability Insurance).

3.3. Степень прозрачности

Цель анализа

Определить риски компании, связанные с уровнем ее прозрачности и раскрытия информации. Позитивно оценивается степень публичности, соответствующая лучшим российским и международным практикам. Высокий уровень информационной прозрачности в части своевременного раскрытия финансовой и нефинансовой информации позволяет контрагентам компании более качественно оценить ее риски, что оказывает положительное влияние на уровень рейтинга. Негативно оцениваются задержки в предоставлении информации по запросам Агентства, поскольку они свидетельствуют о недостатках корпоративного управления и бизнес-процессов. Также негативно оценивается отсутствие аудированной отчетности по МСФО или невысокая репутация аудитора отчетности, на которую в большей степени опирается Агентство при оценке финансовых показателей объекта рейтинга. Отчетность, аудированная компанией, не имеющей признанных позиций, может вызвать сомнения в уровне ее достоверности.

Алгоритм оценки

Балл за степень прозрачности определяется на основании таблицы ниже. В ней знаком «+» отмечены параметры, соответствие которым необходимо для получения указанного балла. Несоответствие хотя бы одному из приведенных в таблице требований ограничивает оценку меньшим баллом.

Таблица 30. Алгоритм оценки фактора «Степень прозрачности».

№	Степень прозрачности	-1	-0,5	0	0,5	1
1	Компания подготавливает и предоставляет Агентству аудированную отчетность по МСФО не менее чем за три					+

	последних года, аудитор при этом имеет хорошую деловую репутацию ⁴⁸ .					
2	Компания подготавливает и предоставляет Агентству аудированную отчетность по МСФО за два последних года.				+	+
3	Компания подготавливает и предоставляет Агентству полугодовую отчетность по МСФО.					+
4	Не обнаружено существенных противоречий в информации (в том числе устной), предоставленной объектом рейтинга, отсутствуют существенные ошибки в отчетности. Мнения участников интервью со стороны компании согласованы по ключевым аспектам деятельности.			+	+	+
5	В аудиторском заключении (по РСБУ и (или) МСФО) аудитор не дал отрицательного заключения / аудитор не отказался от выражения мнения.		+	+	+	+
6	В аудиторском заключении по последней подготовленной отчетности (по РСБУ и (или) МСФО) не содержится значимых оговорок.			+	+	+
7	Не выявлено существенного несоответствия заявленных Агентству планов компании ее реальным действиям (например, по объему планируемых к выпуску облигаций).		+	+	+	+
8	Структура группы, в которую входит объект рейтинга, прозрачна. Это подразумевает понятные центры поступления выручки, отсутствие непрозрачных сделок со связанными сторонами или неясных транзакций между компаниями группы.			+	+	+
9	Компания публикует значительный объем иной (помимо обязательной к раскрытию) значимой информации для оценки кредитоспособности на своем официальном сайте или на сайтах, предназначенных для раскрытия информации эмитентами (например, список аффилированных лиц, бенефициаров компании, информация о существенных фактах, о руководстве компании, о стратегии и так далее).					+
10	Годовая аудированная отчетность подготавливается и раскрывается для неограниченного круга лиц в разумные сроки.				+	+
11	Компания публикует годовой отчет, и руководство демонстрирует свой анализ финансовых результатов компании и публикует натуральные показатели деятельности.					+
12	Не выявлено существенных ошибок в предоставленной информации (анкета и отчетность).		+	+	+	+
13	Компания не допускает существенных задержек в предоставлении информации Агентству.			+	+	+

⁴⁸ Агентство оценивает деловую репутацию на основании известности бренда, отсутствия фактов заверения недостоверной отчетности и приостановления членства в СРО, а также другой информации.

14	Репутация аудитора не вызывает у Агентства сомнений в его профессиональных компетенциях		+	+	+	+
----	---	--	---	---	---	---

Возможные корректировки и ограничения балла:

- В случае если Агентство оценивает объем операций со связанными сторонами как существенный (повышающий риск нерепрезентативности отчетности), то при отсутствии консолидированной отчетности по МСФО максимальная оценка фактора ограничивается уровнем -0,5.
- Оценка фактора устанавливается на уровне -1, если компания не аудировала отчетность ни по РСБУ, ни по МСФО.
- В случае если Агентство вынуждено использовать в анализе отчетность, не являющуюся стандартизированной (например, управленческую или отчетность, специально консолидированную компанией или самим Агентством), то балл за оценку фактора снижается на величину от 0,5 до 1,5 (оценка фактора не ниже -1).
- Оценка фактора может быть повышена максимально на 1 балл, если нераскрытие информации компанией допускается регулирующими органами в целях минимизации санкционного давления.

