

Методология присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации

9 июня 2023

Оглавление

1	Область применения методологии	4
2	Источники информации	7
3	Структура рейтингового анализа	9
4	Определение оценки собственной кредитоспособности	13
4.1.	Отраслевой риск-профиль	13
4.2.	Операционный риск-профиль	15
4.2.1.	Особенности операционной деятельности и позиции на рынке	15
4.2.1.1.	Бизнес-профиль	15
4.2.1.2.	Рыночная позиция	17
4.2.1.3.	Географическая диверсификация	18
4.2.2.	Особенности корпоративного управления	20
4.2.2.1.	Стратегия управления	20
4.2.2.2.	Системы управления рисками	21
4.2.2.3.	Структура управления	22
4.2.2.4.	Структура группы	23
4.2.2.5.	Финансовая прозрачность	23
4.2.2.6.	Деловая репутация	24
4.3.	Финансовый риск-профиль	25
4.3.1.	Размер компании	25
4.3.2.	Рентабельность	27
4.3.3.	Долговая нагрузка и обслуживание долга	28
4.3.4.	Ликвидность	33
4.3.5.	Денежный поток	35
4.3.6.	Прогнозирование денежных потоков рейтингуемых лиц	37
4.4.	Аналитические корректировки	38
4.4.1.	Финансовая политика	38
4.4.2.	Риск неблагоприятного события	40
4.5.	Сравнение с группой сопоставимых компаний	41
4.6.	Присвоение кредитного рейтинга и прогноза на базе ОСК	42
5	Структура рейтингового анализа холдинговых компаний	43
6	Определение ОСК холдинговой компании	47
6.1.	Риск-профиль активов	47
6.1.1.	Качество инвестиций	47
6.1.2.	Диверсификация	49
6.2.	Финансовый риск-профиль	50
6.2.1.	Долговая нагрузка и обслуживание долга	50
6.2.2.	Ликвидность	51
6.3.	Инвестиционная политика и корпоративное управление	51
6.3.1.	Инвестиционная политика	51
6.3.2.	Финансовая политика	52
6.4.	Аналитические корректировки	53

6.5. Сравнение с группой сопоставимых компаний	53
6.6. Присвоение кредитного рейтинга и прогноза на базе ОСК	53
7 Присвоение рейтингов различным долговым инструментам	53
Приложение 1. Основные показатели, используемые в анализе	54
Приложение 2. Веса факторов рейтингового анализа в разрезе отраслей.....	56
Приложение 3. Примеры применения плавающих весов финансового риск-профиля	57
Приложение 4. Примеры применения плавающих весов в корпоративном управлении	58
Приложение 5. Границы экспертных оценок качественных факторов рейтингового анализа в разрезе отраслей	59
Приложение 6. Границы оценок количественных факторов рейтингового анализа в разрезе отраслей..	77
Приложение 7. Наименования категорий оценки факторов, используемых в рейтинговом анализе	79
Ограничение ответственности.....	80

1 Область применения методологии

Данная методология Аналитического Кредитного Рейтингового Агентства (далее — АКРА, Агентство) определяет критерии оценки кредитоспособности корпоративных рейтингуемых лиц нефинансовой сферы, основным регионом деятельности которых является Российская Федерация, ведущих, по мнению АКРА, основную деятельность в следующих отраслях:

- нефтегазовая отрасль;
- добыча полезных ископаемых (кроме нефти и газа);
- металлургия;
- химическая промышленность;
- электроэнергетика: генерация;
- ЖКХ и электроэнергетика: сети;
- машиностроение;
- транспорт: перевозчики;
- транспорт: инфраструктура;
- телекоммуникации;
- недвижимость;
- сельское хозяйство;
- пищевая промышленность;
- розничная торговля;
- жилищное строительство;
- инфраструктурное строительство;
- оптовая торговля;
- информационные технологии (далее — ИТ).

Если Агентство не может отнести рейтингуемое лицо к одной из вышеуказанных отраслей, им применяется универсальный подход, описанный в настоящей методологии. Если компании из аналогичной отрасли ранее присваивался кредитный рейтинг на основании универсального подхода, необходимо обеспечить последовательность и сопоставимость оценок показателей, для которых используются экспертные суждения (например, отраслевой риск-профиль или бизнес-профиль оцениваются для обеих компаний единообразно при прочих равных условиях). Аналитики АКРА оценивают экспертным путем применимость универсального подхода в каждом отдельно взятом случае.

Данная методология не является исчерпывающей и имеет отсылки к ряду других методологий АКРА.

Агентство не применяет настоящую методологию при анализе рейтингуемых лиц финансовой сферы (в том числе банков, страховых компаний, лизинговых компаний, микрофинансовых организаций), компаний проектного финансирования, организаций, занимающихся преимущественно финансово-посреднической деятельностью, а также суверенных рейтингуемых лиц.

Настоящая методология не распространяется на нефинансовые компании, выполняющие технические функции (балансодержатели материальных и финансовых активов и пр.).

Данная методология включает в себя подходы к присвоению кредитных рейтингов холдинговым компаниям. В классификации АКРА холдинговые компании подразделяются на два типа. К первому типу относятся операционные холдинги, представляющие собой взаимосвязанную совокупность компаний группы, имеющих определенную операционную интеграцию, при этом центром принятия основных управленческих решений и зачастую единым казначейством выступает головная компания холдинга. Рейтинговый анализ холдингов такого типа включает в себя определение их отраслевой принадлежности и применение последовательности аналитических действий, стандартной для оценки нефинансовых компаний.

Ко второму типу относятся инвестиционные холдинги, суть деятельности которых заключается во владении финансовыми инструментами и получении процентного или дивидендного дохода, связанного с владением такими инструментами, а также дохода от их продажи. Далее по тексту методологии под понятиями «холдинг» и «холдинговая компания» будет подразумеваться инвестиционный холдинг.

Данная методология применяется к субъектам малого и среднего предпринимательства (МСП) в соответствии с порядком, указанным в Приложении 8.

Настоящая методология применяется на постоянной основе до утверждения новой редакции методологическим комитетом АКРА.

Пересмотр кредитных рейтингов, присвоенных по данной методологии, осуществляется в соответствии с требованиями 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», а также согласно внутренним документам АКРА, но не позднее одного календарного года с даты последнего рейтингового действия.

В целях поддержания методологии в актуальном состоянии АКРА осуществляет пересмотр и изменение данной методологии по следующим причинам:

- отступление от настоящей методологии более трех раз за квартал при выполнении рейтинговых действий;
- необходимость пересмотра на основании результатов мониторинга применения методологий, проводимого сотрудниками методологической группы;
- выявление 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»;
- запрос о немедленном пересмотре методологии со стороны службы комплаенса и внутреннего контроля АКРА.

Не позднее одного календарного года с даты последнего пересмотра данной методологии АКРА проводит ее пересмотр в соответствии со своими внутренними документами. В результате пересмотра в методологию могут быть внесены изменения или она может остаться без изменений.

При использовании данной методологии каждый случай отступления от нее документируется и раскрывается АКРА на официальном сайте по адресу www.acra-ratings.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, АКРА проводит ее анализ и пересмотр в соответствии с установленными в АКРА процедурами. Информация о данных действиях и новая версия методологии направляются в Банк России в установленном Банком России порядке. Если выявленные ошибки методологии оказывают влияние на присвоенные ранее кредитные рейтинги, АКРА раскрывает данную информацию на официальном сайте по адресу www.acra-ratings.ru.

Если планируемые изменения данной методологии являются существенными (например, изменение отдельных факторов и текста методологии) и оказывают или могут оказать влияние на действующие кредитные рейтинги, АКРА:

- 1) направляет в Банк России, а также размещает на своем официальном сайте по адресу www.acra-ratings.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 перспективный и ретроспективный анализ связанных с этим возможных изменений рейтинговых оценок, присвоенных в соответствии с данной методологией;
- 3) в срок не позднее шести месяцев со дня завершения оценки, предусмотренной предыдущим пунктом, осуществляет пересмотр кредитных рейтингов, если по результатам сделанной оценки выявлена необходимость их пересмотра.

2 Источники информации

В аналитической деятельности АКРА полагается как на информацию, предоставленную рейтингуемым лицом, так и на информацию из других источников. Ниже представлены основные источники информации, используемые АКРА для осуществления рейтингового анализа организаций нефинансового сектора по национальной шкале Российской Федерации:

1. Информация, предоставляемая рейтингуемым лицом:
 - финансовая отчетность рейтингуемого лица и компаний группы по МСФО или US GAAP с аудиторским заключением и примечаниями за последний завершившийся финансовый год и два предыдущих периода;
 - квартальная и полугодовая отчетность рейтингуемого лица и компаний группы по МСФО или US GAAP с аудиторским заключением и примечаниями за последний отчетный период и сопоставимые предыдущие периоды;
 - финансовая отчетность рейтингуемого лица и компаний группы по РСБУ, включая необходимые расшифровки за периоды, аналогичные вышеуказанным;
 - данные управленческой отчетности;
 - эмиссионная документация;
 - ежеквартальные отчеты эмитента ценных бумаг;
 - публикации рейтингуемого лица (пресс-релизы, презентации для инвесторов);
 - информация, предоставленная в ходе рейтинговой встречи в письменном и устном виде;
 - финансовая и операционная модель рейтингуемого лица;
 - внутренние методологии и политики рейтингуемого лица;
 - заполненные рейтингуемым лицом анкеты по форме АКРА и другая информация, переданная в ходе рейтингового процесса рейтингуемым лицом (ответы на вопросы Агентства, табличные данные и презентации).
2. Информация из открытых источников:
 - данные государственной статистики;
 - публикации Банка России;
 - данные из СМИ;
 - данные из других источников, представляющие, по мнению АКРА, существенную информацию для проведения рейтингового анализа.
3. Внутренняя информация Агентства:
 - данные проведенного ранее рейтингового анализа АКРА;
 - агрегированные финансовые и операционные показатели других рейтингуемых лиц с учетом аналитических корректировок;
 - макроэкономические и отраслевые прогнозы внутренних подразделений АКРА.

Данный список источников не является исчерпывающим.

При присвоении кредитного рейтинга предприятию, относящемуся к сегменту МСП, АКРА принимает во внимание тот факт, что такие рейтингуемые лица могут не иметь возможности предоставить значительную часть из перечисленных выше документов, но допускает возможность их рейтингования в случае наличия минимального объема информации для применения данной методологии. В случае недостаточности информации для применения методологии АКРА отказывается от присвоения кредитного рейтинга вне зависимости от принадлежности рейтингуемого лица к корпоративному сектору или сегменту МСП. В случае выявления недостаточности информации для поддержания существующего кредитного рейтинга АКРА осуществляет отзыв кредитного рейтинга, при этом другие действия в отношении кредитного рейтинга не предпринимаются. Предпринятые действия находят свое отражение в публикации рейтингового действия по рейтингуемому лицу.

Достаточность информации определяется возможностью проведения рейтингового анализа в соответствии с общими принципами рейтингового процесса АКРА. Основные критерии достаточности информации:

- обеспечение возможности осуществления количественного и качественного анализа финансово-хозяйственной деятельности рейтингуемого лица;
- обеспечение возможности анализа внешних и внутренних факторов риска, которые могут повлиять на кредитоспособность рейтингуемых лиц;
- обеспечение возможности сравнительного анализа с сопоставимыми объектами рейтинга.

В случае ограниченности информации АКРА может принять решение о присвоении кредитного рейтинга с учетом аналитических допущений рейтингового комитета и аналитических корректировок рейтинговых аналитиков. Например, в некоторых случаях специфика деятельности не позволяет рейтингуемому лицу вести аудированную финансовую отчетность по МСФО или US GAAP. В таких случаях при принятии решения о достаточности источников информации финансовые коэффициенты, используемые для оценки кредитоспособности, могут быть скорректированы или заменены. Если в качестве основного источника финансовой информации используется отчетность рейтингуемого лица по РСБУ, присвоение кредитного рейтинга осуществляется только в случае достаточного уровня детализации раскрываемой в данной отчетности информации.

Специфика кредитного анализа подразумевает необходимость корректировки отдельных статей отчетности и соответствующего пересчета финансовых коэффициентов для сопоставимого анализа компаний из разных отраслей. Таким образом, публикуемые АКРА финансовые показатели могут не всегда соответствовать финансовым показателям в аудированной финансовой отчетности компании и финансовым коэффициентам, рассчитанным на их основе.

Агентство оставляет за собой право использовать отчетность дочерней компании рейтингуемого лица для оценки, если эта дочерняя компания формирует не менее 80%

операционного потока / дохода и совокупных активов группы на основании отчетности, при отсутствии у материнской компании внешнего финансового долга.

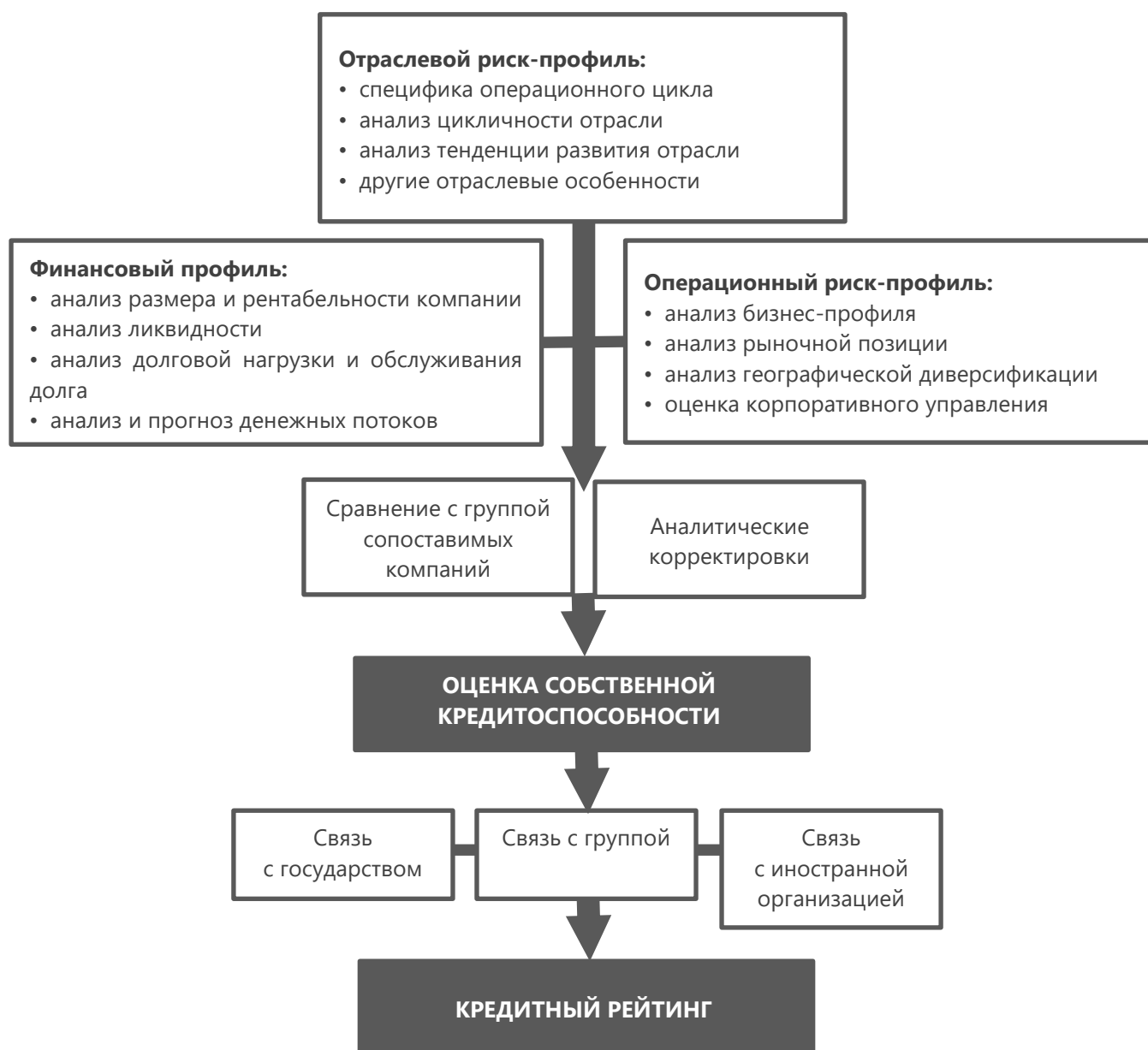
Агентство может использовать отчетность материнской компании для оценки рейтингуемого лица, если это рейтингуемое лицо формирует не менее 80% операционного потока / дохода и совокупных активов группы на основании отчетности.

3 Структура рейтингового анализа

В процессе оценки кредитоспособности рейтингуемого лица АКРА использует ряд количественных и качественных показателей, при этом оценка значительной части данных показателей выражает субъективную точку зрения Агентства.

Ниже представлены основные этапы определения оценки собственной кредитоспособности (ОСК) и кредитного рейтинга рейтингуемого лица.

Рисунок 1. Компоненты оценки собственной кредитоспособности и кредитного рейтинга



Источник: АКРА

Основными этапами определения ОСК рейтингуемого лица является оценка качества его отраслевого, операционного и финансового профилей, в результате чего рейтингуемому лицу присваивается индикативный рейтинг.

Оценка вышеупомянутых профилей состоит из оценки входящих в них факторов, которые, в свою очередь, подразделяются на субфакторы. В процессе анализа каждому фактору/субфактору присваивается оценка по шкале, включающей пять категорий оценки: очень сильная (1 или I), сильная (2 или II), средняя (3 или III), слабая (4 или IV) и очень слабая (5 или V). Категории оценки установлены следующим образом: большее числовое значение категории оценки соответствует негативному влиянию фактора на кредитоспособность рейтингуемого лица, а меньшее — позитивному влиянию. В некоторых случаях возможно формальное попадание отдельных характеристик фактора/субфактора одновременно в несколько категорий оценки, что особенно характерно для качественных факторов. В данном случае оценка присваивается на основании экспертного мнения, учитывающего наиболее значимые параметры. Наименования категорий оценки факторов, используемые при публикации рейтинговых материалов Агентства, приведены в Приложении 7.

АКРА применяет индивидуальный подход для анализа компаний каждой отрасли, поэтому как субфакторы, так и их веса будут различаться для компаний из разных отраслей. При наличии в структуре группы компаний разных отраслевых направлений возможна оценка собственной кредитоспособности по смешанному принципу (взвешивание результатов оценок, присвоенных на основании отдельных отраслевых методологий, в зависимости от вклада каждого направления в общий операционный результат).

После присвоения оценок по каждому из факторов рейтингового анализа происходит их взвешивание и присвоение индикативного рейтинга, при этом в Таблице 1 представлены основные рейтинговые факторы и принципы их взвешивания.

Таблица 1. Структура рейтингового анализа

Риск-профиль	Вес в рамках индикативного рейтинга	Фактор	Вес в рамках профиля	Субфактор	Вес в рамках фактора
Отраслевой риск-профиль	0–20%	Вес в зависимости от отрасли рейтингуемого лица			
Операционный риск-профиль	0,5*(100% — вес отраслевого риск-профиля)	Рыночная позиция	30%		
		Бизнес-профиль	40%	Субфактор 1	20–50%
				Субфактор 2	20–50%
				Субфактор 3	20–50%
				Субфактор 4	0–40%
		Географическая диверсификация	10%	Субфактор 1	50–100%
				Субфактор 2	0–50%
		Корпоративное управление	20%	Стратегия управления	20%
				Управление рисками	20%
				Структура управления	20%

				Структура группы	20%
				Финансовая прозрачность	20%
Финансовый риск-профиль	0,5*(100% — вес отраслевого риск-профиля)	Размер	20%	Субфактор 1	50–100%
				Субфактор 2	0–50%
		Рентабельность	14%	Субфактор 1	50–100%
				Субфактор 2	0–50%
		Долговая нагрузка	20%	Субфактор 1	50–100%
				Субфактор 2	0–50%
		Обслуживание долга	20%	Субфактор 1	50–100%
				Субфактор 2	0–50%
		Ликвидность	6%	Субфактор 1	50–100%
				Субфактор 2	0–50%
		Денежный поток	20%	Субфактор 1	50–100%
				Субфактор 2	0–50%

Источник: АКРА

Приведенные в таблице веса являются базовыми (список базовых весов в разрезе отраслей приведен в Приложении 2), при этом важный этап анализа — это определение именно ключевых факторов риска и присвоение им веса, отражающего их значимость для кредитоспособности конкретного рейтингуемого лица. Для данных целей АКРА использует методику плавающих весов, которые увеличивают вес некоторых факторов по мере их ухудшения и позволяют производить эффективную оценку ключевых финансовых и нефинансовых рисков рейтингуемого лица. Таким образом, взвешивание происходит в несколько этапов.

1 этап. Отраслевой риск-профиль. Вес отраслевого риск-профиля устанавливается индивидуально для каждой отрасли и варьируется в зависимости от уровня кредитного риска, что создает определенный рейтинговый потолок для компаний из отраслей с высоким риском и при этом незначительно премирует отрасли с низким риском. Данные веса являются фиксированными и не подлежат перевзвешиванию.

2 этап. Корпоративное управление. Каждый из субфакторов корпоративного управления имеет вес 20% при условии его нахождения в пределах приемлемых значений (оценка не ниже 3). При наличии хотя бы одного субфактора с оценкой 4 его вес увеличивается до 40%, а веса каждого из оставшихся субфакторов снижаются до 15%. При наличии субфактора с оценкой 5 его вес увеличивается до 60%, тогда как веса каждого из оставшихся субфакторов уменьшаются до 10% соответственно. Общий вес фактора корпоративного управления варьируется внутри операционного профиля в зависимости от его общей оценки. При оценке 3 и лучше вес фактора корпоративного управления составляет 20% от операционного профиля, при оценке 4 базовый вес растет до 30%, при оценке 5 — до 50%.

3 этап. Долговая нагрузка, обслуживание долга и ликвидность. Корректное взвешивание данных факторов — один из ключевых этапов рейтинговой оценки, поскольку их критические значения являются одной из наиболее частых причин, приводящих к дефолту. В рамках взвешивания используются следующие мультипликаторы для базовых весов данных факторов:

Таблица 2. Мультипликаторы для базовых весов факторов финансового профиля

Фактор	Категория оценки				
	1	2	3	4	5
Долговая нагрузка	-	-	-	1,5	2,0
Обслуживание долга	-	-	-	1,5	2,0
Ликвидность	-	-	2,0	4,0	7,0

Источник: АКРА

Факторы долговой нагрузки, обслуживания долга и ликвидности также оказывают мультипликативный эффект друг на друга, будучи тесно взаимосвязанными. При оценке 4 каждый из факторов увеличивает свой вес и вес двух других факторов на 5%, а при оценке 5 — на 10%. Помимо этого, оценка долговой нагрузки, равная 4, увеличивает вес обслуживания долга на 25%, а оценка 5 — на 50%. Таким образом, если все три фактора получают самые низкие оценки, их вес может составить до 92,3% всего индикативного рейтинга без учета отраслевого риск-профиля (примеры применения плавающих весов приведены в Приложениях 3 и 4).

Стоит отметить, что перевзвешивание финансовых факторов происходит за счет пропорционального уменьшения весов прочих факторов как финансового, так и операционного риск-профилей, однако не затрагивает отраслевой риск-профиль. При этом, согласно общему принципу плавающего взвешивания, совокупный вес всех факторов всегда равен 100%.

Результатом взвешивания всех факторов является числовая оценка в диапазоне от 1 до 5. Впоследствии данная оценка накладывается на рейтинговую шкалу в соответствии с Таблицей 3.

Описание рейтинговой шкалы содержится в документе «Основные понятия, используемые Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности». Шкала содержит 22 уровня кредитных рейтингов рейтингуемых лиц, в том числе три преддефолтных («CCC(RU)», «CC(RU)», «C(RU)») и три дефолтных уровня («RD(RU)», «SD(RU)», «D(RU)»). В рейтинговой модели нефинансовых компаний используются 17 уровней — от «AAA(RU)» до «CCC-C(RU)». При этом в категории «CCC» возможно дальнейшее уточнение рейтинга до «CCC(RU)», «CC(RU)» или «C(RU)» на основании дополнительного детального экспертного анализа качественной информации (в том числе в отношении текущего взаимодействия рейтингуемого лица с кредиторами) ввиду более слабого регулирования нефинансового сектора со стороны надзорных органов, в том числе в части определения случая дефолта и регулирования процесса дефолта. Уровни рейтингов «RD(RU)», «SD(RU)» и «D(RU)» присваиваются при нахождении одного или всех финансовых обязательств рейтингуемого лица в дефолте.

Таблица 3. Перенос полученного индикативного рейтинга на рейтинговую шкалу

Категория	Верхняя граница	Шаг	Рейтинг	Верхняя граница	Шаг
AAA	1,57	0,57	AAA(RU)	1,57	0,57
AA	2,14	0,57	AA+(RU)	1,76	0,19
			AA(RU)	1,95	0,19
			AA-(RU)	2,14	0,19
A	2,71	0,57	A+(RU)	2,33	0,19
			A(RU)	2,52	0,19
			A-(RU)	2,71	0,19
BBB	3,28	0,57	BBB+(RU)	2,90	0,19
			BBB(RU)	3,09	0,19
			BBB-(RU)	3,28	0,19

BB	3,85	0,57	BB+(RU)	3,47	0,19
			BB(RU)	3,66	0,19
			BB-(RU)	3,85	0,19
B	4,42	0,57	B+(RU)	4,04	0,19
			B(RU)	4,23	0,19
			B-(RU)	4,42	0,19
CCC	5,00	0,58	CCC—C(RU)	5,00	0,58

Источник: АКРА

После получения индикативного рейтинга Агентство оценивает необходимость проведения дополнительных аналитических корректировок для учета таких факторов, как финансовая политика, риск неблагоприятного события, а также сравнение с группой сопоставимых компаний. После проведения дополнительных корректировок и сравнительного анализа определяется ОСК.

Для определения финального кредитного рейтинга АКРА оценивает необходимость проведения корректировок ОСК в зависимости от положения рейтингуемого лица в группе компаний, наличия взаимосвязи с государством или иностранной организацией. Данные корректировки проводятся в соответствии с Методологией анализа рейтингуемых лиц, связанных с государством или группой.

4 Определение оценки собственной кредитоспособности

4.1. Отраслевой риск-профиль

Собственная кредитоспособность определяется с учетом особенностей отрасли, в которой функционирует компания. Для оценки фактора отраслевого риск-профиля АКРА подразделяет отрасли на пять групп в зависимости от их цикличности, барьеров для входа, отраслевой риск-статистики, а также тенденций и перспектив развития. Вес фактора отраслевого риск-профиля устанавливается индивидуально для каждой группы и варьируется в зависимости от уровня кредитного риска. Это создает определенный рейтинговый потолок для компаний из отраслей с высоким риском и при этом незначительно премирует отрасли с более низким риском.

Цикличность (оценка АКРА, вес — 25%). Цикличность является одним из фундаментальных субфакторов, характеризующих риск-профиль отрасли. В рамках анализа цикличности АКРА учитывает как цикличность объемов производства, так и цикличность рентабельности, которая имеет более фундаментальное значение, поскольку в большей мере отражает способность генерировать денежный поток и, как следствие, обслуживать долговые обязательства. Наименьшей степенью цикличности, как правило, характеризуются инфраструктурные отрасли и отрасли, связанные с производством товаров первой необходимости, в то время как наибольшая цикличность присуща строительным и добывающим отраслям.

Барьеры для входа (оценка АКРА, вес — 10%). Анализ барьеров для входа играет существенное значение при определении кредитного риска отрасли. Компании из высококонцентрированных капиталоемких отраслей с высокими барьерами для входа часто обладают более высокой устойчивостью денежных потоков и рентабельности по сравнению с компаниями из высококонкурентных отраслей.

с минимальными барьерами. Меньшая волатильность денежных потоков и рентабельности оказывает положительное влияние на кредитный профиль компании.

Индикатор отраслевой риск-статистики (вес — 35%). Для оценки фактической отраслевой риск-статистики АКРА использует статистику по просроченной задолженности в банковской системе, которая является достаточно показательным индикатором отраслевого кредитного риска, поскольку косвенно отражает реализацию всех отраслевых рисков во времени. Для оценки этого субфактора АКРА использует агрегированные данные по просроченной задолженности в банковской системе РФ в разрезе отраслей не менее чем за последние 10 лет (данные Банка России), разбивая отрасли по уровню просроченной задолженности на квинтили.

Тенденции и перспективы развития (оценка АКРА, вес — 30%). Помимо оценки отраслевой риск-статистики, АКРА учитывает тенденции и перспективы развития отрасли. В частности, в рамках данного субфактора оцениваются ожидаемые тенденции объемов производства и уровня рентабельности в отрасли, влияющие на способность компаний отрасли обслуживать долговые обязательства. Процессы консолидации и деконсолидации, а также перезагруженность или недозагруженность производственных мощностей могут оказывать существенное влияние на отраслевые перспективы. Отраслевое прогнозирование осуществляется в соответствии с разработанным АКРА документом по общим принципам прогнозирования социально-экономических показателей.

Каждый из вышеперечисленных субфакторов отраслевого риск-профиля оценивается по шкале из пяти категорий оценки — от наиболее сильной (1) до наиболее слабой (5). На основании взвешивания полученных оценок АКРА использует итоговую классификацию отраслей согласно их риск-профилю, приведенную в Таблице 4. Для получения итоговой оценки отраслевого риск-профиля категория оценки отрасли умножается на соответствующий ей вес. Если рейтингуемое лицо относится к прочим отраслям, не упомянутым в Таблице 4, Агентство определяет категорию отрасли путем экспертной оценки.

Пересмотр категорий оценки отраслевого риск-профиля осуществляется только при пересмотре методологии. Как правило, пересмотр отраслевого риск-профиля для отдельных рейтингуемых лиц не предусмотрен. Вместе с тем при наличии у рейтингуемого лица индивидуальных характеристик, снижающих/повышающих, по мнению АКРА, отраслевые риски, оценка отраслевого риск-профиля может быть скорректирована экспертным путем на одну категорию оценки в сторону повышения/снижения. В случае если рейтингуемая компания оперирует в нескольких отраслях, в отношении нее используются наиболее применимые, по мнению АКРА, критерии.

Таблица 4. Классификация отраслей на основании их риск-профилей

Категория	Вес	Отрасль		
1 категория (кредитный риск существенно ниже среднего)	10%	ЖКХ и электроэнергетика: сети	Транспорт: инфраструктура	Телекоммуникации

2 категория (кредитный риск ниже среднего)	5%	Нефтегазовая и химическая отрасли	Металлургия	Электроэнергетика: генерация
3 категория (нейтральный уровень кредитного риска)	0%	ВПК	Машиностроение	Добыча полезных ископаемых (кроме нефти и газа)
		Транспорт: перевозчики	Розничная торговля	Сельское хозяйство
		Пищевая промышленность	Здравоохранение	ИТ
4 категория (кредитный риск выше среднего)	15%	Недвижимость	Лесная и деревообрабатывающая промышленность	Нефтесервисные компании
5 категория (кредитный риск существенно выше среднего)	20%	Инфраструктурное строительство	Жилищное строительство	Оптовая торговля

Источник: АКРА

4.2. Операционный риск-профиль

Оценка операционного риск-профиля рейтингуемых лиц нефинансового сектора является преимущественно качественной. Специфика деятельности компаний сектора может обуславливать сложность детального сопоставления в рамках единой методологии не только рейтингуемых лиц из разных отраслей, но и в отдельных случаях из одной отрасли.

Часть факторов операционного риск-профиля в данной методологии может быть использована для межотраслевого сравнения. Некоторые факторы (субфакторы оценки бизнес-профиля) используются исключительно для сравнения рейтингуемых лиц в рамках одной отрасли (границы экспертных оценок качественных факторов рейтингового анализа в разрезе отраслей приведены в Приложении 5).

4.2.1. Особенности операционной деятельности и позиции на рынке

4.2.1.1. Бизнес-профиль

Анализ бизнес-профиля — это фундаментальная составляющая оценки операционного риск-профиля рейтингуемого лица. Субфакторы, используемые при оценке фактора «Бизнес-профиль», различаются в зависимости от анализируемой отрасли. В Таблице 6 приведены основные субфакторы оценки бизнес-профиля в зависимости от отраслевой принадлежности рейтингуемого лица. Некоторые субфакторы, такие как вертикальная интеграция и продуктовая диверсификация, применимы для наиболее широкого круга отраслей, при этом данные субфакторы играют наиболее важную роль при анализе компаний-ценополучателей из добывающих, обрабатывающих и производящих отраслей. Часть субфакторов, используемых в качестве вводных рейтинговой модели

для одной отрасли (например, доля продукции с высокой добавленной стоимостью), может учитываться в составе отдельных вводных рейтинговой модели в другой отрасли (например, структура продуктовой линейки). Если рейтингуемое лицо относится к прочим отраслям, оценка бизнес-профиля осуществляется на основании анализа набора субфакторов, релевантного для данного рейтингуемого лица, включая, но не ограничиваясь следующими: себестоимость и влияющие на нее факторы, структура и диверсификация бизнеса рейтингуемого лица, характеристики рынков и каналов сбыта. Итоговая оценка в данном случае определяется экспертным путем.

Список субфакторов, учитываемых в рейтинговой модели, включает ключевые качественные характеристики операционной деятельности рейтингуемого лица, но не является исчерпывающим. При оценке бизнес-профиля АКРА может дополнительно идентифицировать и принять во внимание субфакторы, не используемые в качестве основных вводных для отрасли рейтингуемого лица. Ряд таких субфакторов может иметь однонаправленное или неопределенное влияние на оценку бизнес-профиля (логистика, IT-платформа и пр.), поэтому оценка бизнес-профиля может подвергаться дополнительной экспертной корректировке, но не более чем на две категории оценки в сторону повышения или понижения.

Важная составляющая оценки бизнес-профиля — анализ концентрации контрагентов компании, в том числе с точки зрения отраслей-потребителей. При этом в рамках анализа дебиторов учитывается их кредитный риск, а в рамках анализа поставщиков — риски и перспективы их замены.

При наличии существенной концентрации поставщиков/покупателей или концентрации на отраслях со слабым риск-профилем, возможна экспертная корректировка итоговой оценки фактора «Бизнес-профиль» до двух категорий оценки в сторону понижения. Вместе с тем общая величина экспертной корректировки фактора «Бизнес-профиль» не может превышать двух категорий оценки.

Таблица 5. Основные субфакторы бизнес-профиля, учитываемые в рейтинговой модели

Отрасль	Субфакторы бизнес-профиля		
	Субфактор 1	Субфактор 2	Субфактор 3
Нефтегазовая отрасль	Себестоимость	Достаточность ресурсной базы	Объем и глубина переработки
Добыча полезных ископаемых (кроме нефти и газа)	Себестоимость	Достаточность ресурсной базы	Продуктовая диверсификация
Металлургия	Степень вертикальной интеграции	Доля продукции с высокой добавленной стоимостью	Характеристика и диверсификация рынков сбыта
Химическая промышленность	Степень вертикальной интеграции	Гибкость производственной модели и продуктовая диверсификация	Чувствительность к изменению сырьевых цен
Электроэнергетика: генерация	Ценовой и сбытовой риски	Риски поставщиков	Качество основных средств и инвестиционная программа

ЖКХ и электроэнергетика: сети	Регуляторный риск	Сбытовые риски	Качество основных средств и инвестиционная программа
Машиностроение	Стабильность выручки / контрактной базы	Характеристика рынков сбыта	Зависимость от субподрядов и комплектующих
Транспорт: перевозчики	Тип перевозок	Степень загрузки парка	Средний возраст парка
Транспорт: инфраструктура	Регуляторный риск	Специализация	Качество основных средств и инвестиционная программа
Телекоммуникации	Качество инфраструктуры	Модель владения инфраструктурой	Диверсификация услуг
Недвижимость	Загрузка площадей	Диверсификация по активам и арендаторам	Качество договорных условий с арендаторами
Сельское хозяйство	Степень вертикальной интеграции	Продуктовая диверсификация	Доля продукции с высокой добавленной стоимостью
Пищевая промышленность	Продуктовая диверсификация	Тенденции спроса на продукцию	Наличие товаров-заменителей на рынке
Розничная торговля	Цикличность спроса на продукцию	Диверсификация форматов	Сила бренда и политика продвижения
Жилищное строительство	Диверсификация проектов	Сроки и условия реализации	Зависимость от материалов и субподрядов
Инфраструктурное строительство	Сложность строительства	Качество контрактной базы	Зависимость от материалов и субподрядов
Оптовая торговля	Цикличность спроса на продукцию и барьеры для входа	Качество контрагентов	Структура расчетов
ИТ	Волатильность спроса на ключевые продукты	Диверсификация выручки	Уникальность ключевых продуктов, сложность их повторения

Источник: АКРА

4.2.1.2. Рыночная позиция

В рамках данного фактора проводится анализ рыночной позиции рейтингуемого лица как в отрасли в целом, так и в определенной продуктовой категории, а также анализ концентрации игроков в данном сегменте рынка и динамики рыночной доли. Доминирующее положение на рынке может быть связано с силой бренда и лидерством в определенном сегменте. Степень концентрации рынка также влияет на оценку фактора рыночной позиции. Лидерство компании на высококонцентрированном рынке оценивается более высоко, чем ее лидерство на рынке с существенным уровнем фрагментации.

Сильные рыночные позиции компании на международном рынке при оценке фактора способны заменить позицию на национальном рынке, если предложение продукта на национальном рынке выглядит нецелесообразным. В таком случае АКРА уделяет особое внимание оценке рисков потери рынков сбыта.

Если АКРА прогнозирует существенное изменение рыночной доли рейтингуемого лица, оценка может подвергаться дополнительной экспертной корректировке, но не более чем на одну категорию оценки в сторону повышения или понижения.

Таблица 6. Оценка фактора «Рыночная позиция»

Категория оценки	Типичное описание
I	Компания является монополистом или лидером на высоконцентрированном рынке. ¹
II	Компания является успешным игроком на высоконцентрированном рынке.
II	Компания является лидером на умеренно концентрированном рынке.
II	Компания является лидером на фрагментированном рынке по нескольким категориям продукции.
III	Компания является успешным игроком на умеренно концентрированном рынке.
III	Компания является конкурентным игроком на фрагментированном рынке по нескольким категориям продукции.
III	Компания является лидером в узком продуктовом сегменте.
IV	Компания является конкурентным игроком на фрагментированном рынке.
V	Компания имеет слабую конкурентную позицию в своей категории продукта. Показатели компании ниже, чем у лидеров отрасли. Возможно, компания была недавно создана или имеет ограниченный опыт ведения деятельности на рынке.

Источник: АКРА

4.2.1.3. Географическая диверсификация

Географическая диверсификация является одним из факторов, определяющих качество операционного профиля рейтингуемого лица. Наличие географической диверсификации может позволить снизить риски, связанные с экономическим или социальным развитием отдельно взятого региона.

В рамках анализа фактора АКРА выделяет 1–2 индивидуальных субфактора для каждой отрасли. Во внимание могут приниматься как диверсификация и экономическое развитие регионов присутствия (оценка экономического развития регионов производится в соответствии с принципами, изложенными в Методологии присвоения кредитных рейтингов региональным и муниципальным органам власти Российской Федерации), так и логистические преимущества, наличие экспорта и прочие факторы.

В процессе анализа во внимание принимаются различия не только в экономической ситуации в разных регионах, но и различия в экономических тенденциях. Также учитывается рентабельность деятельности рейтингуемого лица в каждом регионе присутствия. Экспорт в структуре выручки в еще большей степени может повысить

¹ Оценка рыночной позиции компании, осуществляющей естественно-монопольную деятельность по электро-, тепло-, водо- и газоснабжению, устанавливается на уровне I, если она является единственным игроком на рынке. Если же на рынке присутствует сопоставимая или большая по размеру компания, ведущая подобную деятельность, то оценка рыночной позиции устанавливается на уровне II.

диверсификацию продаж и снизить зависимость финансового состояния компании от фазы экономического цикла в стране (вместе с тем возрастает подверженность компании регулирующим воздействиям и политическим факторам).