3.4. Стратегическое обеспечение

Цель анализа

Определить, имеет ли деятельность компании достаточное стратегическое обеспечение, то есть подчинена ли она стратегическим целям (средне- и долгосрочным), и каким образом организован процесс определения этих целей. Отсутствие актуальных стратегических документов⁴⁹ не позволяет Агентству оценить возможности достижения поставленных целей и их влияние на конкурентоспособность компании, а также перспективы ее развития в среднесрочном и долгосрочном периодах. Помимо наличия формальных документов по стратегии Агентство стремится оценить понимание менеджментом стратегии развития, что важно для прогнозирования финансовых показателей, влияющих на кредитоспособность компании.

Важный показатель оценки эффективности стратегического планирования – это достигнутые результаты. Степень стратегического планирования оценивается положительно, если в документах по стратегии указаны ключевые финансовые и операционные цели и задачи компании, а также четкие и понятные критерии их достижения.

Алгоритм оценки

Балл за стратегическое обеспечение деятельности представляет собой дискретную оценку. В таблице знаком «+» отмечены параметры, соответствие стратегического планирования которым необходимо для получения указанного балла. Несоответствие хотя бы одному из приведенных в таблице требований ограничивает оценку меньшим баллом. В анализе может быть использована стратегия группы, в которую входит компания, а в случае, если анализ проводится для группы – стратегия ее ключевого актива.

Таблица 31. Алгоритм оценки фактора «Стратегическое обеспечение».

№	Стратегия развития	-1	-0,5	0	0,5	1
1	Стратегические планы компании содержат исчерпывающую информацию по операционным и			+	+	+

⁴⁹ Документы могут быть представлены как в виде специального документа стратегии, так и выдержками из него в виде презентаций и докладов, бюджетов, детальных финансовых моделей и тому подобное.

	финансовым показателям, определены четкие критерии их достижения.					
2	Стратегические планы содержат достижимые, по мнению Агентства, целевые показатели и ориентиры (достижимость оценивается на основе ретроспективной динамики операционных показателей и состояния макроэкономики).		+	+	+	+
3	Стратегические планы содержат или ссылаются на реалистичные прогнозы развития целевых для компании сегментов рынка.				+	+
4	Основные плановые показатели завершившихся периодов выполняются (либо существуют объективные, не зависящие от компании причины расхождений реальных и стратегических параметров).			+	+	+
5	Планы компании покрывают временной горизонт не менее двух лет, планы содержат гипотезы по динамике ключевых для компании макроэкономических метрик / динамике рынка и соответствующие им финансовые показатели.					+

Возможные корректировки:

- Балл может быть понижен на 0,5–1, если в стратегических планах заложена повышенная склонность к принятию риска и агрессивный (например, неорганический) рост за счет сделок слияний и поглощений либо иных нестабильных компонентов.
- Оценка фактора может быть повышена максимально на 0,5 балла с учетом качества проведенного рейтингового интервью (например, если стратегические документы не описывают каких-либо аспектов, при этом по результатам интервью сделан вывод о том, что менеджмент компании учитывает данные аспекты при планировании).

3.5. Качество риск-менеджмента

Цель анализа

Определить, насколько текущая система управления рисками компании соответствует профилю рисков, принимаемых на себя объектом рейтинга. В рамках оценки качества риск-менеджмента Агентство анализирует не только формальное наличие системы управления рисками, но и ее фактическое качество. Использование адекватного профилю рисков компании набора инструментов управления рисками, как правило, ограничивает уровень принимаемых рисков либо позволяет снизить их негативное влияние на деятельность компании.

Алгоритм оценки

Изначально оценка за риск-менеджмент равняется 0 в случае наличия элементов системы риск-менеджмента в компании (имеется обособленное подразделение риск-менеджмента или лица, ответственные за управление рисками⁵⁰, документы, описывающие управление отдельными видами рисков, на регулярной основе составляются карта рисков, отчеты по риск-менеджменту) или -1 при отсутствии элементов такой системы. Она корректируется при выявлении оснований, указанных в таблице. Если оценка с учетом корректировок принимает значение меньше -1, она ограничивается уровнем -1. Если функции по управлению рисками компании осуществляются

⁵⁰ В качестве таких лиц могут рассматриваться профильные (с позиции отдельных видов рисков) заместители генерального директора.

другим лицом (например, на уровне материнской или управляющей компании), то производится оценка риск-менеджмента на уровне этого лица.

Таблица 32. Корректировки фактора «Качество риск-менеджмента».

Корректировка	Размер корректировки
В компании действует коллегиальный орган, в функции которого входит управление рисками.	+0,5
Страхование ключевых для компании рисков (прежде всего имущественное) используется в достаточной степени, при этом финансовая надежность страховых компаний находится на приемлемом уровне (условный рейтинговый класс на уровне ruBBB или выше).	+0,5
У Агентства есть основания полагать, что компанией практикуется формальный / неэффективный подход к риск-менеджменту (например, несоответствие практики риск-менеджмента документам, описывающим управление рисками, высокая частота нежелательных событий: сбои в работе информационных систем, ошибки в отчетности и так далее, за последние два года зафиксированы существенные потери от реализации нежелательных событий).	От -0,5 до -1,5 в зависимости от оценки влияния выявленных обстоятельств на кредитоспособность компании

4. Внутренние стресс-факторы и факторы поддержки

Источники информации:

Все пункты, перечисленные в разделе «Источники информации».

Внутренние стресс-факторы

В случае, если стресс-фактор призван дополнительно учесть риски, оцениваемые в рамках соответствующего фактора модели (например, стресс-фактор «Долговая нагрузка» является дополнительным по отношению к одноименному фактору), и оценка фактора с учетом примененных корректировок определена на уровне выше -1, стресс-фактор не применяется. Иными словами, условием применения такого рода стресс-факторов является оценка фактора на уровне -1.

Таблица 33. Внутренние стресс-факторы.

Стресс-фактор	Умеренное влияние	Сильное влияние
Деловая репутация	Критерии применения приведены ниже.	
Концентрация бизнеса	В соответствии с критериями фактора «Концентрация бизнеса» И не выполняются условия для сильного СФ.	В соответствии с критериями фактора «Концентрация бизнеса» И значение по крайней мере одного из оцениваемых в факторе показателей составляет более 90 %.
Прогнозная ликвидность	В соответствии с критериями фактора «Прогнозная ликвидность».	
Долговая нагрузка	Средняя за анализируемые периоды долговая нагрузка по параметрам Долг / EBITDA и Долг / [FFO – Maint. Capex] превышает соответствующий оценке -1 критерий в [1,4; 1,8) раза, ИЛИ параметр EBITDA / % ниже соответствующего оценке -1 критерия в [1,4; 1,8) раза в среднем за анализируемые периоды.	Средняя за анализируемые периоды долговая нагрузка по параметрам Долг / EBITDA и Долг / [FFO – Maint. Capex] превышает соответствующий оценке -1 критерий оценки в 1,8 раза и более, ИЛИ параметр EBITDA / % ниже соответствующего оценке -1 критерия в 1,8 раза и более в среднем за анализируемые периоды.
Рыночные риски	Реализация валютных/процентных рисков способна привести к умеренному стресс-фактору за долговую нагрузку.	Реализация валютных/процентных рисков способна привести к сильному стресс-фактору за долговую нагрузку.
Иные стресс-факторы	Внутренние риски, которые не были учтены в рейтинговой модели в связи с особенностями объекта рейтинга либо кратковременными факторами. Влияние иного внутреннего стресс-фактора может быть умеренным или сильным. Под кратковременными факторами понимается текущее	

	увеличение рейтингового числа относительно ожиданий Агентства по его величине в будущем, которое, по мнению членов рейтингового комитета, носит временный характер, и в ближайшие шесть месяцев рейтинговое число существенно сократится. Таким образом, под кратковременным фактором понимается фактор, действие которого с высокой вероятностью прекратится в течение шести месяцев. Данный стресс-фактор также может применяться при выявлении незначительных признаков недостоверности отчетности (из-за чего некоторые параметры могут оцениваться в рамках стандартных правил оценки недостаточно консервативно), если при этом сохраняется возможность применения настоящей методологии.
--	---

Стресс-фактор за деловую репутацию и корпоративные риски

Производится суммирование вычетов на основании таблицы. Если сумма вычетов составляет [2,5; 3), то применяется умеренный стресс-фактор; если сумма вычетов составляет 3 или более, то применяется сильный стресс-фактор.

Таблица 34. Размеры вычетов стресс-фактора за деловую репутацию и корпоративные риски.

Условие	Размер вычета
Коррупционные скандалы, хищения, вывод средств из компаний собственниками или руководством объекта рейтинга (в том числе помимо объекта рейтинга).	От 1 до 2,5 в зависимости от доли такого собственника в капитале объекта рейтинга / должности топ-менеджера, давности события и его масштаба
Работа собственников или топ-менеджмента компании (в том числе главного бухгалтера) в организациях финансового сектора, которые были лишены лицензии, или владение этими организациями в течение одного года до отзыва лицензии, если данные ФЛ при этом занимали руководящие должности.	От 0,5 до 2 в зависимости от давности события, доли таких ФЛ в капитале объекта рейтинга / должности
Привлечение судом к субсидиарной ответственности участников (учредителей) и (или) руководителя объекта рейтинга.	От 1 до 2 в зависимости от доли такого собственника в капитале объекта рейтинга / должности и давности привлечения к ответственности
Привлечение собственников и (или) топ-менеджмента компании к уголовной ответственности.	От 0,5 до 2,5 в зависимости от доли собственности / должности, типа преступления, тяжести наказания и того, погашена ли или не погашена судимость
Нахождение собственника или топ-менеджера компании в розыске в рамках уголовного преследования.	От 1 до 2,5 в зависимости от доли такого собственника в капитале объекта рейтинга / должности топ-менеджера
Наличие исполнительного производства о наложении ареста на имущество объекта рейтинга или его собственников, ИЛИ наличие текущих неурегулированных судебных процессов и разбирательств с участием компании,	От 0,5 до 2,5 в зависимости от: - суммы выплат и доли такого собственника в капитале компании; - перспективы принятия решения не в пользу объекта рейтинга