Для отдельных отраслей в рамках фактора также может анализироваться географическая концентрация ключевых операционных активов, наличие которой может говорить как о меньшей устойчивости к технологическим рискам, так и о возможных логистических ограничениях. Если рейтингуемое лицо относится к прочим отраслям, не указанным в Таблице 8, оценка географической диверсификации осуществляется экспертно.

Таблица 7. Оценка фактора «Географическая диверсификация»

Отрасль	Субфакторы географической диверсификации	
	1	Субфактор 2
Нефтегазовая отрасль	Доступность и диверсификация рынков сбыта	Концентрация на одном месторождении
Добыча полезных ископаемых (кроме нефти и газа)	Доступность и диверсификация рынков сбыта	Концентрация на одном месторождении
Металлургия	Доступность и диверсификация рынков сбыта	Концентрация на одном заводе
Химическая промышленность	Доступность и диверсификация рынков сбыта	Концентрация на одном заводе
Электроэнергетика: генерация	Экономическое развитие региона	-
ЖКХ и электроэнергетика:	Экономическое развитие региона	-
Машиностроение	Диверсификация рынков сбыта	-
Транспорт: перевозчики	Маршрутная сеть	-
Транспорт: инфраструктура	Экономическое развитие региона	-
Телекоммуникации	География присутствия	Доля покрытия (% населения)
Недвижимость	Присутствие в городах федерального значения	-
Сельское хозяйство	Доступность и диверсификация рынков сбыта	Подверженность климатическим рискам
Пищевая промышленность	Экономическое развитие региона	-
Розничная торговля	Экономическое развитие региона	-
Жилищное строительство	Присутствие в городах федерального значения	-
Инфраструктурное строительство	Экономическое развитие региона	-
Оптовая торговля	Доступность и диверсификация рынков сбыта	-
ИТ	Формат реализации ключевых продуктов и кредитное качество	-

Источник: АКРА

4.2.2. Особенности корпоративного управления

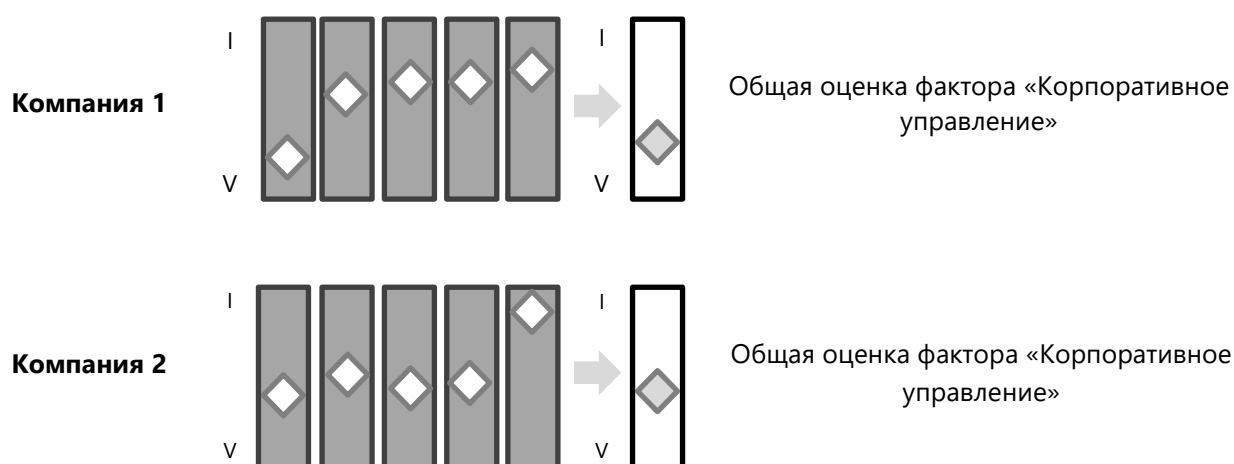
Оценка корпоративного управления учитывает ряд субфакторов, свидетельствующих, в частности, о последовательности принятия решений и об инструментах, используемых в корпоративном управлении.

Оценка рассматриваемого фактора включает в себя оценку таких субфакторов, как:

- стратегия управления;
- управление рисками;
- структура управления;
- структура группы;
- финансовая прозрачность.

Для анализа корпоративного управления характерно повышенное влияние субфакторов с низкой оценкой. Так, наличие любого субфактора с низкой оценкой может предопределить невысокий уровень общей оценки фактора корпоративного управления, тогда как наличие одного субфактора с высокой оценкой, вероятнее всего, окажет незначительное влияние на общую оценку фактора.

Рисунок 2. Примеры влияния субфакторов корпоративного управления



Источник: АКРА

Общая оценка фактора корпоративного управления имеет плавающий вес в рамках операционного профиля — по мере ухудшения оценки увеличивается ее доля в операционном профиле в целом (рост веса в 1,5–2,5 раза). Таким образом, низкий уровень корпоративного управления может привести к невысокой оценке операционного профиля даже при наличии сильной рыночной позиции и бизнес-профиля.

Дополнительно рассматривается деловая репутация собственников и менеджмента как фактор, не обладающий отдельным весом, однако в определенных ситуациях ограничивающий общую оценку фактора «Корпоративное управление».

4.2.2.1. Стратегия управления

Оценка стратегии компании позволяет оценить способность руководства создать безубыточное в долгосрочном периоде предприятие и укрепить его позиции на рынке. Корпоративные цели оцениваются в соответствии со стратегическими планами на будущие периоды и с ретроспективными данными. Склонность к риску

и соответствие риска поставленным целям являются важными компонентами стратегии управления. Аналитики рейтингового агентства, как правило, проводят встречи с руководителями высшего звена, а также с акционерами компаний для того, чтобы лучше понять стратегию бизнеса организации, ее политику и философию деятельности. Ознакомление со стратегией управления компании позволяет АКРА выработать субъективную точку зрения в отношении вероятных действий менеджмента в стрессовой ситуации.

Таблица 8. Оценка субфактора «Стратегия управления»

Категория оценки	Типичное описание
I	Последовательная стратегия, отсутствие прецедентов отклонения от установленного стратегического курса. Большое количество успешных примеров реализации стратегии в прошлых периодах.
II	Последовательная стратегия с ограниченным числом случаев отклонения от установленного стратегического курса. Реализация стратегии успешна.
III	Последовательная стратегия, но со значительным количеством внеплановых элементов. Реализация в целом успешна.
IV	Стратегии не хватает целостности, или она носит агрессивный характер. Стратегия реализуется с переменным успехом и / или с частым отклонением от установленного курса.
V	Стратегия отсутствует в формализованном или неформализованном виде, крайне агрессивна или явно не будет реализована. Необходимы серьезные изменения, чтобы избежать банкротства компании.

Источник: АКРА

4.2.2.2. Системы управления рисками

АКРА уделяет большое внимание оценке эффективности систем риск-менеджмента. В рамках анализа системы управления рисками Агентство определяет подверженность компании как финансовым (валютным, процентным, кредитным, ценовым рискам, а также рискам ликвидности), так и технологическим и прочим видам риска. АКРА оценивает используемый компанией инструментарий для управления рисками (включая страхование, если это позволяет снизить технологический риск), а также эффективность его применения.

Важную роль в оценке корпоративного управления АКРА отводит анализу не только регламентации процесса управления рисками, но и соответствию деятельности компании заявленным нормам риск-менеджмента, поскольку формальное утверждение политики управления рисками в российской деловой практике не всегда влечет за собой ее последовательное выполнение.

Принимая во внимание российскую специфику, АКРА также учитывает эффективность так называемого натурального хеджирования валютных рисков как одного из наиболее важных элементов управления рисками на предприятиях, подверженных валютному риску.

Кроме того, в периоды высокой волатильности валютных и сырьевых рынков некоторые предприятия нефинансового сектора используют опыт топ-менеджмента и акционеров для получения дополнительной выгоды через сознательный отказ

от инструментов хеджирования или, более того, вовлечение в спекулятивные операции. Такая практика оказывает негативное влияние на оценку риск-менеджмента даже при условии исторической эффективности и возможного получения дополнительной прибыли.

Таблица 9. Оценка субфактора «Системы управления рисками»

Категория оценки	Типичное описание
I	Очень высокая эффективность систем риск-менеджмента. Инструменты хеджирования рисков используются на постоянной основе вне зависимости от внешней конъюнктуры.
II	Присутствует полноценная система управления рисками. Инструменты риск-менеджмента учитывают значительную часть финансовых рисков.
III	Присутствуют отдельные элементы системы риск-менеджмента для управления некоторыми видами рисков, активно используется натуральное хеджирование.
IV	Система риск-менеджмента развита слабо, но компания стремится использовать инструменты натурального хеджирования и минимизировать подверженность финансовым рискам.
V	Система риск-менеджмента отсутствует или слабо развита. Волатильность финансовых рынков регулярно используется для спекулятивных операций.

Источник: АКРА

4.2.2.3. Структура управления

Оценка структуры управления включает в себя анализ структурных аспектов корпоративного управления, в частности анализ деятельности совета директоров, а также управления конфликтами интересов. Если структура управления характеризуется недостатками, способными снизить защиту кредиторов, рассматриваемый фактор способен оказать негативное влияние на кредитный рейтинг компании.

Среди основных характеристик структуры корпоративного управления необходимо выделить следующие: опыт работы топ-менеджмента, систему менеджмента, исключаящую или минимизирующую конфликт интересов, взаимодействие с внешними аудиторами и пр.

Таблица 10. Оценка субфактора «Структура управления»

Категория оценки	Типичное описание
I	Совет директоров ² с большим опытом, наличие независимых директоров. Эффективная система «сдержек и противовесов» и управления конфликтами интересов. Отсутствие высокого уровня концентрации акционерной собственности.

² Здесь и далее под советом директоров также понимается орган(ы), выполняющий(-ие) сходные функции. АКРА допускает формальное отсутствие или невозможность деятельности совета директоров в отдельные периоды деятельности рейтингуемого лица и в таком случае проводит оценку органа, выполняющего схожие функции.

II	Наличие доказательств эффективного управления компанией в прошлом при менее очевидной эффективности и независимости совета директоров. Присутствует некоторая концентрация акционерной собственности, однако акционеры очень ограниченно вовлечены в операционную деятельность компании.
III	Совет директоров отсутствует, или эффективность и независимость деятельности совета директоров неочевидна. Присутствуют другие коллегиальные органы управления. Может присутствовать «риск незаменимого человека» (руководитель компании, основной акционер). При вовлечении акционера в операционную деятельность он действует в том числе в интересах кредиторов.
IV	Слабая структура управления. Совет директоров отсутствует, или деятельность совета директоров неэффективна, независимые директора играют символическую роль. Решения принимаются единоличным бенефициаром.
V	Высокий риск конфликта интересов акционеров, менеджмента и кредиторов. Нестабильность состава совета директоров. Совет директоров отсутствует, или не справляется со своими обязанностями; принятые решения могут наносить ущерб компании и препятствовать стратегическому развитию.

Источник: АКРА

4.2.2.4. Структура группы

Два последних субфактора позволяют определить, насколько легко кредиторам и потенциальным инвесторам оценить финансовое состояние рейтингуемого лица и риски инвестирования в его ценные бумаги.

Сложная структура группы с большим количеством внутригрупповых оборотов и отсутствием выделенных центров поступления денежных средств усложняет оценку финансового состояния рейтингуемого лица. Прозрачная и простая структура организации, напротив, повышает доверие кредиторов к ней. К крайне негативным факторам можно также отнести наличие существенных экономически необоснованных сделок со связанными сторонами, не входящими в периметр группы.

Таблица 11. Оценка фактора «Структура группы»

Категория оценки	Типичное описание
I	Прозрачная и простая структура группы.
II	Структура группы незначительно усложнена. Крупные сделки с взаимосвязанными сторонами отсутствуют.
III	Сложная структура группы или непрозрачная структура собственности. Наличие операций со связанными сторонами, однако они являются экономически обоснованными.
IV	Сложная структура группы или непрозрачная/спорная структура собственности. Наличие крупных непрозрачных сделок со связанными сторонами.
V	Структура группы является сложной или подвержена разного рода рискам (спорная структура собственности, наличие спорных сделок, риск смены собственника), что может негативно влиять на достижение стратегических и финансовых целей.

Источник: АКРА

4.2.2.5. Финансовая прозрачность

При присвоении и мониторинге кредитных рейтингов аналитики АКРА полагаются на точность аудированной финансовой отчетности рейтингуемого лица. Такая точность возможна только при условии сильной системы внутреннего контроля, а также

согласованности учетной политики и внутренних процедур, обеспечивающих своевременное представление отчетности и достаточную степень раскрытия информации. Слабые места в процессах составления и представления финансовой отчетности, недостоверность финансовых сведений в прошлом или задержки представления обязательных документов свидетельствуют о потенциальном сбое в системе внутреннего контроля.

Как правило, отсутствие аудированной финансовой отчетности по МСФО (или US GAAP) крайне негативно влияет на уровень субфактора «Финансовая прозрачность». При этом в некоторых случаях ограничение уровня финансовой прозрачности обусловлено не слабостью систем внутреннего контроля, а спецификой операционной деятельности компании (это относится, например, к предприятиям военно-промышленного комплекса). В таких случаях оценка субфактора «Финансовая прозрачность» не может быть выше IV, но при этом данный субфактор не становится ключевым для фактора «Корпоративное управление».

В отдельные периоды времени АКРА может ориентироваться на исторический уровень раскрытия и намерение компании вернуться к сопоставимому уровню, когда позволят обстоятельства.

Таблица 12. Оценка фактора «Финансовая прозрачность»

Категория оценки	Типичное описание
I	Составление и представление финансовой отчетности проводится в соответствии с лучшими практиками.
II	Финансовая отчетность хорошего качества, отсутствие значительных недостатков. Качество финансовой отчетности сопоставимо с качеством финансовой отчетности крупнейших публичных компаний рынка.
III	Финансовая отчетность приемлемого качества, но с некоторыми недостатками или с продолжительными сроками представления.
IV	Финансовая отчетность по МСФО (US GAAP) имеет значительные недостатки или отсутствует, но имеется отчетность по РСБУ. Агрессивная учетная политика компании.
V	Прекращение подготовки финансовой отчетности по МСФО (US GAAP) либо отзыв заключения аудитора по отчетности.

Источник: АКРА

4.2.2.6. Деловая репутация

Негативная деловая репутация собственников бизнеса и/или менеджмента увеличивает операционный риск компании и может привести к потере части клиентской базы и снижению рентабельности бизнеса. Основанием для признания деловой репутации негативной может быть любая релевантная материальная информация, имеющаяся в распоряжении АКРА.

Признаками, свидетельствующими о негативной деловой репутации, могут являться информация о прямой или косвенной причастности собственников и/или менеджмента к криминальным структурам, совершению уголовно наказуемых деяний, коррупционным скандалам, рейдерским захватам, хищениям, растратам, обналичиванию денежных средств, а также наличие текущих исков или судебных решений о предшествующих банкротствах, в том числе фиктивных и преднамеренных, компаний, связанных с собственниками и/или менеджментом, и/или привлечения к субсидиарной ответственности. При признании деловой репутации собственников и/или менеджмента негативной общая оценка фактора «Корпоративное управление» ограничивается уровнем 5.

4.3. Финансовый риск-профиль

Анализ финансового профиля рейтингуемых лиц нефинансового сектора осуществляется преимущественно с помощью количественных финансовых показателей и является одним из ключевых этапов оценки рейтингуемого лица (список основных показателей приведен в Приложении 1). При этом важным аспектом является анализ финансовых показателей не только с точки зрения фактических данных, но и с учетом прогнозов, что позволяет как сглаживать волатильность показателей, так и в целом получать более справедливую оценку. Для оценки прогнозных данных АКРА использует собственную финансовую модель рейтингуемого лица. Как правило, при оценке факторов финансового профиля вес фактических показателей за последние три года соответствует весу спрогнозированных АКРА на ближайшие три года показателей, причем наибольший вес приходится на последний фактический и первый прогнозный годы, однако в определенных случаях более весомыми могут являться именно прогнозные значения. Такой подход может быть применим, например, в случаях рейтингования компаний с длительным операционным циклом и неритмичным формированием денежных потоков (некоторые виды машиностроения, жилищное и инфраструктурное строительство). При этом, несмотря на использование прогнозных данных, финальная категория оценки того или иного финансового показателя может быть скорректирована экспертным путем в случае его приближения к одной из границ диапазонов.

Список используемых Агентством финансовых показателей и диапазонов в разрезе отраслей приведен в Приложении 6. Если рейтингуемое лицо относится к прочим отраслям, диапазоны оценки отдельных показателей могут определяться экспертным путем в зависимости от среднеотраслевых показателей (рентабельность по FFO до процентных платежей и налогов, рентабельность по FCF, капитальные затраты / выручка). При этом, как правило, III категория оценки соответствует среднеотраслевому значению показателя.

Если присвоение кредитного рейтинга осуществляется на основании отчетности, отчет о движении денежных средств которой составлен прямым методом, то показатель FFO до чистых процентных платежей и налогов устанавливается на уровне показателя EBITDA с учетом корректировок Агентства.

4.3.1. Размер компании

В рамках проведения финансового анализа рейтингуемого лица отдельное внимание уделяется размеру компании, поскольку он имеет существенное значение с точки

зрения эффекта масштаба, конкурентных преимуществ и, как правило, доступа к внешнему финансированию на более выгодных условиях.

Для оценки размера АКРА использует единый подход для всех рейтингуемых лиц с целью максимально корректного межотраслевого сопоставления. Для оценки данного фактора используется операционный денежный поток до изменения оборотного капитала (FFO), поскольку данный показатель обеспечивает сопоставление рейтингуемых лиц из максимально широкого круга отраслей (для ряда отраслей с высоким уровнем оборота выручка не может рассматриваться в качестве наиболее репрезентативного фактора ввиду, как правило, достаточно низкой рентабельности, при которой даже незначительные ее различия могут свидетельствовать о разном размере компаний).

Для некоторых отраслей в качестве вторичного фактора размера (как правило, с меньшим весом) допускается использование других финансовых (выручка, EBITDAR и пр.) и нефинансовых (объем добычи, объем площадей, количество абонентов и пр.) показателей.

Таблица 13. Оценка фактора «Размер компании»

Показатель	Комментарии	Отрасли
FFO до % и налогов (операционный денежный поток до изменения оборотного капитала, выплаты процентов и налогов)	Показатель, отражающий объем денежных средств, генерируемых в ходе операционной деятельности. Может быть использован для сопоставления размера рейтингуемых лиц из широкого круга отраслей.	Используется в качестве основного показателя для всех отраслей
FFO до фиксированных платежей и налогов	Показатель, отражающий объем денежных средств, генерируемых в ходе операционной деятельности. Рассчитывается до вычета фиксированных платежей и налогов.	ИТ
Выручка	Показатель, отражающий валовой оборот операционной деятельности, однако не учитывающий финансовую эффективность.	Оптовая торговля, розничная торговля (вторичный показатель)
EBITDA (прибыль до выплаты процентов, налогов, износа и амортизации)	Наиболее широко распространенный показатель операционной эффективности, отражающий объем операционной прибыли, скорректированной на неденежные доходы / расходы. Может быть использован для сравнения размера рейтингуемых лиц из широкого круга отраслей.	
EBITDAR (прибыль до выплаты процентов, налогов, износа, амортизации и аренды)	Показатель для более широкого сопоставления операционного результата между рейтингуемыми лицами, учитывающий особенности модели владения активами (модель «легких / тяжелых активов»). Широко распространен для сравнения компаний розничной торговли.	

Прочие	В качестве прочих показателей, определяющих размер рейтингуемого лица, могут использоваться различные количественные данные, как правило, не находящие отражения в официальной отчетности (например, объем добычи/производства, объем разведанных запасов, объем торговых площадей и прочие показатели в зависимости от отраслевой специфики).	Добывающая и обрабатывающая промышленность (объем добычи/переработки); энергетическая промышленность (объем генерации/передачи); телекоммуникации (количество абонентов); недвижимость (размер площадей); строительство (объем портфеля строительства).
--------	--	---

Источник: АКРА

4.3.2. Рентабельность

При анализе рентабельности АКРА уделяет большее значение рентабельности по FFO, чем рентабельности по операционной прибыли или EBITDA, так как, по мнению Агентства, данный показатель более точно отражает способность рейтингуемого лица стабильно генерировать положительный операционный денежный поток.

Помимо рентабельности в процентном выражении от выручки, АКРА уделяет существенное внимание показателю волатильности рентабельности. Рейтингуемое лицо со стабильными и предсказуемыми показателями прибыльности может получить более высокую оценку субфактора «Рентабельность», тогда как высокая волатильность уровня рентабельности, напротив, может стать причиной более низкой оценки даже при высоких значениях данного показателя в последних отчетных периодах.

Таблица 14. Оценка фактора «Рентабельность»

Показатель	Комментарии	Отрасли
Рентабельность по FFO до % и налогов	Основной показатель для сравнения эффективности деятельности рейтингуемых лиц, демонстрирующий эффективность генерации операционного денежного потока относительно общего оборота.	Все отрасли, кроме транспорта (перевозчики), телекоммуникаций, недвижимости и розничной торговли.
Рентабельность по FFO до фиксированных платежей и налогов	Показатель для сравнения эффективности деятельности рейтингуемых лиц, учитывающий различия в моделях владения активами (широко используется в сегменте розничной торговли).	Транспорт: перевозчики; телекоммуникации; розничная торговля; ИТ.
Рентабельность по EBITDA(R)	Наиболее широко используемые показатели для сравнения операционной эффективности рейтингуемых лиц нефинансового сектора. Не являются индикаторами эффективности генерации денежного потока. Могут использоваться в качестве вспомогательных показателей.	

Прочие	В ряде отраслей в качестве вторичных целесообразно оценивать другие количественные показатели, описывающие рентабельность деятельности рейтингуемого лица (например, ARPU, EBITDAR с кв. м, операционная прибыль к объему добычи и другие).	Нефтегазовая отрасль (EBITDA в расчете на баррель); телекоммуникации (ARPU); недвижимость (ставка капитализации, NOI с кв. м); розничная торговля (EBITDAR с кв. м); жилищное строительство (SG&A/выручка).
--------	---	---

Источник: АКРА

4.3.3. Долговая нагрузка и обслуживание долга

Оценка факторов долговой нагрузки и обслуживания долга занимает ключевое место в рейтинговой оценке компании. В рамках оценки данных факторов анализируются как исторические уровни долговой нагрузки и обслуживания долга, так и прогнозируемая АКРА способность компании обслуживать долг, что имеет даже большее значение, поскольку одной из целей выхода компании на рынки капитала может быть привлечение значительных сумм кредитных средств, в случае чего анализ исторических коэффициентов становится значительно менее релевантным, чем анализ прогнозных показателей. Долговая нагрузка и обслуживание долга являются факторами, увеличивающими свое влияние на рейтинг компании по мере ухудшения их значений. Так, при попадании в первую, вторую или третью категории оценки их вес будет базовым, однако при отнесении к четвертой или пятой категории оценки вес существенно увеличивается (в 1,5–2,5 раза) и оценка данных факторов может вносить ключевой вклад при определении кредитного рейтинга.

Под долговыми обязательствами (долгом) АКРА, как правило, понимает финансовые обязательства, классифицированные в финансовой отчетности рейтингуемого лица в качестве долга. При этом АКРА вправе осуществлять аналитические корректировки в отношении долговых обязательств на забалансовые или балансовые статьи, если, по мнению Агентства, они обладают основными характеристиками долга.

В зависимости от отрасли и специфики рейтингуемого лица в отношении управления ликвидностью АКРА использует при проведении анализа как показатели общей долговой нагрузки, так и показатели чистого долга. При этом при расчете чистого долга АКРА может учитывать не все свободные денежные средства и их эквиваленты, отраженные в аудированной отчетности. В Таблице 16 приведены основные показатели долговой нагрузки, используемые Агентством. В Приложении 6 приведены стандартные показатели оценки фактора «Долговая нагрузка» для каждой отрасли, однако АКРА оставляет за собой право использовать другой показатель, приведенный в Таблице 16, если он, по мнению Агентства, в более полной мере отражает риски рейтингуемого лица, с объяснением причин использования другого показателя в пресс-релизе.

Для исключения риска некорректной трактовки полученных коэффициентов долговой нагрузки АКРА устанавливает наихудшую оценку («5») для субфактора количественной оценки долговой нагрузки в случае отрицательного значения того показателя, с которым сравнивается размер долга (FFO до чистых процентных платежей, EBITDA, EBITDAR и пр.), при условии, что размер долга отличен от нуля.

Таблица 15. Оценка фактора «Долговая нагрузка»

Показатель	Комментарии
Общий (чистый) долг / FFO до чистых процентных платежей	Показатель, отражающий покрытие долговой нагрузки операционным денежным потоком до движения оборотного капитала и выплаты процентов.
Скорректированный общий (чистый) долг / FFO до фиксированных платежей	Показатель, отражающий покрытие долговой нагрузки, скорректированной на операционную аренду (для большей сопоставимости компаний), операционным денежным потоком до движения оборотного капитала, выплаты процентов и аренды.
Скорректированный общий (чистый) долг / EBITDAR	Показатель, отражающий покрытие долговой нагрузки, скорректированной на операционную аренду (для большей сопоставимости компаний), операционной прибылью до выплаты процентов, налогов, амортизации и аренды. Имеет ограниченную применимость для большого числа отраслей и используется в качестве вспомогательного фактора для рейтинговой оценки.
Общий (чистый) долг / EBITDA	Наиболее широко используемый показатель оценки долговой нагрузки в нефинансовом секторе, отражающий покрытие долговой нагрузки операционной прибылью до выплаты процентов, налогов и амортизации. Имеет ограниченную применимость для большого числа отраслей и используется в качестве вспомогательного фактора для рейтинговой оценки.
Общий (чистый) долг / Собственный Капитал	Показатель, отражающий соотношение собственных и привлеченных средств. Может быть применим для ряда отраслей с длительным операционным циклом (например, строительство). При использовании показателя АКРА вправе осуществлять корректировку капитала на неликвидные, по мнению Агентства, активы.
Общий (чистый) долг / (FFO – капитальные расходы)	Показатель, отражающий покрытие долговой нагрузки операционным денежным потоком после осуществления капитальных расходов. Применим для отраслей, отличающихся значительным уровнем капитальных расходов.
Общий долг / NOI	Показатель, отражающий покрытие долговой нагрузки чистым операционным доходом.
Другие показатели долговой нагрузки	В ряде отраслей целесообразно применение других показателей долговой нагрузки или сравнение долговой нагрузки с операционными показателями для сопоставления левереджа компаний внутри отрасли (например, долг к разведанным запасам в натуральном выражении).

Источник: АКРА

Помимо количественной оценки, АКРА уделяет внимание диверсификации, а также качественной оценке долгового портфеля рейтингуемого лица, которая оценивается экспертно на основании следующих характеристик долговых обязательств:

- тип обязательства;
- структурная субординация;
- сумма обязательства;
- валюта погашения;
- график погашения долга;
- вид процентной ставки;
- наличие доп. комиссий;
- возобновляемость линий;
- срок доступности средств;
- наличие обеспечения;
- вид и характер обеспечения;
- штрафные условия в соглашении;
- наличие ковенант в соглашении;
- особые условия в соглашении;
- характеристики кредитора;
- взаимоотношения с кредитором.

Данные характеристики оцениваются на основании заполненных рейтингуемым лицом анкет по форме АКРА, а также на основании предоставленных копий кредитных соглашений и другой внутренней информации рейтингуемого лица.

Структура долговых обязательств рейтингуемого лица может иметь существенное значение при рейтинговой оценке. Так, формально относительно низкая долговая нагрузка рейтингуемого лица при непрозрачной структуре группы и большом объеме забалансовых обязательств может некорректно отражать реальный уровень долговой нагрузки, а исключительно краткосрочный характер долгового портфеля может свидетельствовать о повышенном кредитном риске даже при низкой долговой нагрузке относительно сопоставимых компаний. АКРА также учитывает сложившуюся российскую специфику в области контрактной и структурной субординации долговых обязательств, в том числе ограниченную применимость традиционных элементов английского корпоративного права в российской юрисдикции. При анализе забалансовых обязательств АКРА оценивает не только их объем, но и вероятность их материализации, а также возможность их финансирования как за счет собственных, так и внешних источников.

Вес качественной оценки долговой нагрузки в структуре оценки долговой нагрузки составляет 30%. Данный показатель может быть снижен до 0% для компаний, количественная оценка долговой нагрузки которых попадает в первую категорию оценки, поскольку компании с низким уровнем долга, как правило, обладают большей гибкостью в его рефинансировании за счет внешних источников.

Таблица 16. Качественная оценка долговой нагрузки

Категория оценки	Типичное описание
I	Сбалансированная структура долгового портфеля как с точки зрения сроков и графика погашения, так и с точки зрения валют и ставок. Отсутствие существенных забалансовых обязательств. Сбалансированная структура кредиторов.
II	Сбалансированная структура долгового портфеля как с точки зрения сроков и графика погашения, так и с точки зрения валют и ставок. Забалансовые обязательства имеются, но их объем незначителен. Сбалансированная структура кредиторов, однако присутствует незначительная зависимость от крупнейшего.

III	В целом сбалансированная структура долгового портфеля, однако имеются определенные несущественные диспропорции в части графика погашения или валют/ставок. Имеются крупные забалансовые обязательства, но риск их исполнения незначителен. Существенная концентрация или чрезмерная диверсификация кредиторов, при этом риски рефинансирования приемлемы.
IV	Наличие определенной диспропорции в структуре долгового портфеля. График обслуживания и погашения долга имеет ярко выраженные пиковые периоды в среднесрочной перспективе. Имеются крупные забалансовые обязательства с высоким риском исполнения. Существенная концентрация или чрезмерная диверсификация кредиторов, риск невозможности выработки консолидированной позиции по значимым вопросам.
V	Преимущественно краткосрочный характер финансирования. Значительный дисбаланс между параметрами входящего денежного потока и структурой долга. Наличие нецелевого финансирования (например, финансирование долгосрочных проектов краткосрочными кредитами). Крайне высокий объем забалансовых обязательств с высоким риском исполнения. Существенная зависимость от единственного кредитора.

Источник: АКРА

Помимо сопоставления долговой нагрузки в абсолютном выражении с основными показателями, характеризующими размер операционной деятельности компании, АКРА оценивает способность рейтингуемого лица покрывать процентные/фиксированные расходы из операционной прибыли или операционного денежного потока. Относительно низкий коэффициент покрытия финансовых расходов может привести к затруднениям в обслуживании долга при падении рентабельности или при росте волатильности на финансовых рынках. Отсутствие хеджирования процентных рисков в нефинансовом секторе также может оказать существенное влияние на уровень кредитного риска (особенно это касается менее крупных компаний с более высокими процентными расходами). В Приложении 6 приведены стандартные показатели оценки фактора «Обслуживание долга» для каждой отрасли, однако АКРА оставляет за собой право использовать другой показатель, приведенный в Таблице 17, если он, по мнению Агентства, в более полной мере отражает риски рейтингуемого лица, с объяснением причин использования другого показателя в пресс-релизе.

Таблица 17. Оценка фактора «Обслуживание долга»

Показатель	Комментарии
FFO до чистых процентных платежей / (чистые) процентные платежи	Ключевой показатель для оценки процентной нагрузки рейтингуемых лиц из широкого круга отраслей.
FFO до фиксированных платежей / фиксированные платежи	Ключевой показатель для оценки процентной нагрузки рейтингуемых лиц из широкого круга отраслей, учитывающий модель владения активами.
EBITDA / чистые процентные расходы	Широко используемый показатель оценки покрытия процентных расходов для многих компаний нефинансового сектора. Имеет ограниченную применимость для большого числа отраслей и используется в качестве вспомогательного фактора для рейтинговой оценки.
EBITDAR / (чистые процентные расходы + расходы по операционным арендам)	Показатель, отражающий покрытие фиксированных расходов операционной прибылью до выплаты процентов, налогов, амортизации и аренды.

NOI / Платеж	Показатель, отражающий покрытие амортизационных и процентных платежей по долгу ³ чистым операционным доходом.
Другие показатели обслуживания долга	В ряде отраслей целесообразно применение других показателей обслуживания долга для сопоставления компаний внутри отрасли.

Источник: АКРА

При расчете процентных платежей (процентных расходов) размер процентных платежей (процентных расходов) может быть снижен на размер полученных процентных платежей (процентного дохода) от размещения избытка ликвидности при условии долгосрочности и экономической целесообразности данного размещения.

Капитализация платежей по операционному лизингу

Сопоставление уровней долговой нагрузки между рейтингуемыми лицами может быть затруднено в зависимости от бизнес-модели — модель «легких активов» подразумевает использование операционной аренды вместо покупки актива за счет привлеченных средств в отношении большей части основных средств предприятия. Также на уровень долговой нагрузки влияет использование предприятием финансового или операционного лизинга.

Для расчета размера обязательств по аренде для компаний из отраслей, в которых доля арендных и/или лизинговых платежей невелика, АКРА использует размер таких обязательств в соответствии с МСФО 16. Для отраслей, в которых арендные и/или лизинговые платежи являются значительной статьей расходов, АКРА самостоятельно рассчитывает скорректированный размер обязательств, используя метод капитализации платежей по операционному лизингу. Корректировка зависит от процентных ставок на рынке, средних процентных ставок для рейтингуемого лица, а также от остаточного срока полезного использования основных средств, принимаемых в операционную аренду, и основывается на экспертных допущениях.

При расчете скорректированных показателей долговой нагрузки к ним прибавляются расходы на операционный лизинг (в случае операционной аренды они также включают сопутствующие арендные расходы), умноженные на мультипликатор. При таком методе оценки долговой нагрузки обязательства, рассчитанные в соответствии с МСФО 16, не учитываются. Примеры расчета мультипликатора операционной аренды приведены ниже. Для различных отраслей экономики, как правило, характерны разные средние мультипликаторы операционной аренды.

АКРА учитывает отличия контрактных обязательств по кредитным соглашениям и по соглашениям операционного лизинга, в том числе отсутствие немедленного дефолта по долговым обязательствам в случае неплатежей по обязательствам и соглашениям операционного лизинга или аренды.

³ В случае отсутствия на горизонте прогнозирования амортизационных платежей по номинальной части долга и срока погашения долга, превышающего горизонт прогнозирования, АКРА может исключать платежи по номиналу долга из расчета показателя.

Таблица 18. Примеры расчета мультипликатора*

Процентная ставка	Остаточный СПИ основных средств**, лет				
	5	10	15	25	30
6%	4,2	7,4	9,7	12,8	13,8
8%	4,0	6,7	8,6	10,7	11,3
10%	3,8	6,1	7,6	9,1	9,4
12%	3,6	5,7	6,8	7,8	8,1
14%	3,4	5,2	6,1	6,9	7,0
16%	3,3	4,8	5,6	6,1	6,2
18%	3,1	4,5	5,1	5,5	5,5

* Так как капитализация аренды является скорее инструментом сопоставления, нежели расчета точного уровня долга, значения мультипликаторов могут быть округлены и усреднены для проведения сравнительного анализа компаний одной отрасли.

** Проводимая АКРА оценка остаточного срока полезного использования (СПИ) основных средств, не принадлежащих рейтингуемому лицу, но находящихся в операционной аренде, для целей капитализации операционной аренды. Максимальный СПИ может быть определен в соответствии с законодательством и с учетной политикой рейтингуемого лица по МСФО, а также согласно внутренней оценке АКРА.

Источник: АКРА

4.3.4. Ликвидность

Ликвидность, как и долговая нагрузка, имеет ключевое значение при анализе любых рейтингуемых лиц нефинансового сектора и тесно взаимосвязана с такими факторами, как «Размер компании», «Долговая нагрузка», «Бизнес-профиль», а также с субфактором «Стратегия управления». Для небольших компаний, а также для менее гибких в своей операционной деятельности предприятий особенно важна поддержка ликвидности на адекватном уровне. АКРА формирует мнение о состоянии краткосрочной и среднесрочной ликвидности рейтингуемого лица на основании сопоставления его денежных требований и финансовых обязательств с источниками ликвидности на соответствующем временном горизонте.

Источники ликвидности могут быть как внешними, так и внутренними. Прогнозируемое в рамках проведения анализа ограничение использования какого-либо источника ликвидности (например, ожидаемое увеличение оборотного капитала или финансовых инвестиций без возможности высвобождения денежных средств) приравнивается к увеличению денежных требований. На оценку ликвидности также может повлиять прогнозируемое Агентством изменение условий расчетов рейтингуемого лица с ключевыми контрагентами — как дебиторами, так и кредиторами — а также изменение операционного цикла.

Таблица 19. Источники ликвидности

Внешние источники ликвидности	Внутренние источники ликвидности
Открытые кредитные линии	Операционный денежный поток
Размещенные облигационные займы	Изменения в оборотном капитале (активы)
Утвержденные бюджетные средства	Денежные средства на текущем счете
Средства от размещения акционерного капитала	Краткосрочные банковские депозиты
Изменения в оборотном капитале (пассивы)	Другие краткосрочные инвестиции

Источник: АКРА

В рамках анализа ликвидности учитываются данные финансовой отчетности и заполненных рейтингуемым лицом форм АКРА. В первую очередь во внимание принимаются гарантированные источники ликвидности. Учитывая сложившиеся в Российской Федерации практики предоставления финансирования со стороны банковских организаций, также принимаются во внимание и негарантированные источники ликвидности (свободные кредитные линии без обязательства банка по предоставлению средств). При анализе источников ликвидности АКРА уделяет особое внимание оценке их качества (кредитоспособность банков-контрагентов, ликвидность и качество инвестиций и пр.).

Важная составляющая анализа — оценка установленных финансовых ковенантов по действующим кредитным соглашениям компании. Отсутствие запаса прочности по ковенантам или, более того, их нарушение может существенно затруднять привлечение дополнительного финансирования. Также в этом случае может возрасти потребность в рефинансировании текущего долга при предъявлении кредиторами требований о досрочном погашении долга.

Ликвидность является одним из факторов, вклад которых в оценку рейтингуемого лица увеличивается по мере ухудшения его оценки (за счет использования плавающих весов). С одной стороны, ликвидность — это фактор, который может иметь решающее значение при установлении уровня кредитного рейтинга, поскольку значительный дефицит ликвидности может свидетельствовать о высоком риске неплатежеспособности в среднесрочной перспективе. С другой стороны, ликвидность может не оказывать существенного влияния при сравнении двух рейтингуемых лиц с похожими операционными и финансовыми профилями, если они отличаются друг от друга только по характеристике ликвидности (если одна компания обладает превосходным профилем ликвидности, а вторая — адекватным).

Важную роль играет не только количественная оценка ликвидности, основным показателем которой является коэффициент краткосрочной ликвидности, но и ее качественная оценка. Качественная оценка ликвидности определяется экспертно на основании таких параметров, как график обслуживания и погашения долговых обязательств, диверсификация источников финансирования, запас прочности по ковенантам в кредитных соглашениях. Качественная и количественная оценки ликвидности имеют равный вес в рамках общей оценки фактора «Ликвидность».

Таблица 20. Оценка фактора «Ликвидность»

Категория оценки	Коэфф. краткосрочной ликвидности	Качественная оценка ликвидности
I	>1,5	Превосходный уровень ликвидности. Комфортный график погашения долгового портфеля в долгосрочной перспективе. Диверсифицированные источники внутреннего и внешнего финансирования, включающие размещения на публичных рынках долга и/или акционерного капитала. Присутствует высокий запас прочности по ковенантам в кредитных соглашениях.
II	1,25–1,5	Высокий уровень ликвидности. Комфортный график погашения долгового портфеля в среднесрочной перспективе.

		Диверсифицированные источники внутреннего и внешнего финансирования. Имеется определенный запас прочности по ковенантам в кредитных соглашениях.
III	1,0–1,25	Умеренная ликвидность. Наличие пиковых периодов погашения долга в среднесрочной или долгосрочной перспективе. Присутствуют внутренние источники финансирования, однако из внешних источников доступно только банковское финансирование. Отсутствие запаса прочности по ковенантам в кредитных соглашениях при отсутствии потребности в наращивании долга.
IV	0,8–1,0	Низкая ликвидность. Наличие пиковых периодов погашения долга в краткосрочной перспективе. Исключительная зависимость от банковского финансирования. Отсутствие запаса прочности по ковенантам в кредитных соглашениях при наличии потребности в наращивании долга.
V	<0,8	Крайне низкая ликвидность. Наличие пиковых периодов погашения долга в краткосрочной перспективе. Исключительная зависимость от банковского финансирования, при этом существует значительный риск отказа в предоставлении средств. Ковенанты в кредитных соглашениях нарушены. Вероятность улучшения уровня ликвидности в среднесрочной перспективе крайне низка.