имеющих существенное значение для ее деятельности.	
Наличие корпоративных конфликтов между владельцами компании, которые потенциально могут негативно повлиять на надежность объекта рейтинга.	От 0,5 до 2,5 в зависимости от перспектив урегулирования конфликта
Публикации в СМИ о компании, ее собственниках или топ-менеджменте, которые способны ограничить конкурентные позиции компании.	От 0 до 2,5 в зависимости от потенциального давления на конкурентные позиции объекта рейтинга
В истории объекта рейтинга имеются факты проведения следственных мероприятий (обыски, выемки документов) со стороны правоохранительных органов в течении последних пяти лет.	От 0 до 2,5 в зависимости от типа преступления, тяжести возможного наказания, давности происшествия и его влияния на репутацию компании
Факты нахождения собственника или топ-менеджера компании в розыске, в следственном изоляторе, под подпиской о невыезде, под домашним арестом и так далее в рамках уголовного преследования за последние пять лет.	От 0 (для компаний, находящихся в государственной собственности на 50 % и более) и от 0,5 (для прочих компаний) до 2,5 в зависимости от доли такого собственника в капитале объекта рейтинга, должности топ-менеджера, давности события и исхода
Частая смена собственников и (или) менеджмента компании, которая наносит вред деловой репутации компании, а также негативная деловая репутация прошлых собственников и (или) менеджмента.	От 0 до 2 в зависимости частоты смены собственников и (или) менеджмента компании и силы негативного влияния этих событий на деловую репутацию компании
Кредитная история не безупречна.	От 0 до 3,0 в зависимости от объемов и сроков неисполнения обязательств и давности таких событий
Финансовые инструменты компании активно используются или, по мнению Агентства, с высокой вероятностью могут использоваться в схемных (то есть позволяющих формально выполнить требования законодательства, при этом нарушив их экономическую суть) операциях других компаний, являющихся регулируемыми.	От 0 до 3 в зависимости от масштабов схемных операций и связанных с этим регулятивных рисков

Внутренние факторы поддержки

Таблица 35. Внутренние факторы поддержки.

Фактор	Влияние
Иные факторы поддержки	Иной фактор поддержки может быть поставлен за аспекты, которые не учтены или недостаточно учтены в модели в связи с особенностями объекта рейтинга либо кратковременными факторами. Под кратковременными факторами понимается снижение рейтингового числа, которое, по мнению членов рейтингового комитета, носит временный характер, и в ближайшие шесть месяцев рейтинговое число существенно улучшится. Таким образом, под кратковременным фактором понимается фактор, действие которого с высокой вероятностью прекратится в течение шести месяцев на фоне ожидания АО «Эксперт РА» позитивных изменений в деятельности объекта рейтинга,

связанных с внутренними по отношению к нему факторами. Влияние иного внутреннего фактора поддержки может быть умеренным или сильным. В частности, иной фактор поддержки применяется, если компания предоставила управленческую отчетность на внутримесячную дату или иные документы, исходя из которых можно с уверенностью полагать, что какой-либо стресс-фактор в течение шести месяцев будет снят или какой-либо балл будет значительно повышен, при этом такая корректировка балла или стресс-фактора не предусмотрена в описании соответствующего фактора методологии.

5. Внешние стресс-факторы и факторы поддержки

Внешний стресс-фактор (фактор поддержки) – это такой фактор, который не относится напрямую к финансовому состоянию компании и не влияет на оценку собственной кредитоспособности, но способен оказать существенное негативное (позитивное) влияние на итоговый уровень ее кредитоспособности.

Источники информации:

Все пункты, перечисленные в разделе «Источники информации».

Внешние стресс-факторы

Таблица 36. Внешние стресс-факторы.

Фактор	Умеренное влияние	Сильное влияние
Негативные действия со стороны собственников	Агентство оценивает вероятность вывода активов из компании как умеренно высокую. Как следствие, Агентство ожидает ухудшения финансового состояния объекта рейтинга.	Агентство оценивает вероятность вывода активов из компании как очень высокую. Как следствие, Агентство ожидает резкого ухудшения финансового состояния объекта рейтинга.
Иной стресс-фактор	В соответствии с методологией оценки внешнего влияния на кредитный рейтинг.	

Внешние факторы поддержки

Таблица 37. Внешние факторы поддержки.

Фактор	Умеренное влияние	Сильное влияние
Поддержка со стороны государства	См. критерии ниже.	
Поддержка со стороны собственников	См. критерии ниже.	
Иной фактор поддержки	В соответствии с методологией оценки внешнего влияния на кредитный рейтинг.	

Поддержка со стороны собственника

Агентство выделяет следующие поддерживающие структуры:

- компания;
- орган государственной власти;

Влияние фактора поддержки определяется относительным финансовым потенциалом поддерживающей структуры и оценкой вероятности, с которой она окажет рейтингуемому лицу поддержку.

В случае если структура собственности рейтингуемого лица является многоуровневой, в анализе учитывается тот уровень владения, от которого, по оценке Агентства, фактически исходит (будет или может исходить) поддержка.

Относительный финансовый потенциал поддерживающей компании (органа государственной власти) представляет собой разность между ее рейтингом кредитоспособности (условным рейтинговым классом, относящимся к рейтингу кредитоспособности) и оценкой

собственной финансовой надежности рейтингуемого лица (дельта, количество уровней рейтинга).

О способности поддерживающей структуры оказывать поддержку могут свидетельствовать:

- высокая:
 - наличие у поддерживающей структуры ликвидных активов / открытых кредитных линий в объеме, превышающем (потенциальную) потребность рейтингуемого лица в финансовой поддержке.
- низкая:
 - отсутствие у поддерживающей структуры активов помимо рейтингуемого лица, крайне низкая ликвидность активов, их незначительные объемы относительно размеров рейтингуемого лица, отсутствие открытых кредитных линий, процедуры удовлетворения потребности в финансировании поддерживаемой структуры могут быть растянуты во времени, что может ухудшить финансовое состояние объекта рейтинга.

Заинтересованность поддерживающей структуры оказывать поддержку определяется (выполнение как минимум одного из условий):

- высокая:
 - резервирование денежных средств на (потенциальную) поддержку;
 - бюджетные статьи;
 - наличие у поддерживающей структуры открытых кредитных линий, привлеченных для оказания поддержки;
 - рейтингуемое лицо является важным активом для поддерживающей структуры, в т. ч. кэптивный характер рейтингуемого лица;
 - выданные гарантии / поручительства / оферты по обязательствам рейтингуемого лица;
 - наличие единого казначейства в группе и кэш-пулинг;
 - наличие существенных для объекта рейтинга поручительств / гарантий по обязательствам поддерживающей структуры;
 - наличие у объекта рейтинга значительных долговых обязательств перед поддерживающей структурой или компаниями группы;
 - высокие репутационные риски поддерживающей структуры в случае неисполнения рейтингуемым лицом финансовых обязательств (например, компании работают под общим брендом или крайне высокая социальная значимость рейтингуемого лица).
- средняя:
 - не выполняются критерии отнесения к высокой степени заинтересованности;
 - умеренная значимость рейтингуемого лица для поддерживающей структуры (невысокий объем поступлений от рейтингуемого лица, его заменяемость в качестве поставщика услуг поддерживающей структуре);
 - умеренные риски продажи рейтингуемого лица;
 - умеренно высокие репутационные риски поддерживающей структуры в случае неисполнения рейтингуемым лицом обязательств (рейтингуемое лицо ассоциируется с поддерживающей структурой).
- низкая:
 - не выполняются критерии отнесения к высокой и средней степени заинтересованности;
 - высокие риски продажи рейтингуемого лица, его низкая значимость для поддерживающей структуры.

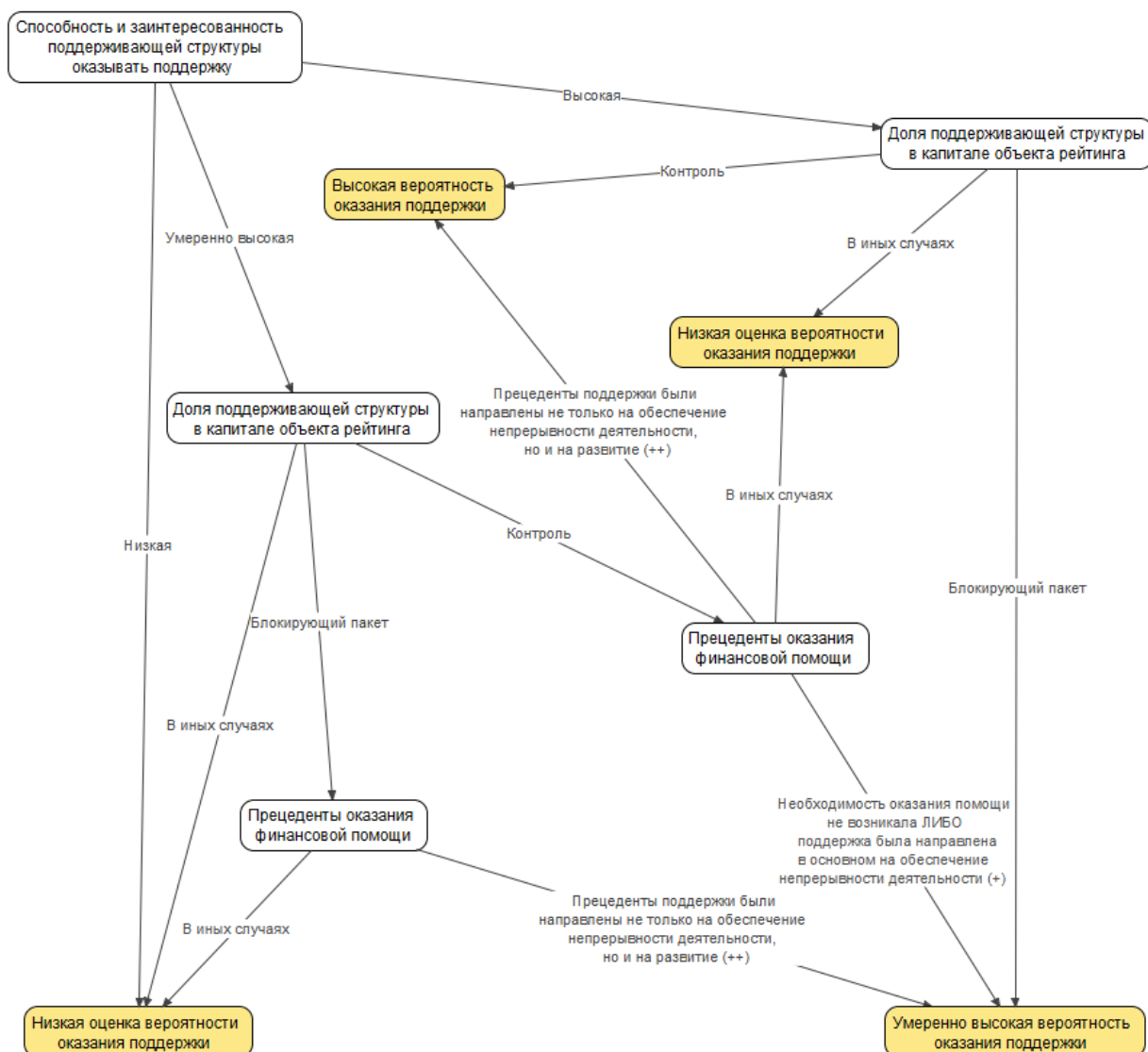
Интегральная оценка способности и заинтересованности поддерживающей структуры оказывать поддержку определяется по таблице.