Источник: АКРА

4.3.5. Денежный поток

Одним из важнейших этапов анализа финансового риск-профиля является анализ операционных денежных потоков, генерируемых рейтингуемым лицом, поскольку они служат ключевым источником обслуживания долговых обязательств и осуществления капитальных расходов.

При этом АКРА отдает предпочтение анализу денежных потоков, а не анализу показателей операционной прибыли, так как последние зачастую учитывают неденежные статьи, что может исказить информацию о способности рейтингуемого лица генерировать стабильный денежный поток.

В рамках анализа денежных потоков АКРА использует ключевые показатели, представленные в Таблице 21.

Таблица 21. Оценка фактора «Денежный поток»

Показатель	Комментарии	Отрасль
FFO (операционный денежный поток до изменения оборотного капитала)	Показатель операционного денежного потока, очищенный от движения оборотного капитала. Является одним из ключевых показателей, последовательно оценивающих способность рейтингуемого лица генерировать стабильный операционный поток. Применяется для сопоставления рейтингуемых лиц в широком круге отраслей корпоративного сектора.	

CFO (операционный денежный поток)	Показатель операционного денежного потока, не очищенный от движения оборотного капитала. В большей степени применим для рейтингуемых лиц со стабильным и предсказуемым движением оборотного капитала.	
FCF (свободный денежный поток)	Показатель, отражающий величину денежного потока за вычетом основных регулярных неоперационных денежных расходов — капитальных расходов и дивидендов по обыкновенным акциям. Является одним из ключевых индикаторов денежных средств, доступных для погашения долговых обязательств.	
Рентабельность по FCF	Показатель, обеспечивающий сопоставление эффективности генерации FCF между рейтингуемыми лицами. При анализе также учитывается волатильность данного показателя, в том числе прогнозная.	Основной показатель для всех отраслей
Капитальные затраты / выручка	Показатель, отражающий величину капитальных затрат по отношению к годовым объемам деятельности.	Вспомогательный показатель для всех отраслей (кроме недвижимости и оптовой торговли)

Источник: АКРА

Помимо операционного денежного потока АКРА уделяет особое внимание анализу показателя FCF, который отражает величину свободного денежного потока за вычетом двух основных неоперационных статей затрат — капитальных расходов и дивидендов. Наличие стабильного положительного свободного денежного потока имеет ключевую значимость при оценке кредитоспособности, особенно для высших рейтинговых категорий, поскольку отражает способность рейтингуемого лица погашать финансовые обязательства, в том числе долговые. Значительный отрицательный показатель свободного денежного потока оказывает существенное давление на рейтинг. В отдельных случаях может быть приемлем умеренно негативный свободный денежный поток, например, при оценке компании в фазе роста. Если низкий уровень свободного денежного потока обусловлен распределением дивидендных выплат, которые при необходимости могут быть сокращены, при этом у рейтингуемого лица отсутствует потребность погашать существенный объем долговых обязательств (оценки факторов «Долговая нагрузка», «Обслуживание долга» и «Ликвидность» находятся в первой или второй категории), по мнению АКРА, эффект от низкого свободного денежного потока может оказывать нейтральное влияние на кредитоспособность рейтингуемого лица. В таком случае оценка свободного денежного потока может быть скорректирована до двух категорий оценки в сторону повышения, но не выше третьей категории оценки.

Капитальные расходы представляют собой одно из крупнейших направлений использования операционного денежного потока. При оценке капитальных расходов АКРА подразделяет их на капитальные расходы, направленные на поддержание производства, и капитальные расходы в расширение производства, при этом ключевое значение имеет анализ достаточности поддерживающих инвестиций. Недостаточность капитальных расходов в поддержание производства может быть приемлема в отдельные периоды, однако в долгосрочной перспективе они должны обеспечивать операционную деятельность как минимум на текущих уровнях (одним из хороших индикаторов достаточности поддерживающих инвестиций является сопоставление их объема с амортизацией).

Дивиденды — это второе крупное направление использования операционного денежного потока, связанное с финансовой политикой рейтингуемого лица. Приверженность утвержденной политике в части выплаты дивидендов важна для оценки стабильности свободного денежного потока.

4.3.6. Прогнозирование денежных потоков рейтингуемых лиц

При расчете финансовых показателей и коэффициентов для использования в рейтинговой модели АКРА ориентируется не только на исторические показатели, но и на собственный прогноз их изменения.

При прогнозировании денежных потоков и при расчете прогнозных финансовых коэффициентов АКРА делает ряд ключевых допущений, которые являются субъективным внутренним источником информации в рейтинговой оценке. Данные допущения могут быть основаны как на внутренних расчетах АКРА, так и на информации, полученной от рейтингуемого лица.

Кредитный рейтинг может быть чувствителен к изменению данных допущений, в том числе в отсутствие новой фактической информации о деятельности рейтингуемого лица. В ходе рейтинговой оценки АКРА также определяет пороговые уровни финансовых коэффициентов, нарушение которых, вероятно, приведет к изменению рейтинга.

В соответствии с Порядком раскрытия кредитных рейтингов и других связанных с ними сообщений, обязательному раскрытию при осуществлении АКРА рейтинговых действий подлежат:

- список основных рейтинговых допущений, использованных при построении прогнозов;
- список основных ключевых показателей и факторов, к изменению которых чувствителен кредитный рейтинг рейтингуемого лица, а также пороговые уровни таких показателей и факторов.

К основным допущениям, используемым при составлении прогноза денежных потоков рейтингуемых лиц, относятся:

- допущения по прогнозным операционным показателям деятельности рейтингуемого лица (объемы реализации продукции/услуг или факторы, влияющие на данные объемы; ключевые факторы себестоимости; цены на реализуемую продукцию/услуги);
- макроэкономические допущения — прогнозы внутренних подразделений и рейтинговых аналитиков АКРА по динамике макроэкономических

показателей, которые могут оказать влияние на операционные результаты рейтингуемого лица;

- отраслевые допущения — цены на торгуемые товары; факторы, влияющие на спрос на реализуемую рейтингуемым лицом продукцию, а также на себестоимость реализуемой рейтингуемым лицом продукции/услуг;
- допущения по инвестиционным денежным потокам — прогнозируемый АКРА объем капитальных расходов в поддержание и расширение производства; предполагаемая активность рейтингуемого лица по сделкам слияний и поглощений (M&A);
- допущения по долговой нагрузке — прогнозируемый АКРА объем долгового финансирования, необходимый для осуществления операционной деятельности рейтингуемого лица, а также уровень процентных ставок по привлекаемому долговому финансированию;
- допущения по финансовой политике компании, включающие внесение средств в ее капитал, а также дивидендную политику;
- допущения по внутригрупповым операциям и денежным потокам (в случае применимости).

Как правило, АКРА составляет не менее двух сценариев прогноза денежных потоков рейтингуемых лиц:

- Базовый сценарий включает умеренно консервативные допущения, подразумевающие вероятный сценарий изменения операционных и финансовых показателей в соответствии с базовыми прогнозами внутренних подразделений АКРА.
- Стрессовые сценарии включают более консервативные допущения, подразумевающие реалистично-негативный сценарий изменения операционных и финансовых показателей при негативной макроэкономической и/или отраслевой конъюнктуре, а также при реализации рисков неблагоприятных событий.

При прогнозировании АКРА может осуществлять корректировки качественных факторов и субфакторов оценки рейтингуемого лица, если Агентством ожидается изменение внутренних и внешних факторов риска, которое может привести к изменению категорий оценки по одному или нескольким качественным показателям.

Как правило, АКРА обновляет прогнозы денежных потоков по рейтингуемому лицу не реже одного раза в три месяца на основании обновления прогнозов внутренних подразделений Агентства, а также на основании новой информации, поступившей от рейтингуемого лица и из других источников.

4.4. Аналитические корректировки

4.4.1. Финансовая политика

В процессе анализа АКРА использует ряд показателей с целью качественной оценки степени агрессивности или консервативности финансовой политики рейтингуемого лица. Агентство проводит анализ сбалансированности интересов кредиторов и акционеров как на уровне утвержденных уполномоченными органами рейтингуемого лица политик,

так и на уровне их практического применения. Дивидендная политика и политика выкупа собственных акций, а также частота вносимых в них изменений являются одними из ключевых факторов, определяющих характер финансовой политики компании. Выплата внеочередных дивидендов может оказать серьезное давление на кредитный рейтинг компании. Так, дивиденды, «приводимые» к дивидендной политике, то есть распределяющие прибыль за предыдущие периоды, могут оказать влияние на фактор «Финансовая политика» от нейтрального до негативного — распределение прибыли за давно завершившиеся финансовые периоды (закончившиеся более чем за 24 месяца до последней отчетной даты) или внеочередная выплата дивидендов по результатам промежуточного финансового периода (квартала или полугодия) могут негативно сказаться на кредитоспособности рейтингуемого лица. Негативное влияние будет особенно выраженным, если подобные дивидендные выплаты осуществляются на фоне спада операционной деятельности компании или существенного снижения краткосрочной ликвидности до уровней, близких к неприемлемым. Большое значение в анализе уделяется политике рейтингуемого лица в отношениях с кредиторами — практики использования исключительно свободных кредитных линий без обязательства банка по предоставлению средств в качестве источников внешней ликвидности или регулярные нарушения ковенантов по кредитным соглашениям могут негативно повлиять на оценку фактора «Финансовая политика».

Большое значение в оценке финансовой политики рейтингуемого лица играет политика его руководства по деятельности в сфере M&A. Высокая активность компании, включающая последовательное приобретение новых активов за счет обеспеченного финансирования, особенно обеспеченного активами приобретаемых компаний, свидетельствует об агрессивности финансовой политики.

Не менее важную роль для оценки данного фактора играет скорость интеграции приобретаемых активов в бизнес-модель рейтингуемого лица. Существуют как успешные примеры высокой M&A-активности, когда операционная эффективность приобретаемых активов не снижается или растет за счет эффекта синергии, так и примеры, когда увеличение масштаба рейтингуемого лица за счет приобретения новых активов оказывается неэффективным. Нередко в таких случаях рейтингуемое лицо осуществляет реструктуризацию активов. АКРА стремится идентифицировать данные риски по мере их возникновения. Косвенно подверженность рейтингуемого лица перечисленным рискам может зависеть от субфактора «Структура управления».

При оценке M&A-активности большое значение играет ее финансирование — сбалансированное использование внутренних и внешних источников позволяет сохранять долговую нагрузку на комфортном для кредиторов уровне.

Реализация стратегических бизнес-планов рейтингуемого лица в прошлых периодах свидетельствует о квалифицированной деятельности его менеджмента и о налаженном взаимодействии с акционерами, но не гарантирует успешность реализации стратегии в будущем. При рейтинговой оценке АКРА также принимает во внимание степень реалистичности финансовой политики рейтингуемого лица. Выполнение излишне амбициозных, по мнению АКРА, планов за счет благоприятной экономической конъюнктуры или других внешних факторов не оказывает положительного влияния на оценку фактора «Финансовая политика». При этом если менеджмент снова ставит

перед организацией цели, реализация которых вызывает сомнения или требует нереалистичных допущений, это может негативно повлиять на оценку данного фактора.

В число прочих важных аспектов оценки финансовой политики входит анализ кредитной истории рейтингуемого лица. При этом наличие неблагоприятной кредитной истории не всегда будет являться фактором, негативно влияющим на оценку.

Результатом оценки финансовой политики может быть корректировка индикативного рейтинга рейтингуемого лица не более чем на одну ступень в сторону повышения или понижения.

Таблица 22. Примеры оценки фактора «Финансовая политика»

Категория оценки	Типичное описание
Консервативная финансовая политика (+1 ступень)	Консервативная финансовая политика в интересах кредиторов. Все или почти все потребности финансируются за счет внутренних источников, однако для финансирования крупных капитальных расходов могут применяться внешние источники. Денежный поток после выплаты дивидендов и выкупа собственных акций остается положительным. Дивидендная политика последовательна.
Нейтральная финансовая политика	Финансовая политика сбалансирована между кредиторами и акционерами. Компания финансирует свои потребности пропорционально за счет внутренних и внешних источников. Дивидендная политика в целом последовательна.
Агрессивная финансовая политика (-1 ступень)	Агрессивная финансовая политика в интересах акционеров. Практически весь свободный денежный поток используется для выплаты дивидендов, выкупа акций или иного нецелевого финансирования, а текущая и инвестиционная деятельность финансируется за счет внешних источников и невозможна без них. Присутствует негативная кредитная история. Дивидендная политика крайне непоследовательна. Агрессивная M&A-политика. Стабильно высок риск наступления события, связанного с приобретением активов или с изменением структуры капитала.

Источник: АКРА

Список критериев отнесения к одной из трех категорий оценки, указанных в Таблице 22, не является исчерпывающим. Решение о применении либо неприменении корректировки принимается рейтинговым аналитиком индивидуально в каждом конкретном случае.

4.4.2. Риск неблагоприятного события

В ходе рейтингового анализа необходимо учитывать возможность наступления неблагоприятного события, способного привести к резкому снижению фундаментальной кредитоспособности рейтингуемого лица. Примерами таких событий являются:

- сделки компании на рынке слияний и поглощений;
- ожидаемые сложности при рефинансировании долга или затруднения в финансировании стратегических проектов;
- осуществление программы вынужденной реструктуризации капитала;
- ожидаемые изменения в регулировании;

- закрытие внешних рынков по независящим от рейтингуемого лица причинам;
- ожидаемый или текущий конфликт акционеров компании;
- резкие изменения в финансовой политике, например выплата внеочередных дивидендов или выкуп собственных акций в большом объеме;
- дефолт, реструктуризация или риск разрыва отношений с крупнейшими контрагентами рейтингуемого лица;
- ожидаемый или текущий судебный процесс в отношении рейтингуемого лица.

Данный список не является исчерпывающим. АКРА анализирует каждое подобное событие с точки зрения влияния на индикативный рейтинг рейтингуемого лица в индивидуальном порядке, поскольку воздействие данных событий на операционную деятельность и финансовые показатели рейтингуемого лица может существенно различаться.

Как правило, риски неблагоприятного события оказывают исключительно односторонний понижающий эффект на индикативный рейтинг рейтингуемого лица, при этом Агентство принимает во внимание нейтрализующие факторы, способные смягчить негативное влияние неблагоприятного события. Результатом анализа рисков наступления неблагоприятного события может быть снижение индикативный рейтинг рейтингуемого лица не более чем на три ступени, при этом в целом все аналитические корректировки не должны превышать трех ступеней.

4.5. Сравнение с группой сопоставимых компаний

Для проведения сравнительного анализа с группой сопоставимых компаний АКРА может использовать данные, предоставленные Агентству другими рейтингуемыми лицами в ходе их рейтинговой оценки, а также данные публичной аудированной финансовой отчетности компаний, не имеющих кредитного рейтинга АКРА.

Сравнение с сопоставимыми компаниями осуществляется как в части количественных, так и качественных характеристик. Учитываются как исторические операционные и финансовые показатели, так и внутренние прогнозы АКРА (при наличии). Так как основная часть сравниваемых количественных и качественных показателей оценивается независимо от других рейтингуемых лиц, сравнение необходимо для:

- обеспечения сопоставимости рейтингов и последовательности методологии;
- учета взаимодействия рейтингуемых лиц из одной отрасли и смежных отраслей между собой.

Часть специфических характеристик может не влиять на кредитоспособность рейтингуемых лиц относительно других компаний, в то время как некоторые из них оказывают положительное или отрицательное влияние на индикативный рейтинг рейтингуемого лица при сравнении с другими компаниями отрасли.

Как правило, АКРА не осуществляет сопоставление рейтингуемого лица с компаниями, основным регионом деятельности которых является не Российская Федерация. Во-первых, данные организации обычно не имеют кредитных рейтингов АКРА. Во-вторых, данное сопоставление может потребовать дополнительного анализа страновых и отраслевых рисков, присущих другой юрисдикции. Вместе с тем при отсутствии локальных компаний для сопоставления (например, при анализе компании-монополиста), а также в случае наличия зарубежных компаний с очень схожим бизнес-профилем сопоставление с публичными зарубежными компаниями может производиться. В таком случае АКРА предпринимает разумные усилия для сбора доступной информации и для анализа отраслевой и страновой специфики, присущей зарубежной сопоставимой компании.

Результатом сравнения с группой сопоставимых компаний может быть изменение индикативного рейтинга рейтингуемого лица не более чем на одну ступень. Наличие у рейтингуемого лица преимуществ перед сопоставимыми компаниями (например, исключительное неоспоримое лидерство по себестоимости или исключительно низкий уровень долговой нагрузки в рамках отрасли) может положительно повлиять на индикативный рейтинг. В то же время выявленные в ходе сравнительного анализа недостатки (например, исключительно низкая прозрачность рейтингуемого лица при высоком уровне прозрачности сопоставимых компаний отрасли) могут привести к снижению индикативного рейтинга рейтингуемого лица. Как положительные, так и отрицательные корректировки индикативного рейтинга осуществляются независимо от оценки других факторов.

4.6. Присвоение кредитного рейтинга и прогноза на базе ОСК

После определения ОСК по данной методологии АКРА оценивает необходимость проведения корректировок в зависимости от положения рейтингуемого лица в группе компаний, а также от наличия взаимосвязи с государством или иностранной организацией. Корректировки осуществляются в соответствии с Методологией анализа рейтингуемых лиц, связанных с государством или группой.

Если рейтингуемое лицо не входит в группу компаний и имеет незначительный уровень взаимосвязи с государством, Агентство может присвоить кредитный рейтинг, а также прогноз по кредитному рейтингу на базе ОСК.

Прогноз по кредитному рейтингу отражает мнение АКРА о вероятном изменении кредитного рейтинга в течение определенного временного интервала (обычно от 12 до 18 месяцев).

Изменение прогноза по кредитному рейтингу, как правило, связано с внутренними прогнозами АКРА по возможному изменению количественных и качественных факторов, а также основных внутренних и внешних факторов риска, влияющих на ОСК. Вместе с тем если прогноз по кредитному рейтингу был присвоен в соответствии с Методологией анализа рейтингуемых лиц, связанных с государством или группой, его изменение также будет зависеть от ожидаемых Агентством изменений во взаимосвязях с государством или с поддерживающей компанией. Помимо этого, при определении прогноза по кредитному рейтингу АКРА принимает во внимание тенденции операционной среды и экономики.

Прогноз по кредитному рейтингу не обязательно предшествует изменению кредитного рейтинга.