Таблица 38. Интегральная оценка способности и заинтересованности поддерживающей структуры оказывать поддержку.

		Способность поддерживающей структуры оказывать поддержку	
		Низкая	Высокая
Заинтересованность поддерживающей структуры оказывать поддержку	Низкая	Низкая	Низкая
	Средняя	Низкая	Умеренно высокая
	Высокая	Низкая	Высокая

Агентство оценивает **вероятность оказания поддержки рейтингуемому лицу** как низкую, умеренно высокую и высокую. Для оценки используется схема, приведенная ниже.

Схема. Оценка вероятности оказания поддержки объекту рейтинга от поддерживающей структуры



Пояснения:

- «++». Поддерживающая структура ранее оказывала объекту рейтинга финансовую помощь (как правило, Агентство рассматривает прецеденты за последние пять лет). Поддержка была своевременной, достаточной и направлена не только на обеспечение непрерывности деятельности компании, но и на развитие, что в последствии обеспечивало значимое укрепление конкурентных позиций и повышение кредитоспособности объекта рейтинга. Как правило, данный тип финансовой поддержки не носит экстренного характера, прописан в стратегических документах и отвечает вектору развития компании, схемы поддержки заранее согласованы и отработаны.
- «+». Поддерживающая структура ранее не оказывала объекту рейтинга финансовую помощь в связи с отсутствием необходимости (как правило, Агентство рассматривает горизонт пять лет) либо поддерживающая структура оказывала поддержку в основном на фоне возникновения факторов, угрожающих обеспечению непрерывности деятельности компании, при этом объем предоставленной финансовой помощи был достаточным для устранения проблем, вызвавших необходимость ее оказания. Либо наличие прецедентов предоставления поддержки не только на обеспечение непрерывности деятельности, но и

на развитие, при этом объем такой поддержки, по оценке Агентства, не приводил к значимому укреплению конкурентных позиций и повышению кредитоспособности объекта рейтинга.

- Доля поддерживающей структуры в капитале объекта рейтинга (контроль, блокирующий пакет) определяется на основании степени фактического контроля. В случае, когда объект рейтинга имеет несколько поддерживающих его структур, при этом способность и заинтересованность оказания поддержки с их стороны выше «низкой», допускается суммировать их долю в капитале для определения степени контроля.

Влияние фактора поддержки со стороны собственника определяется по таблице.

Таблица 39. Степень влияния фактора поддержки со стороны собственника на уровень рейтинга компании.

Дельта	Относительный финансовый потенциал	Оценка вероятности оказания поддержки		
		Низкая	Умеренно высокая	Высокая
≥ 3 или рейтинг (условный рейтинговый класс) поддерживающей структуры ruAAA	Очень высокий	Отсутствие ФП	Умеренный ФП	Сильный ФП
2	Высокий		Отсутствие ФП	Умеренный ФП
1	Умеренно высокий			Отсутствие ФП
0 или условный рейтинговый класс поддерживающей структуры определить не представляется возможным	Нейтральный			Отсутствие ФП

Фактор поддержки со стороны собственника может не применяться, если, несмотря на предпосылки оказания помощи, по мотивированному суждению членов рейтингового комитета Агентства, своевременно в необходимом объекту рейтинга объеме помощь не будет оказана.

Рейтинг кредитоспособности с учетом фактора поддержки не может превышать рейтинг (условный рейтинговый класс) поддерживающей структуры.

Административная поддержка со стороны государства

Основным критерием, определяющим наличие и размер фактора поддержки со стороны государства, является вероятность оказания своевременной помощи в случае значимого ухудшения финансового состояния объекта рейтинга. Значительная доля органов власти (государственной поддерживающей структуры) в структуре собственности объекта рейтинга не является обязательным критерием для выделения фактора поддержки (то есть фактор поддержки за государство может быть выделен даже объектам рейтинга, не находящимся в государственной собственности). Объектам рейтинга со значительной долей органов власти фактор поддержки может не выделяться, если Агентство не ожидает оказания своевременной помощи со стороны государства в случае значимого ухудшения финансового состояния объекта рейтинга.

При рассмотрении вопроса о факторе поддержки Агентство принимает во внимание: 1) системную значимость объекта рейтинга; 2) степень влияния государства на объект рейтинга.

Степень системной значимости определяется на основании таблицы.

Таблица 40. Степень системной значимости компании.

Системная значимость	Критерии
Сильная	В перечень системообразующих организаций входит объект рейтинга или одна из компаний, входящая в периметр консолидации объекта рейтинга, или сам объект рейтинга входит в периметр консолидации системообразующих организаций. Кроме того, объект рейтинга одновременно соответствует не менее чем двум критериям средней системной значимости.
Средняя	Одновременное соответствие не менее чем трем критериям: <ul style="list-style-type: none"> • Ключевой игрок на рынке, имеющем высокую значимость для экономики страны. • Компании сектора ВПК. • Формирует значительный объем доходов бюджета. • Высокая степень зависимости смежных отраслей экономики от работы объекта рейтинга. Высокая технологическая зависимость от объекта рейтинга ключевых производственных цепочек. • Высокая степень влияния на социальную стабильность в регионе / градообразующее предприятие. • От объекта рейтинга зависит выполнение международных обязательств. • Владение ключевыми инфраструктурными объектами или их строительство.
Низкая	В иных случаях.

Степень влияния государства на объект рейтинга определяется на основании суммирования баллов по следующим критериям:

1. Государство совокупно является собственником:

- не менее 50 % + 1 акция компании – 3 балла,
- от 50 до 25 % компании – 2 балла,
- менее 25, но более 5 % компании – 1 балл,
- наличие «золотой акции» для государственного контроля – 1 балл.

Если собственником являются региональные органы власти, балл по компоненту 1 может быть снижен.

2. Прецеденты оказания помощи компании со стороны государства:

- помощь в значительном объеме оказывается в виде субсидий или иными способами (1,5–2 балла),
- государство выступает гарантом / поручителем по обязательствам объекта рейтинга (1,5–2 балла),
- помощь оказывается в виде стимулирования спроса (1 балл),
- выручка объекта рейтинга от выполнения госзаказа составляет / ожидается, что будет составлять не менее 25 % (1 балл).

Степень влияния государства на объект рейтинга определяется на основании таблицы ниже (сумма баллов, набранных по двум критериям):

Таблица 41. Степень влияния государства на объект рейтинга.

Степень влияния	Критерии
Сильное	≥ 3 баллам
Среднее	2–2,5 балла
Низкое	< 2 баллов

Итоговый балл за поддержку со стороны органов власти определяется на основании таблицы ниже.

Таблица 42. Определение итогового балла за поддержку со стороны органов власти.

	Сильное влияние	Среднее влияние	Низкое влияние
Сильная системная значимость	1	0,5	0,25
Средняя системная значимость	0,5	0,5	0
Низкая системная значимость	0,25	0	0

Фактор поддержки со стороны государства может не выделяться, если, несмотря на предпосылки оказания помощи, по мотивированному суждению членов рейтингового комитета Агентства, своевременно в необходимом объекту рейтинга объеме помощь не будет оказана. То есть полученный балл на основании таблицы ниже может быть скорректирован в меньшую сторону.

Для оценки вероятности поддержки объекта рейтинга при наличии в этом необходимости у компании запрашиваются планы возможной поддержки, а также документы, подтверждающие вероятность реализации этих планов.

VIII. Определение прогноза по рейтингу

Опираясь на данную методологию, «Эксперт РА» устанавливает прогноз по кредитному рейтингу, который означает мнение Агентства относительно возможного изменения уровня кредитного рейтинга в перспективе одного года. Объекту рейтинга может быть присвоен один из четырех видов прогноза по кредитному рейтингу:

- позитивный (высокая вероятность повышения кредитного рейтинга на горизонте 12 месяцев);
- негативный (высокая вероятность снижения кредитного рейтинга на горизонте 12 месяцев);
- стабильный (высокая вероятность сохранения кредитного рейтинга на прежнем уровне на горизонте 12 месяцев);
- развивающийся (на горизонте 12 месяцев равновероятны два или более вариантов рейтинговых действий: сохранение, повышение или снижение кредитного рейтинга).