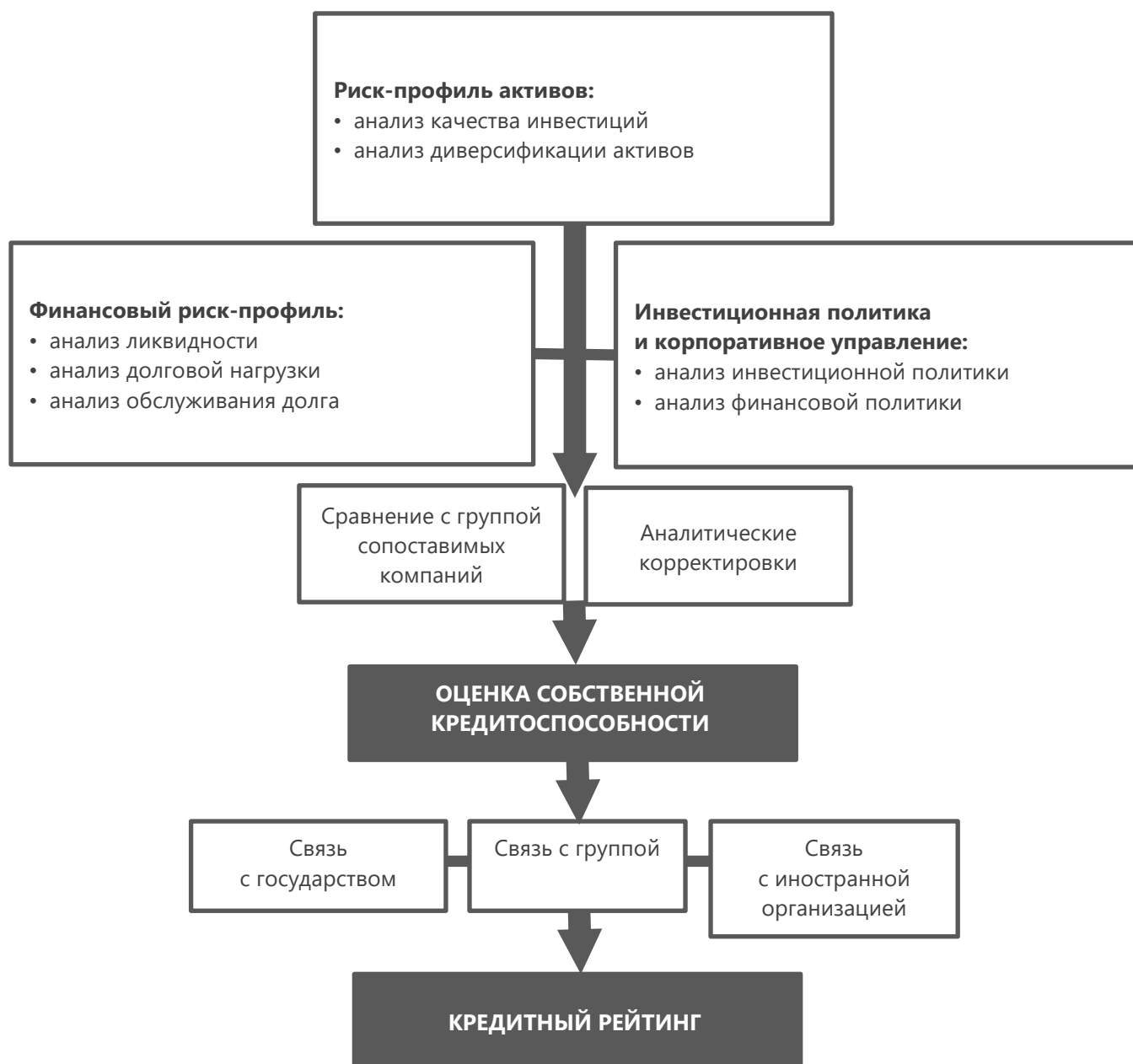
5 Структура рейтингового анализа холдинговых компаний

Данный раздел применим как для холдинговых компаний (компаний, операционная деятельность которых сводится к удержанию финансовых активов для определенных целей), так и для компаний, владеющих другими видами активов, созданных в рамках концессионных соглашений и проектов ГЧП.

В процессе оценки кредитоспособности рейтингуемого лица АКРА использует ряд количественных и качественных показателей, при этом оценка значительной части данных показателей выражает субъективную точку зрения Агентства.

Ниже представлены основные этапы определения ОСК холдинговых компаний и присвоения им кредитного рейтинга.

Рисунок 3. Компоненты ОСК и кредитного рейтинга



Источник: АКРА

Основными этапами определения ОСК рейтингуемого лица является оценка качества его финансового профиля, качества его активов, а также инвестиционной политики и корпоративного управления, по итогам анализа которых присваивается индикативный рейтинг.

Оценка вышеупомянутых профилей состоит из оценки входящих в них факторов, которые, в свою очередь, подразделяются на субфакторы. В процессе анализа каждому фактору/субфактору присваивается оценка по шкале, состоящей из пяти категорий оценки: очень сильная (1 или I), сильная (2 или II), средняя (3 или III), слабая (4 или IV) и очень слабая (5 или V). Категории оценки работают следующим образом: большее числовое значение категории оценки соответствует негативному влиянию фактора на кредитоспособность рейтингуемого лица, меньшее — позитивному. В некоторых случаях возможно формальное попадание отдельных характеристик фактора/субфактора сразу в несколько категорий оценки, что в наибольшей степени

характерно для качественных факторов. В таких случаях оценка присваивается на основании экспертного мнения, учитывающего наиболее значимые параметры.

После присвоения оценок по каждому из факторов рейтингового анализа происходит их взвешивание и присвоение индикативного рейтинга, при этом в Таблице 23 представлены основные рейтинговые факторы и принципы их взвешивания.

Таблица 23. Структура рейтингового анализа

Риск-профиль	Вес в рамках индикативного рейтинга	Фактор	Вес в рамках профиля	Субфактор	Вес в рамках фактора
Риск-профиль активов (качество инвестиций)	50%	Качество инвестиций	65%	Взвешенная оценка качества инвестиций	65%
				Вид актива	35%
		Диверсификация	35%	Диверсификация по объектам инвестиций	34%
				Диверсификация по отраслям	33%
				Географическая диверсификация	33%
Финансовый риск-профиль	30%	Долговая нагрузка	35%	LTV	70%
				Качественная оценка долговой нагрузки	30%
		Обслуживание долга	30%	(Дивидендные и процентные поступления за вычетом административных расходов) / проценты к уплате	100%
				Коэффициент краткосрочной ликвидности	50%
		Ликвидность	35%	Качественная оценка ликвидности	50%
Инвестиционная и финансовая политика	20%	Инвестиционная политика	50%		
		Финансовая политика	50%		

Источник: АКРА

Приведенные в таблице веса являются базовыми, при этом важный этап анализа — это определение именно ключевых факторов риска и присвоение им веса, отражающего их значимость для кредитоспособности конкретного рейтингуемого лица. Для данных целей АКРА использует методику плавающих весов, в соответствии с которой по мере ухудшения ряда факторов растет их вес, что позволяет эффективно оценивать ключевые финансовые и нефинансовые риски рейтингуемого лица. Для оценки холдинговых компаний взвешивание производится в рамках одного этапа.

Долговая нагрузка, обслуживание долга и ликвидность. Корректное взвешивание данных факторов — один из ключевых этапов рейтинговой оценки, поскольку

критические значения факторов финансового профиля являются одной из наиболее частых причин дефолта. В рамках взвешивания к базовым весам данных факторов применяются мультипликаторы в соответствии с Таблицей 24.

Таблица 24. Мультипликаторы для базовых весов факторов финансового профиля

Фактор	Категория оценки				
	1	2	3	4	5
Долговая нагрузка	-	-	-	1,5	2,0
Обслуживание долга	-	-	-	1,5	2,0
Ликвидность	-	-	2,0	4,0	6,0

Источник: АКРА

Будучи тесно взаимосвязанными, факторы долговой нагрузки, обслуживания долга и ликвидности обладают взаимным мультипликативным эффектом: например, при оценке каждого фактора, равной 4, его вес и вес двух других факторов увеличивается на 5%, при оценке на уровне 5 — на 10%. Помимо этого, оценка долговой нагрузки, равная 4, увеличивает вес обслуживания долга на 25%, а оценка 5 — на 50%.

Стоит отметить, что увеличение весов финансовых факторов происходит за счет пропорционального уменьшения весов прочих факторов. При этом, согласно общему принципу плавающего взвешивания, совокупный вес всех факторов всегда равен 100%.

Результатом взвешивания всех факторов является числовая оценка в диапазоне от 1 до 5, которая впоследствии сопоставляется с рейтинговой оценкой в соответствии с Таблицей 25.

Детальное описание национальной рейтинговой шкалы для Российской Федерации содержится в документе [«Основные понятия, используемые Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности»](#). В рейтинговой модели нефинансовых компаний используются 17 рейтинговых уровней от «AAA(RU)» до «CCC-S(RU)». При этом в рамках категории «CCC» возможно дальнейшее уточнение уровня рейтинга до «CCC(RU)», «CC(RU)» или «C(RU)» на основании дополнительного детального экспертного анализа качественной информации (в том числе с учетом текущего взаимодействия рейтингуемого лица с кредиторами) ввиду более слабого регулирования нефинансового сектора со стороны надзорных органов, в том числе в части определения случая дефолта и регулирования процесса дефолта. Уровни рейтингов «RD(RU)», «SD(RU)» и «D(RU)» присваиваются при нахождении одного или всех финансовых обязательств рейтингуемого лица в дефолте.

Таблица 25. Перенос полученного индикативного рейтинга на рейтинговую шкалу

Категория	Верхняя граница	Шаг	Рейтинг	Верхняя граница	Шаг
AAA	1,57	0,57	AAA(RU)	1,57	0,57
AA	2,14	0,57	AA+(RU)	1,76	0,19
			AA(RU)	1,95	0,19
			AA-(RU)	2,14	0,19
A	2,71	0,57	A+(RU)	2,33	0,19
			A(RU)	2,52	0,19

			A-(RU)	2,71	0,19
BBB	3,28	0,57	BBB+(RU)	2,90	0,19
			BBB(RU)	3,09	0,19
			BBB-(RU)	3,28	0,19
BB	3,85	0,57	BB+(RU)	3,47	0,19
			BB(RU)	3,66	0,19
			BB-(RU)	3,85	0,19
B	4,42	0,57	B+(RU)	4,04	0,19
			B(RU)	4,23	0,19
			B-(RU)	4,42	0,19
CCC	5,00	0,58	CCC—C(RU)	5,00	0,58

Источник: АКРА

Для определения финального кредитного рейтинга АКРА оценивает необходимость корректировок ОСК в зависимости от положения рейтингуемого лица в группе компаний, наличия взаимосвязи с государством или иностранной организацией. Данные корректировки осуществляются в соответствии с Методологией анализа рейтингуемых лиц, связанных с государством или группой.

6 Определение ОСК холдинговой компании

6.1. Риск-профиль активов

Важным фактором, влияющим на кредитоспособность холдинговой компании, является оценка удерживаемых ею активов, которые генерируют входящий денежный поток, позволяющий холдингу выполнять свои финансовые обязательства. Помимо анализа качества самих объектов инвестиций, АКРА оценивает их диверсификацию, а также вид удерживаемых активов. Если активы холдинговой компании обладают индивидуальными характеристиками, которые влияют на качество инвестиций или их диверсификацию, оценка соответствующего фактора может подвергаться дополнительной экспертной корректировке, но не более чем на две категории оценки в сторону повышения или понижения.

6.1.1. Качество инвестиций

Взвешенная оценка качества инвестиций. При оценке финансового риск-профиля и качества инвестиционного процесса и корпоративного управления на уровне «средний» и «выше среднего» именно фактор качества активов холдинга оказывает существенное влияние на его индикативный рейтинг. Для оценки этого фактора АКРА проводит анализ основных объектов инвестиций холдинговой компании и определяет их ОСК, используя подходы, описанные в п. 3 и 4 настоящей методологии. Если объект инвестиций не является нефинансовой компанией и не подпадает под область применения настоящей методологии, например, если объектом инвестиций выступает банк, то для определения его ОСК используются другие релевантные методологии АКРА. Если каким-либо объектам инвестиций ранее был присвоен рейтинг АКРА, для оценки будут использованы ОСК, определенные в рамках рейтингового анализа. В случае ограниченности данных АКРА оставляет за собой право упростить процедуру расчета ОСК для объектов инвестиций относительно заявленных в п. 3 и 4 настоящей

методологии (или другой соответствующей методологии) подходов, если это не окажет существенного влияния на качество кредитного анализа. В отдельных случаях аналитик может принять решение использовать не ОСК объекта инвестиций, а его кредитный рейтинг, если, по его мнению, это лучше отражает профиль рисков холдинговой компании.

Определение ОСК не является классическим способом оценки качества инструментов участия в капитале других организаций, однако, по мнению АКРА, может использоваться для измерения финансового качества объекта инвестиций холдинга, в первую очередь из-за консервативных предположений, лежащих в основе рейтингового анализа. Кроме того, в соответствии с подходами АКРА, для определения ОСК строится прогнозная финансовая модель, что позволяет с высокой точностью рассчитать возможный объем дивидендов или других выплат в пользу рейтингуемого холдинга.

Перечень объектов инвестиций, для которых определяется ОСК, формируется на основе экспертного мнения и основывается на структуре входящего дивидендного потока холдинга и общей рыночной стоимости портфеля инвестиций холдинга.

Совокупная оценка субфактора определяется по формуле:

$$F = 1 + 4 \times (\sum \text{ОСК}_i / 16 \times \text{ВЕС}_i), \text{ где}$$

ОСК — оценка собственной кредитоспособности, выраженная с помощью цифрового обозначения (aaa — 0, aa+ — 1, aa — 2 и т. д.);

i — количество оцениваемых объектов инвестиций в портфеле холдинга;

ВЕС — доля оцениваемого объекта инвестиций в структуре оцениваемого портфеля (с учетом доли объекта в совокупной рыночной стоимости инвестиций и доли в совокупном дивидендном потоке).

Вид актива. АКРА допускает присвоение кредитных рейтингов холдинговым компаниям, которые удерживают разные виды активов. Денежные потоки, получаемые холдинговыми компаниями по долговым инструментам, характеризуются большей предсказуемостью, в то время как участие в уставном капитале других организаций подразумевает большую волатильность как дивидендных платежей, так и стоимости активов такого вида. АКРА уделяет особое внимание ликвидности активов холдинга.

Таблица 26. Матрица определения оценки для различных видов активов

Вид актива / ликвидность актива	Высокая ликвидность	Ограниченная ликвидность	Низкая ликвидность
Долговой инструмент	1	3	4
Долевой инструмент	2	4	5

Источник: АКРА

Оценка отдельных объектов инвестиций осуществляется в соответствии с матрицей, представленной в Таблице 26. Совокупная оценка фактора представляет собой средневзвешенную оценку по всем активам в портфеле холдинга с учетом их веса по рыночной стоимости и веса в совокупном входящем дивидендном потоке.

6.1.2. Диверсификация

Помимо оценки качества активов, АКРА оценивает диверсификацию входящих дивидендных платежей и совокупной стоимости объектов инвестиций. При этом диверсификация оценивается как с точки зрения объектов инвестиций, так и с отраслевой и географической точек зрения. Вместе с тем АКРА проводит корреляционный анализ объектов инвестиций, в результате которого оценка фактора может быть скорректирована при выявлении высокой взаимной зависимости нескольких объектов инвестиций или высокой корреляции различных отраслей, к которым относятся объекты инвестиций.

Таблица 27. Оценка субфактора «Диверсификация по объектам инвестиций»

Категория оценки	Типичное описание
I	HHI ⁴ по портфелю с точки зрения объектов инвестиций не превышает 1 900
II	HHI по портфелю с точки зрения объектов инвестиций не превышает 3 700
III	HHI по портфелю с точки зрения объектов инвестиций не превышает 5 600
IV	HHI по портфелю с точки зрения объектов инвестиций не превышает 7 500
V	HHI по портфелю с точки зрения объектов инвестиций превышает 7 500

Источник: АКРА

Таблица 28. Оценка субфактора «Отраслевая диверсификация»

Категория оценки	Типичное описание
I	HHI по портфелю с точки зрения отраслей не превышает 2 500
II	HHI по портфелю с точки зрения отраслей не превышает 4 000
III	HHI по портфелю с точки зрения отраслей не превышает 6 000
IV	HHI по портфелю с точки зрения отраслей не превышает 8 000
V	HHI по портфелю с точки зрения отраслей превышает 8 000

Источник: АКРА

Таблица 29. Оценка субфактора «Географическая диверсификация»

Категория оценки	Типичное описание
I	Очень высокая диверсификация с учетом географии деятельности объектов инвестиций. Присутствие в большом количестве регионов.
II	Высокая диверсификация с учетом географии деятельности объектов инвестиций. Присутствие в значительном количестве регионов.
III	Приемлемая диверсификация с учетом географии деятельности объектов инвестиций. Присутствие в нескольких регионах.
IV	Слабая диверсификация с учетом географии деятельности объектов инвестиций. Высокая концентрация на двух-трех ключевых регионах.
V	Минимальная диверсификация с учетом географии деятельности объектов инвестиций. Высокая концентрация на одном регионе.

Источник: АКРА

⁴ Индекс Херфиндала – Хиршмана (Herfindal-Hirshman index).

6.2. Финансовый риск-профиль

Важным аспектом является анализ финансовых показателей не только с точки зрения фактических ретроспективных данных, но и с учетом прогнозов, что позволяет как сглаживать волатильность показателей, так и в целом получать более справедливую оценку. Для оценки прогнозных данных АКРА использует собственную финансовую модель рейтингуемого холдинга, а также собственные прогнозные модели по его ключевым активам. Как правило, в рамках оценки факторов финансового профиля вес фактических показателей за последние три года соответствует весу показателей, прогнозируемых АКРА на ближайшие три года. Наибольший вес обычно приходится на последний фактический и первый прогнозный годы, однако в определенных случаях более весомыми могут являться именно прогнозные значения. При этом, несмотря на учет прогнозных данных, финальная категория оценки того или иного финансового показателя может быть скорректирована экспертным путем в случае его приближения к одной из границ диапазонов.

6.2.1. Долговая нагрузка и обслуживание долга

Оценка долговой нагрузки холдинговой компании основывается на количественных и качественных составляющих. Для количественной оценки фактора используется показатель LTV ratio. Определение рыночной стоимости объектов инвестиций, ценные бумаги которых находятся в обращении на организованных торговых площадках и обладают достаточной ликвидностью, производится исходя из актуальных котировок. При отсутствии ликвидного рынка АКРА применяет дисконты к имеющимся рыночным ценам или использует другие методы определения рыночной стоимости. Для прочих объектов инвестиций АКРА оценивает рыночную стоимость экспертно.

Таблица 30. Оценка субфактора «LTV»

Категория оценки	Типичное описание
I	Менее 15%
II	Менее 25%
III	Менее 45%
IV	Менее 60%
V	Более 60%

Источник: АКРА

Критерии определения качественной оценки долговой нагрузки описаны в п. 4.3.3 (Таблица 16).

Для оценки способности холдинговой компании обслуживать свой долг АКРА использует отношение ее доходов (дивидендных и процентных поступлений) за вычетом административных расходов к процентным платежам, подлежащим уплате. Вместе с тем АКРА оставляет за собой право скорректировать порядок расчета этого показателя в зависимости от специфики деятельности холдинговой компании.

Таблица 31. Оценка фактора «Обслуживание долга»

Категория оценки	Типичное описание
I	Более 5х
II	Более 3х
III	Более 2х
IV	Более 1х
V	Менее 1х

Источник: АКРА

АКРА допускает использование других показателей оценки факторов «Долговая нагрузка» и «Обслуживание долга», если они позволяют более корректно отразить риски холдинговой компании. Если использовались отличные от указанных выше показатели долговой нагрузки и обслуживания долга, необходимо обеспечить последовательность и сопоставимость оценок показателей, для которых используются экспертные суждения.

6.2.2. Ликвидность

Подходы АКРА к оценке ликвидности холдинговых компаний совпадают с описанными подходами для других нефинансовых компаний. Подробное описание представлено в п. 4.3.4. данной методологии.

6.3. Инвестиционная политика и корпоративное управление

Оценка инвестиционной политики и корпоративного управления учитывает ряд факторов, свидетельствующих, в частности, о последовательности принятия решений и об инструментах, используемых в деятельности холдинга.

Оценка рассматриваемого фактора включает в себя оценку таких факторов, как:

- инвестиционная политика;
- финансовая политика.

6.3.1. Инвестиционная политика

Оценка инвестиционной политики холдинга заключается в оценке способности руководства холдинговой компании сформировать эффективный инвестиционный портфель, базируясь на принципах, последовательно реализуемых в течение продолжительного периода времени и приносящих холдингу положительный финансовый результат от операций с его активами. Склонность к риску и соответствие риска поставленным целям являются важными компонентами инвестиционной политики. Аналитики рейтингового агентства, как правило, проводят встречи с руководителями высшего звена, а также с акционерами холдингов для того, чтобы составить наиболее полное мнение об инвестиционной политике и особенностях инвестиционной деятельности. Ознакомление со стратегией управления холдинга позволяет АКРА выработать субъективную точку зрения в отношении вероятных действий менеджмента в стрессовой ситуации.

Таблица 32. Оценка фактора «Инвестиционная политика»

Категория оценки	Типичное описание
I	Последовательная консервативная политика, отсутствие прецедентов отклонения от установленных принципов инвестирования. Долгая история успешной реализации инвестиционной политики. Хорошо сбалансированный портфель инвестиций. Приоритет ликвидным активам с высоким кредитным качеством. Очень высокие компетенции в отраслях, в которые осуществляются инвестиции.
II	Последовательная политика с ограниченным числом случаев отклонения от установленных принципов инвестирования. Преимущественно высоколиквидные активы с высоким кредитным качеством. Сбалансированный портфель инвестиций. Наличие как успешных, так и неуспешных инвестиций. Высокие компетенции в отраслях, в которые осуществляются инвестиции.
III	Умеренно агрессивная политика или ограниченная история ее существования. Политика сконцентрирована на приобретении как стабильно функционирующих, так и быстрорастущих компаний. Ликвидность играет определяющую роль в формировании портфеля инвестиций. Менеджмент готов инвестировать в высокорисковые активы или компании с высокой долговой нагрузкой, очевидно рассматривая возможность осуществления агрессивных и оппортунистических инвестиций. Неопределенность относительно основных инвестиционных принципов. Умеренные компетенции в отраслях, в которые осуществляются инвестиции.
IV	Агрессивная политика или неуспешная история инвестиций. Акцент на инвестициях в быстрорастущие компании. Ликвидность не является основным принципом формирования портфеля инвестиций, менеджмент готов инвестировать в высокорисковые активы. Отсутствие четких инвестиционных принципов. Слабые компетенции в отраслях, в которые осуществляются инвестиции.
V	Очень агрессивная политика или в прошлом плохие результаты инвестиций. Высокая концентрация на быстрорастущих компаниях. Ликвидность не принимается во внимание. Инвестиции в высокорисковые активы, спекулятивные инвестиции. Очень слабые компетенции в отраслях, в которые осуществляются инвестиции.

Источник: АКРА

В случае если стратегия холдинга не предполагает дальнейшего осуществления новых инвестиций, АКРА может перераспределить вес фактора «Инвестиционная политика» в пользу фактора «Финансовая политика».

6.3.2. Финансовая политика

Поскольку недостаточно сбалансированная финансовая политика холдинга может в максимально короткие сроки негативно отразиться на его финансовых показателях, АКРА рассматривает этот фактор в качестве одного из основных факторов оценки кредитоспособности холдингов, а не как часть аналитических корректировок.

Таблица 33. Оценка фактора «Финансовая политика»

Категория оценки	Типичное описание
I	Стабильная консервативная финансовая политика, направленная в первую очередь на защиту интересов кредиторов. Консервативные кредитные метрики на протяжении долгого периода времени. Публично анонсированная цель поддерживать консервативный финансовый профиль.

II	Предсказуемая финансовая политика, предусматривающая баланс между интересами акционеров и кредиторов. Консервативные кредитные метрики. Возможность того, что инвестиционная активность или выплата дивидендов могут ослабить финансовый профиль.
III	Финансовая политика, направленная в первую очередь на защиту интересов акционеров. Финансовый профиль ослаблен в результате высоких дивидендных выплат.
IV	Финансовая политика малопредсказуема. Финансовый профиль существенно ослаблен в результате значительных дивидендных выплат, агрессивных инвестиций или других событий.
V	Финансовая политика очень агрессивна и может привести к дефолту.

Источник: АКРА

6.4. Аналитические корректировки

Аналитические корректировки, применяемые АКРА для оценки холдинговых компаний, совпадают с описанными подходами для других нефинансовых компаний за исключением фактора «Финансовая политика», который оценивается отдельно в п. 6.3.2. настоящей методологии. Подробное описание аналитических корректировок представлено в п. 4.4. данной методологии.

6.5. Сравнение с группой сопоставимых компаний

Сравнение с группой сопоставимых компаний, проводимое АКРА для оценки холдинговых компаний, совпадает с описанными подходами для других нефинансовых компаний. Подробное описание представлено в п. 4.5. данной методологии.

6.6. Присвоение кредитного рейтинга и прогноза на базе ОСК

Присвоение кредитного рейтинга и прогноза на базе ОСК холдинговых компаний совпадает с описанными подходами для других нефинансовых компаний. Подробное описание представлено в п. 4.6. данной методологии.

7 Присвоение рейтингов различным долговым инструментам

Кредитные рейтинги облигационных выпусков нефинансовых компаний включают оценку относительной вероятности дефолта данного долгового инструмента, а также потенциального уровня возмещения, получаемого владельцами таких бумаг в случае банкротства компаний. Оценка кредитного рейтинга, присваиваемого выпускам финансовых инструментов, осуществляется в соответствии с документом «Методология присвоения кредитных рейтингов финансовым инструментам по национальной шкале для Российской Федерации».

Приложение 1. Основные показатели, используемые в анализе

№	Показатель/термин	Методика расчета / определение
1	Выручка	Выручка компании
2	EBIT (прибыль до выплаты процентов и налогов)	Операционная прибыль +/- корректировки АКРА по неоперационным доходам и расходам
3	Рентабельность по EBIT	EBIT / выручка
4	EBITDA (прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации)	EBIT + амортизация ОС и НМА
5	Рентабельность по EBITDA	EBITDA / выручка
6	EBITDAR (прибыль до выплаты процентов, налогов, амортизации и аренды)	EBITDA + Расходы по операционной аренде
7	Рентабельность по EBITDAR	EBITDAR / выручка
8	Чистая прибыль	Чистая прибыль компании
9	Рентабельность по чистой прибыли	Чистая прибыль / выручка
10	FFO (операционный денежный поток до изменения оборотного капитала)	CFO - изменение оборотного капитала
11	Рентабельность по FFO	FFO / выручка
12	CFO (операционный денежный поток)	Операционный денежный поток +/- корректировки АКРА
13	CFI (инвестиционный денежный поток)	Инвестиционный денежный поток +/- корректировки АКРА
14	CFF (финансовый денежный поток)	Финансовый денежный поток +/- корректировки АКРА
15	FCF (свободный денежный поток)	CFO - капитальные расходы - дивиденды, выплаченные акционерам материнской компании +/- корректировки АКРА
16	Рентабельность по FCF	FCF / выручка
17	NFCF (чистый денежный поток)	CFO + CFI + CFF
18	Скорректированные денежные средства	Денежные средства и эквиваленты - денежные средства с ограничениями +/- корректировки АКРА
19	Общий долг	Краткосрочные долговые обязательства + долгосрочные долговые обязательства +/- корректировки АКРА
20	Чистый долг	Общий долг - скорректированные денежные средства
21	Скорректированный общий долг	Общий долг + расходы по операционной аренде * мультипликатор операционной аренды
22	Скорректированный чистый долг	Скорректированный общий долг - скорректированные денежные средства
23	Чистые процентные расходы	Процентные расходы - процентные доходы

24	Чистые процентные платежи	Проценты уплаченные - проценты полученные + дивиденды по привилегированным акциям
25	Фиксированные платежи	Процентные платежи + расходы по операционной аренде
26	FFO до чистых процентных платежей	FFO + чистые процентные платежи
27	FFO до фиксированных платежей	FFO до чистых процентных платежей + расходы по операционной аренде
28	Основные показатели оценки долговой нагрузки	Общий (чистый) долг / EBITDA
29		Скорректированный общий (чистый) долг / EBITDAR
30		Общий (чистый) долг / FFO до чистых процентных платежей
31		Скорректированный общий (чистый) долг / FFO до фиксированных платежей
32		Общий (чистый) долг / собственный капитал (с корректировками АКРА)
33		Общий (чистый) долг / (FFO - капитальные расходы)
34	Основные показатели оценки обслуживания долга	EBITDA / Чистые процентные расходы
35		EBITDAR / (чистые процентные расходы + расходы по операционной аренде)
36		FFO до чистых процентных платежей / чистые процентные платежи
37		FFO до фиксированных платежей / фиксированные платежи
38	Краткосрочные финансовые вложения	Ликвидные краткосрочные финансовые вложения +/- корректировки АКРА
39	Неиспользованная часть краткосрочных кредитных линий	Объем гарантированных кредитных линий, доступных в течение следующих 12 месяцев - текущая задолженность по данным кредитным линиям
40	Коэффициент краткосрочной ликвидности	(Скорректированные денежные средства + краткосрочные финансовые вложения + неиспользованная часть краткосрочных кредитных линий + положительный FCF) / (краткосрочные долговые обязательства + краткосрочная часть долгосрочных долговых обязательств + отрицательный FCF)

Приложение 2. Веса факторов рейтингового анализа в разрезе отраслей

Отрасль	Нефтегазовая отрасль	Добыча полезных ископаемых (кроме нефти и газа)	Металлургия	Химическая промышленность	Электроэнергетика: генерация	ЖКХ и электроэнергетика: сети	Машиностроение	Транспорт: перевозчики	Транспорт: инфраструктура	Телекоммуникации	Недвижимость	Сельское хозяйство	Пищевая промышленность	Розничная торговля	Жилищное строительство	Инфрастр. строительство	Оптовая торговля	ИТ	Прочие отрасли
Отраслевой риск-профиль	5,0%	0,0%	5,0%	5,0%	5,0%	10,0%	0,0%	0,0%	10,0%	10,0%	15,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%	0,0%	0-20%
Операционный риск-профиль	47,5%	50,0%	47,5%	47,5%	47,5%	45,0%	50,0%	50,0%	45,0%	45,0%	42,5%	50,0%	50,0%	50,0%	40,0%	40,0%	40,0%	50,0%	40-50%
Рыночная позиция	14,3%	15,0%	14,3%	14,3%	14,3%	13,5%	15,0%	15,0%	13,5%	13,5%	12,8%	15,0%	15,0%	15,0%	12,0%	12,0%	12,0%	15,0%	12-15%
Бизнес-профиль	19,0%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	18,0%	20,0%	20,0%	18,0%	18,0%	17,0%	20,0%	20,0%	20,0%	16,0%	16,0%	16,0%	20,0%	16-20%
Географическая диверсификация	4,8%	5,0%	4,8%	4,8%	4,8%	4,5%	5,0%	5,0%	4,5%	4,5%	4,3%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	5,0%	4-5%
Корпоративное управление	9,5%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,5%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	10,0%	8-10%
Финансовый риск-профиль	47,5%	50,0%	47,5%	47,5%	47,5%	45,0%	50,0%	50,0%	45,0%	45,0%	42,5%	50,0%	50,0%	50,0%	40,0%	40,0%	40,0%	50,0%	40-50%
Размер	9,5%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,5%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	10,0%	8-10%
Рентабельность	6,7%	7,0%	6,7%	6,7%	6,7%	6,3%	7,0%	7,0%	6,3%	6,3%	6,0%	7,0%	7,0%	7,0%	5,6%	5,6%	5,6%	7,0%	5,6-7%
Долговая нагрузка	9,5%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,5%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	10,0%	8-10%
Обслуживание долга	9,5%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,5%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	10,0%	8-10%
Ликвидность	2,9%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,7%	3,0%	3,0%	2,7%	2,7%	2,6%	3,0%	3,0%	3,0%	2,4%	2,4%	2,4%	3,0%	2,4-3%
Денежный поток	9,5%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,5%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	10,0%	8-10%

**Приложение 3. Примеры применения плавающих весов финансового риск-профиля
(на компании из нейтральной отрасли с весом 0%)**

Оценка долговой нагрузки	Вес в рамках индикативного рейтинга	Оценка обслуживания долга	Вес в рамках индикативного рейтинга	Оценка ликвидности	Вес в рамках индикативного рейтинга	Общий вес	ОСК по компании со средней оценкой "2" по остальным факторам с плавающими весами		ОСК по компании со средней оценкой "2" по остальным факторам без плавающих весов	
3	10,0%	3	10,0%	2	3,0%	23,0%	2,20	a+	2,20	a+
3	10,0%	3	10,0%	3	6,0%	26,0%	2,26	a+	2,23	a+
3	10,5%	4	15,8%	3	6,3%	32,6%	2,48	a	2,33	a+
3	10,5%	3	10,5%	4	12,6%	33,6%	2,46	a	2,26	a+
4	15,8%	3	13,1%	3	6,3%	35,2%	2,51	a	2,33	a+
3	11,0%	5	22,0%	3	6,6%	39,6%	2,84	bbb+	2,43	a
3	11,0%	4	16,5%	4	13,2%	40,7%	2,70	a-	2,36	a
4	16,5%	3	13,8%	4	13,2%	43,5%	2,73	bbb+	2,36	a
4	16,5%	4	20,6%	3	6,6%	43,7%	2,81	bbb+	2,43	a
3	11,0%	3	11,0%	5	23,1%	45,1%	2,91	bbb	2,29	a+
5	22,0%	3	16,5%	3	6,6%	45,1%	2,89	bbb+	2,43	a
3	11,5%	5	23,0%	4	13,8%	48,3%	3,08	bbb	2,46	a
4	17,3%	4	21,6%	4	13,8%	52,7%	3,05	bbb	2,46	a
3	11,5%	4	17,3%	5	24,2%	53,0%	3,19	bbb-	2,39	a
4	17,3%	5	28,8%	3	6,9%	53,0%	3,28	bbb-	2,53	a-
5	23,0%	3	17,3%	4	13,8%	54,1%	3,14	bbb-	2,46	a
5	23,0%	4	25,9%	3	6,9%	55,8%	3,28	bbb-	2,53	a-
4	17,3%	3	14,4%	5	24,2%	55,9%	3,22	bbb-	2,39	a
3	12,0%	5	24,0%	5	25,2%	61,2%	3,60	bb	2,49	a

4	18,0%	5	30,0%	4	14,4%	62,4%	3,55	bb	2,56	a-
5	24,0%	4	27,0%	4	14,4%	65,4%	3,55	bb	2,56	a-
4	18,0%	4	22,5%	5	25,2%	65,7%	3,57	bb	2,49	a
5	24,0%	3	18,0%	5	25,2%	67,2%	3,66	bb	2,49	a
5	24,0%	5	36,0%	3	7,2%	67,2%	3,87	b+	2,63	a-
4	18,8%	5	31,3%	5	26,3%	76,4%	4,10	b	2,59	a-
5	25,0%	5	37,5%	4	15,0%	77,5%	4,18	b	2,66	a-
5	25,0%	4	28,1%	5	26,3%	79,4%	4,10	b	2,59	a-
5	26,0%	5	39,0%	5	27,3%	92,3%	4,77	ccc	2,69	a-

Приложение 4. Примеры применения плавающих весов в корпоративном управлении

Фактор 1	Вес в корп. управл.	Фактор 2	Вес в корп. управл.	Фактор 3	Вес в корп. управл.	Фактор 4	Вес в корп. управл.	Фактор 5	Вес в корп. управл.	Общая оценка	Вес в опер. профиле
3	20%	3	20%	3	20%	3	20%	3	20%	3	20%
4	40%	3	15%	3	15%	3	15%	3	15%	3	20%
4	40%	4	15%	3	15%	3	15%	3	15%	4	30%
5	60%	1	10%	1	10%	1	10%	1	10%	3	20%
5	60%	5	10%	3	10%	3	10%	3	10%	4	30%
5	60%	5	10%	4	10%	3	10%	3	10%	5	50%
5	60%	4	10%	4	10%	4	10%	4	10%	5	50%

Приложение 5. Границы экспертных оценок качественных факторов рейтингового анализа в разрезе отраслей

Нефтегазовая отрасль					
	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Себестоимость	Достаточность ресурсной базы	Объем и глубина переработки	Доступность и диверсификация рынков сбыта	Концентрация на одном месторождении
Вес	40%	30%	30%	70%	30%
I	Lifting costs + E&D < \$10	Более 30 лет при текущих объемах производства	Компания перерабатывает практически всю добываемую нефть. Глубина переработки превышает 85%, индекс Нельсона превышает 9 (базовое значение для газовых компаний)	Активы расположены в непосредственной близости к рынкам сбыта. Более 50% продаж приходится на экспорт	На крупнейшее месторождение приходится не более 20% добычи
II	Lifting costs + E&D \$10-\$15	20–30 лет при текущих объемах производства	Компания перерабатывает значительную часть добываемой нефти. Глубина переработки составляет от 75% до 85%, индекс Нельсона составляет от 7 до 9	Компания имеет незначительные логистические преимущества по сравнению с основными участниками рынка. От 20% до 50% продаж приходится на экспорт	На крупнейшее месторождение приходится от 20% до 35% добычи
III	Lifting costs + E&D \$15-\$20	15–20 лет при текущих объемах производства	Компания перерабатывает незначительную часть добываемой нефти. Глубина переработки составляет от 60% до 75%, индекс Нельсона составляет от 5 до 7	Компания не имеет очевидных логистических преимуществ. Менее 20% продаж приходится на экспорт	На крупнейшее месторождение приходится от 35% до 50% добычи
IV	Lifting costs + E&D \$20-\$25	10–15 лет при текущих объемах производства	Объем переработки минимален. Глубина переработки составляет от 50% до 60%, индекс Нельсона составляет от 3 до 5	Географическое расположение активов накладывает определенные логистические ограничения. Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта диверсифицированы	На крупнейшее месторождение приходится от 50% до 65% добычи
V	Lifting costs + E&D > \$25	Менее 10 лет при текущих объемах производства	Компания реализует только сырую нефть. Глубина переработки составляет менее 50%, индекс Нельсона менее 3	Географическая отдаленность активов крайне ограничивает логистику. Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта ограничены региональным уровнем	На крупнейшее месторождение приходится более 65% добычи

Добыча полезных ископаемых (кроме нефти и газа)

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Себестоимость	Достаточность ресурсной базы	Продуктовая диверсификация	Доступность и диверсификация рынков сбыта	Концентрация на одном месторождении
Вес	40%	40%	20%	70%	30%
I	1-й квинтиль мировой кривой издержек или иные маркеры очень низкой себестоимости	Более 40 лет при текущих объемах производства	Высокая продуктовая диверсификация. На основной вид сырья приходится не более 30% добычи	Активы расположены в непосредственной близости к рынкам сбыта. Более 50% продаж приходится на экспорт (базовая оценка для производителей драгоценных металлов)	На крупнейшее месторождение приходится не более 30% добычи
II	2-й квинтиль мировой кривой издержек или иные маркеры низкой себестоимости	30–40 лет при текущих объемах производства	Умеренная продуктовая диверсификация. На основной вид сырья приходится от 30% до 70% добычи	Компания имеет незначительные логистические преимущества по сравнению с основными участниками рынка. От 20% до 50% продаж приходится на экспорт	На крупнейшее месторождение приходится от 30% до 45% добычи
III	3-й квинтиль мировой кривой издержек или иные маркеры среднего уровня себестоимости	20–30 лет при текущих объемах производства	Низкая продуктовая диверсификация. На основной вид сырья приходится более 70% добычи	Компания не имеет очевидных логистических преимуществ. Менее 20% продаж приходится на экспорт	На крупнейшее месторождение приходится от 45% до 60% добычи
IV	4-й квинтиль мировой кривой издержек или иные маркеры высокой себестоимости	10–20 лет при текущих объемах производства	Единственный вид высоколиквидной продукции (биржевое сырье)	Географическое расположение активов накладывает определенные логистические ограничения. Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта диверсифицированы	На крупнейшее месторождение приходится от 60% до 75% добычи
V	5-й квинтиль мировой кривой издержек или иные маркеры очень высокой себестоимости	Менее 10 лет при текущих объемах производства	Единственный вид низколиквидной продукции	Географическая удаленность активов крайне ограничивает логистику. Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта ограничены региональным уровнем	На крупнейшее месторождение приходится более 75% добычи