Прогноз по кредитному рейтингу определяется на основании ожиданий Агентства по динамике показателей, перечисленных в настоящей методологии, то есть на прогноз по кредитному рейтингу влияют те же факторы, что и на присвоенный кредитный рейтинг, в том числе факторы поддержки и стресс-факторы. Прогноз присваивается только по отношению к итоговому рейтингу кредитоспособности (не к оценке собственной кредитоспособности).

При определении прогноза «Эксперт РА» ориентируется на исторические данные, данные стратегии объекта рейтинга, собственный макроэкономический прогноз.

При оценке перспектив компании «Эксперт РА» использует ключевые рейтинговые предпосылки о возможных сценариях развития объекта рейтинга и вероятности того или иного сценария, которые являются субъективным мнением участников рейтингового комитета. Данные сценарии могут быть основаны на официальной стратегии объекта рейтинга и внутренних расчетах АО «Эксперт РА». Прогноз по рейтингу чувствителен к выбору наиболее вероятного, по мнению рейтингового комитета, сценария развития компании. Также при определении прогноза учитываются плановые изменения законодательства, если они способны оказать существенное влияние на рейтинг.

Рейтинговый комитет может определить критерии, выполнение или невыполнение которых с высокой вероятностью приведет к изменению рейтинга (рейтинговые условия). Обычно установление пороговых значений показателей сопровождается установлением позитивного или негативного прогноза.

IX. Бенчмарки для оценки показателей раздела «Финансовые риски»

Отрасль	Долг/EBITDA		Долг/[FFO-Maint.Capex]		EBITDA/%%		EBITDA margin, %		FCF margin, %	
	-1 (не менее)	1 (не более)	-1 (не менее)	1 (не более)	-1 (не более)	1 (не менее)	-1 (не более)	1 (не менее)	-1 (не более)	1 (не менее)
Автомобилестроение, машиностроение, ОПК	4,5	1,5	21,0	6,0	1,9	5,6	3	15	0,6	4,9
АПК	4,5	1,5	21,0	6,0	1,9	5,6	3	15	0,6	4,9
Горная добыча	4,5	1,5	15,0	4,3	1,9	5,6	6	30	1,7	13
Жилое строительство (девелопмент)	4,5	1,5	8,8	2,5	1,3	3,3	4	20	2,1	14
ЖКХ, сети	4,5	1,5	23,3	6,7	1,9	5,6	4	20	0,3	4,6
Инфраструктура (транспортная)	6,0	2,0	23,3	6,7	1,4	4,2	9	45	1,9	18
Коммерческая недвижимость (арендный бизнес)	8,0	3,0	26,3	7,5	1,3	3,3	12	60	3,8	33
Металлургия	4,5	1,5	15,0	4,3	1,9	5,6	5	25	1,4	11
Минеральные удобрения	4,5	1,5	15,0	4,3	1,9	5,6	6	30	1,7	13
Нефтегазодобыча	4,5	1,5	15,0	4,3	1,9	5,6	5	25	1,4	11
Нефтепереработка	4,5	1,5	15,0	4,3	1,9	5,6	1	8	0,3	3,4
Нефтесервисный бизнес	4,5	1,5	15,0	4,3	1,9	5,6	4	20	1,1	8,6
Розничная торговля	4,5	1,5	15,0	4,3	1,9	5,6	1	8	0,3	3,4
Оптовая торговля	5,5	1,5	15,0	4,3	1,9	5,6	1	5	0,3	3,4
Строительство (помимо жилищного)	4,5	1,5	8,8	2,5	1,3	3,3	1	8	0,5	5,4
Телекоммуникации	4,5	1,5	15,0	4,3	1,9	5,6	7	35	2,0	15
Информационные технологии и сервисы ⁵¹	4,5	1,5	6,0	1,5	1,9	5,6	2	30	0,6	10,0
Транспорт	6,0	2,0	23,3	6,7	1,4	4,2	4	20	0,8	8,1
Химическая промышленность	4,5	1,5	15,0	4,3	1,9	5,6	6	30	1,7	13
Электрогенерация	4,5	1,5	23,3	6,7	1,9	5,6	5	25	0,9	8,2
Лесная промышленность	4,5	1,5	15,0	4,3	1,9	5,6	5	25	1,4	11,0
Прочие ⁵²	4,5	1,5	15,0	4,3	1,9	5,6	2	10	0,6	4,3

⁵¹ В случае, если ИТ-компания занимается производством аппаратного обеспечения вычислительных систем (hardware), допускается использовать бенчмарки по показателю Долг/[FFO-Maint.Capex] как для отрасли «Прочие».

⁵² Для отрасли «Прочие» допускается использование иных финансовых бенчмарков, которые представлены в настоящем разделе и наиболее близки по экономическому смыслу с отраслью присутствия компании.