Металлургия

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Степень вертикальной интеграции	Доля продукции с высокой добавленной стоимостью	Характеристика и диверсификация рынков сбыта	Доступность и диверсификация рынков сбыта	Концентрация на одном заводе
Вес	40%	30%	30%	70%	30%
I	Компанией осуществляется полный цикл производства: от добычи и обработки сырья до производства конечной продукции. Более 70% потребности в сырье закрывается собственной ресурсной базой	Крайне высокая технологичность производства. Доля продукции с высокой добавленной стоимостью превышает 50%	Рынок сбыта характеризуется крайне низкой цикличностью и насыщенностью. Высокая продуктовая диверсификация, в т.ч. в смежных сегментах	Активы расположены в непосредственной близости к рынкам сбыта. Более 50% продаж приходится на экспорт	На крупнейший актив приходится не более 30% производства
II	Вертикально интегрированное производство, но полный цикл производства отсутствует. От 30% до 70% потребности в сырье закрывается собственной ресурсной базой	Высокая технологичность производства. Доля продукции с высокой добавленной стоимостью составляет от 20% до 50%	Рынок сбыта характеризуется низкой цикличностью и насыщенностью. Высокая продуктовая диверсификация	Компания имеет незначительные логистические преимущества по сравнению с основными участниками рынка. От 20% до 50% продаж приходится на экспорт	На крупнейший актив приходится от 30% до 45% производства
III	Минимальная вертикальная интеграция производства. Менее 30% потребности в сырье закрывается собственной ресурсной базой	Умеренная технологичность производства. Доля продукции с высокой добавленной стоимостью составляет менее 20%	Рынок сбыта характеризуется умеренной цикличностью и насыщенностью. Умеренная продуктовая диверсификация	Компания не имеет очевидных логистических преимуществ. Менее 20% продаж приходится на экспорт	На крупнейший актив приходится от 45% до 60% производства
IV	Вертикальная интеграция отсутствует	Низкая технологичность производства. Отсутствие производства продукции с высокой добавленной стоимостью	Рынок сбыта характеризуется высокой цикличностью и насыщенностью. Низкая продуктовая диверсификация	Географическое расположение активов накладывает определенные логистические ограничения. Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта диверсифицированы	На крупнейший актив приходится от 60% до 75% производства
V	Компания осуществляет минимальную переработку и существенно зависима от деятельности других игроков	Компания осуществляет базовый передел (например, производитель чугуна)	Рынок сбыта характеризуется крайне высокой цикличностью и насыщенностью. Компания производит один вид продукции	Географическая удаленность активов крайне ограничивает логистику. Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта ограничены региональным уровнем	На крупнейший актив приходится более 75% производства

Химическая промышленность

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Себестоимость	Гибкость производственной модели и продуктовая диверсификация	Доля продукции с высокой добавленной стоимостью и фаза жизненного цикла рынка	Доступность и диверсификация рынков сбыта	Концентрация на одном заводе
Вес	40%	30%	30%	70%	30%
I	1-й квинтиль мировой кривой издержек или иные маркеры очень низкой себестоимости	Гибкая производственная модель (компания способна достаточно оперативно менять структуру продуктовой линейки). Высокая диверсификация продуктовой линейки (доля крупнейшего продукта составляет менее 30%)	Крайне высокая технологичность производства. Доля продукции с высокой добавленной стоимостью превышает 50%. Рынок сбыта характеризуется крайне низкой цикличностью и насыщенностью	Активы расположены в непосредственной близости к рынкам сбыта. Более 50% продаж приходится на экспорт	На крупнейший актив приходится не более 30% производства
II	2-й квинтиль мировой кривой издержек или иные маркеры низкой себестоимости	Умеренная гибкость производственной модели (компания способна менять структуру продуктовой линейки в среднесрочной перспективе при условии определенных вложений). Диверсифицированная продуктовая линейка (доля крупнейшего продукта составляет от 30% до 50%)	Высокая технологичность производства. Доля продукции с высокой добавленной стоимостью составляет от 20% до 50%. Рынок сбыта характеризуется низкой цикличностью и насыщенностью	Компания имеет незначительные логистические преимущества по сравнению с основными участниками рынка. От 20% до 50% продаж приходится на экспорт	На крупнейший актив приходится от 30% до 45% производства
III	3-й квинтиль мировой кривой издержек или иные маркеры среднего уровня себестоимости	Низкая гибкость производственной модели (компания способна менять структуру продуктовой линейки, однако это сопряжено с существенными вложениями). Умеренная диверсификация продуктовой линейки (доля крупнейшего продукта составляет от 50% до 70%)	Умеренная технологичность производства. Доля продукции с высокой добавленной стоимостью составляет менее 20%. Рынок сбыта характеризуется умеренной цикличностью и насыщенностью	Компания не имеет очевидных логистических преимуществ. Менее 20% продаж приходится на экспорт	На крупнейший актив приходится от 45% до 60% производства
IV	4-й квинтиль мировой кривой издержек или иные маркеры высокой себестоимости	Негибкая производственная модель. Низкая диверсификация продуктовой линейки (доля крупнейшего продукта превышает 70%)	Низкая технологичность производства. Отсутствие производства продукции с высокой добавленной стоимостью. Рынок сбыта характеризуется высокой цикличностью и насыщенностью	Географическое расположение активов накладывает определенные логистические ограничения. Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта диверсифицированы	На крупнейший актив приходится от 60% до 75% производства
V	5-й квинтиль мировой кривой издержек или иные маркеры очень высокой себестоимости	Негибкая производственная модель. Отсутствие диверсификации продуктовой линейки (монопродукт)	Компания осуществляет базовый передел (например, производитель аммиака). Рынок сбыта характеризуется крайне высокой цикличностью и насыщенностью	Географическая удаленность активов крайне ограничивает логистику. Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта ограничены региональным уровнем	На крупнейший актив приходится более 75% производства

Электроэнергетика: генерация ⁵

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Ценовой и сбытовой риски	Риски поставщиков	Качество основных средств и инвестиционная программа	Экономическое развитие региона	-
Вес	40%	20%	40%	100%	0%
I	Минимальные ценовой и сбытовой риски, которые достигаются за счет долгосрочных контрактов (тарифов) либо очень высокой конкурентоспособности. Просроченная дебиторская задолженность составляет менее 1% годовой выручки	Риски со стороны поставщиков для операционной деятельности отсутствуют	Компания обладает новыми основными средствами. Инвестиционная программа минимальна	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию AAA или компания работает на большей части РФ	-
II	Низкие ценовой и сбытовой риски, которые достигаются за счет получения части выручки по долгосрочным контрактам (тарифам) либо высокой конкурентоспособности. Просроченная дебиторская задолженность составляет от 1% до 5% годовой выручки	Рынок потребляемой продукции высококонкурентен и цены характеризуются низкой волатильностью, или рынок потребляемой продукции регулируется	Основные средства компании характеризуются умеренным износом. Инвестиционная программа не является значительной в масштабах деятельности компании	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию AA - A	-
III	Умеренные ценовой и сбытовой риски. Продажи на рынке для компании рентабельны. Просроченная дебиторская задолженность составляет от 5% до 10% годовой выручки	Рынок потребляемой продукции высококонкурентен, но цены характеризуются существенной волатильностью	Основные средства компании характеризуются существенным износом. Инвестиционная программа значительна, но не содержит крупных долгосрочных проектов с длительными сроками окупаемости, либо данные проекты имеют гарантию окупаемости или государственное финансирование	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию BBB - BB	-
IV	Высокие ценовой и сбытовой риски. Издержки компаний по отдельным сегментам продаж превышают выручку. Просроченная дебиторская задолженность составляет от 10% до 20% годовой выручки	Рынок потребляемой продукции низкоконкурентен. Высокие ценовые риски	Основные средства компании характеризуются существенным износом. Инвестиционная программа содержит крупные долгосрочные проекты с длительными сроками окупаемости	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию B	-
V	Очень высокие ценовой и сбытовой риски. Издержки компании значительно превосходят цены на рынке. Просроченная дебиторская задолженность превышает 20% годовой выручки	На рынке потребляемой продукции существует монополия. Существует высокий риск нарушения поставок, способных ограничивать операционную деятельность	Основные средства компании крайне устаревшие. Компания нуждается в масштабных инвестициях даже для поддержания текущего объема деятельности	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию CCC и ниже	-

⁵ В рамках настоящего Приложения по фактору «Географическая диверсификация» подразумевается рейтинговая категория по национальной шкале для Российской Федерации или кредитная оценка, сопоставимая с указанной категорией, или экспертное мнение о соответствующем указанной рейтинговой категории экономическом развитии региона, сформированное с привлечением профильной аналитической группы.

ЖКХ и электроэнергетика: сети

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Регуляторный риск	Сбытовые риски	Качество основных средств и инвестиционная программа	Экономическое развитие региона	-
Вес	40%	30%	30%	100%	0%
I	Регуляторный риск отсутствует. Регулирование прозрачно и обеспечивает адекватный уровень доходности в долгосрочной перспективе	Риск неоплаты минимален и частично или полностью покрывается третьей стороной. Просроченная дебиторская задолженность составляет менее 1% годовой выручки	Компания обладает новыми основными средствами. Инвестиционная программа минимальна	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию AAA или компания работает на большей части РФ	-
II	Регуляторный риск минимален. Регулирование прозрачно и обеспечивает адекватный уровень доходности в среднесрочной перспективе	Просроченная дебиторская задолженность составляет от 1% до 5% годовой выручки	Основные средства компании характеризуются умеренным износом. Инвестиционная программа не является значительной в масштабах деятельности компании	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию AA - A	-
III	Умеренный регуляторный риск. Регулирование подвержено воздействию неэкономических факторов (электоральные циклы, социальная напряженность), однако система регулирования обеспечивает покрытие операционных и капитальных затрат	Просроченная дебиторская задолженность составляет от 5% до 10% годовой выручки	Основные средства компании характеризуются существенным износом. Инвестиционная программа значительна, но не содержит крупных долгосрочных проектов с длительными сроками окупаемости, либо данные проекты имеют гарантию окупаемости или государственное финансирование	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию BBB - BB	-
IV	Высокий регуляторный риск. Решения регулятора систематически подвергаются воздействию неэкономических факторов, однако существуют ограничения, реализуемые на практике, для установления тарифов не ниже минимально необходимых для операционной деятельности уровней	Просроченная дебиторская задолженность составляет от 10% до 20% годовой выручки	Основные средства компании характеризуются существенным износом. Инвестиционная программа содержит крупные долгосрочные проекты с длительными сроками окупаемости	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию B	-
V	Очень высокий регуляторный риск. Уровень индексации тарифов непредсказуем, т.к. подвержен политическому воздействию, лоббированию других участников рынка и т.п.	Просроченная дебиторская задолженность превышает 20% годовой выручки	Основные средства компании крайне устаревшие. Компания нуждается в масштабных инвестициях даже для поддержания текущего объема деятельности	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию CCC и ниже	-

Машиностроение

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Стабильность выручки/контрактной базы	Характеристика рынков сбыта	Зависимость от субподряд и комплектующих	Диверсификация рынков сбыта	-
Вес	40%	20%	40%	100%	0%
I	Крайне стабильная контрактная база. Объем контрактной базы составляет более 3-х годовых выручек	Рынок сбыта характеризуется крайне низкой цикличностью и насыщенностью	Все работы и производство большинства комплектующих осуществляются предприятиями компании	Более 50% продаж приходится на экспорт	-
II	Контрактная база подвержена незначительной волатильности. Объем контрактной базы составляет от 1,5 до 3-х годовых выручек	Рынок сбыта характеризуется низкой цикличностью и насыщенностью	Основные работы и производство большинства комплектующих осуществляются предприятиями компании. Объем работ, переданных на субподряд, невелик, субподрядчики легкозаменяемы	От 20% до 50% продаж приходится на экспорт	-
III	Контрактная база подвержена существенной волатильности. Объем контрактной базы составляет менее 1,5 годовых выручек	Рынок сбыта характеризуется умеренной цикличностью и насыщенностью	Основные работы осуществляются предприятиями компании. Большая часть комплектующих производится сторонними организациями. Объем работ, переданных на субподряд невелик. У компании есть возможность заменить субподрядчиков и поставщиков без существенных потерь	Менее 20% продаж приходится на экспорт	-
IV	Отсутствие существенных законтрактованных объемов. Продажи достаточно стабильны	Рынок сбыта характеризуется высокой цикличностью и насыщенностью	Только ключевые работы и сборка выполняются силами компании, все остальные работы переданы на субподряд. Все комплектующие производятся сторонними организациями. Замена субподрядчиков или поставщиков вызовет сложности, но возможна	Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта диверсифицированы	-
V	Отсутствие существенных законтрактованных объемов. Продажи крайне волатильны	Рынок сбыта характеризуется крайне высокой цикличностью и насыщенностью	Все ключевые работы выполняются субподрядными организациями, компания осуществляет только сборку. Все комплектующие производятся сторонними организациями. Замена поставщиков комплектующих или субподрядчиков крайне сложна или невозможна	Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта ограничены региональным уровнем	-

Транспорт: перевозчики

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Тип перевозок	Степень загрузки парка	Средний возраст парка	Маршрутная сеть	-
Вес	30%	40%	30%	100%	0%
I	Грузовой ж/д транспорт (цистерны/платформы/контейнеры); Пассажирский ж/д транспорт; пассажирский автотранспорт (внутр.)	Для пассажирских перевозок: >85% Для грузовых перевозок: >80%	Средний возраст парка компании существенно ниже среднерыночного уровня	Компания имеет широкую маршрутную сеть, охватывающую все ключевые для отрасли регионы. Также компания осуществляет международные перевозки	-
II	Грузовой авиатранспорт (внутр.); Пассажирский авиатранспорт (внутр.); Морской транспорт	Для пассажирских перевозок: 75–85% Для грузовых перевозок: 70–80%	Средний возраст парка компании ниже среднерыночного уровня	Компания имеет умеренно широкую маршрутную сеть. Также компания осуществляет международные перевозки	-
III	Грузовой автотранспорт (внутр.); Грузовой авиатранспорт (межд.)	Для пассажирских перевозок: 65–75% Для грузовых перевозок: 60–70%	Средний возраст парка компании соответствует среднерыночному уровню	Компания имеет умеренную концентрацию маршрутной сети на ключевых для ее деятельности регионах. Деятельность компании сконцентрирована на территории РФ	-
IV	Грузовой ж/д транспорт (полувагоны); Грузовой автотранспорт (межд.); Пассажирский авиатранспорт (межд.)	Для пассажирских перевозок: 55–65% Для грузовых перевозок: 50–60%	Средний возраст парка компании выше среднерыночного, однако компания способна сохранять объемы деятельности в ближайшие годы без существенного обновления парка	Компания имеет высокую концентрацию маршрутной сети на ключевых для ее деятельности регионах. Деятельность компании сконцентрирована на территории РФ	-
V	Пассажирский автотранспорт (межд.); Речной транспорт	Для пассажирских перевозок: <55% Для грузовых перевозок: <50%	Средний возраст парка компании существенно выше среднерыночного, компания нуждается в масштабном обновлении парка в ближайшем будущем	Маршрутная сеть компании сконцентрирована в рамках одного региона	-

Транспорт: инфраструктура

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Регуляторный риск	Специализация	Качество основных средств и инвестиционная программа	Экономическое развитие региона	-
Вес	40%	30%	30%	100%	0%
I	Регуляторный риск отсутствует. Регулирование прозрачно и обеспечивает адекватный уровень доходности в долгосрочной перспективе	Очень высокая диверсификация по типам транспортных услуг, или компания является монополистом в предоставлении транспортных услуг с отсутствием риска потери рынка	Компания обладает новыми основными средствами. Инвестиционная программа минимальна	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию AAA, или компания работает на большей части РФ	-
II	Регуляторный риск минимален. Регулирование прозрачно и обеспечивает адекватный уровень доходности в среднесрочной перспективе	Высокая диверсификация по типам транспортных услуг, или компания является монополистом в предоставлении транспортных услуг с минимальным риском потери рынка	Основные средства компании характеризуются умеренным износом. Инвестиционная программа не является значительной в масштабах деятельности компании	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию AA - A	-
III	Умеренный регуляторный риск. Регулирование подвержено воздействию неэкономических факторов (электоральные циклы, социальная напряженность), однако система регулирования обеспечивает покрытие операционных и кап. затрат	Умеренная диверсификация по типам транспортных услуг	Основные средства компании характеризуются существенным износом. Инвестиционная программа значительна, но не содержит крупных долгосрочных проектов с длительными сроками окупаемости, либо данные проекты имеют гарантию окупаемости или государственное финансирование	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию BBB - BB	-
IV	Высокий регуляторный риск. Решения регулятора систематически подвергаются воздействию неэкономических факторов, однако существуют ограничения, реализуемые на практике, для установления тарифов не ниже минимально необходимых для операционной деятельности уровней	Низкая диверсификация по типам транспортных услуг	Основные средства компании характеризуются существенным износом. Инвестиционная программа содержит крупные долгосрочные проекты с длительными сроками окупаемости	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию B	-
V	Очень высокий регуляторный риск. Уровень индексации тарифов непредсказуем, т.к. подвержен политическому воздействию, лоббизму других участников рынка и т.п.	Очень низкая диверсификация по типам транспортных услуг или моноспециализация с высокими рисками потери рынка	Основные средства компании крайне устаревшие. Компания нуждается в масштабных инвестициях даже для поддержания текущего объема деятельности	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию CCC и ниже	-

Телекоммуникации

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Качество инфраструктуры	Модель владения инфраструктурой	Диверсификация услуг	География присутствия	Доля покрытия (% населения)
Вес	50%	20%	30%	70%	30%
I	Инфраструктура принадлежит к последнему технологическому поколению. Компания является единственным игроком, обладающим данной технологией	Вся или почти вся инфраструктура находится в собственности	Стабильная выручка одновременно в нескольких основных сегментах бизнеса. Основные сегменты могут включать моб. связь, фиксированную телефонию, передачу данных, IP TV и др.	Широкая география присутствия, в том числе присутствие в Москве и/или Санкт-Петербурге	Покрытие более 60% населения на ключевых рынках присутствия
II	Инфраструктура принадлежит к последнему технологическому поколению	Значительная часть инфраструктуры находится в собственности, тем не менее существенная часть инфраструктуры арендуется	Стабильная выручка в нескольких основных сегментах бизнеса с фокусом на явно лидирующий сегмент	Широкая география присутствия, в т.ч. присутствие в городах с населением более 1 млн чел.	Покрытие 45–60% населения на ключевых рынках присутствия
III	Инфраструктура принадлежит к технологическому поколению частично соответствующему последним разработкам	Инфраструктура в собственности и аренде близки по своим долям	Стабильная выручка в одном основном сегменте бизнеса и ведется работа над полноценным выходом в один или несколько других сегментов	Присутствие только в Москве и/или Санкт-Петербурге	Покрытие 30–45% населения на ключевых рынках присутствия
IV	Требуется модернизация инфраструктуры для предоставления услуг нового поколения	Значительная доля инфраструктуры находится в аренде	Стабильная выручка в одном основном сегменте бизнеса	Присутствие только в городах с населением более 1 млн чел.	Покрытие 15–30% населения на ключевых рынках присутствия
V	Требуется основательное развитие инфраструктуры как для предоставления услуг нового поколения, так и для поддержания текущих мощностей	Практически вся инфраструктура находится в аренде	Работа над выходом на один из основных сегментов бизнеса	Присутствие в прочих городах	Покрытие менее 15% населения на ключевых рынках присутствия

Недвижимость

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Загрузка площадей	Диверсификация по активам и арендаторам	Качество договорных условий с арендаторами	Присутствие в городах федерального значения	-
Вес	40%	30%	30%	100%	0%
I	Средняя загрузка превышает 95%	В структуре присутствуют объекты разных классов и форматов. Крупнейший объект и арендатор приносят не более 10% NOI каждый	Условия единообразны для всех арендаторов, более 90% договоров аренды — долгосрочные	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию AAA, или компания работает на большей части РФ	-
II	Средняя загрузка составляет от 80% до 95%	Активы диверсифицированы по форматам или классам или многочисленны. Крупнейший объект и арендатор приносят не более 20% NOI каждый	Условия единообразны для большинства арендаторов, более 70% договоров аренды — долгосрочные	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию AA - A	-
III	Средняя загрузка составляет от 65% до 80%	Несколько объектов, крупнейший объект и арендатор приносят не более 40% NOI каждый	Более 50% договоров аренды — долгосрочные	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию BBB - BB	-
IV	Средняя загрузка составляет от 50% до 65%	Один объект с диверсифицированным пулом арендаторов или несколько объектов одного класса с высокой концентрацией арендаторов	Более 50% договоров аренды — краткосрочные	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию B	-
V	Средняя загрузка составляет менее 50%	Очень высокая концентрация арендаторов (более 50% NOI от одного арендатора)	Краткосрочный характер договоров аренды, или арендаторы имеют широкие возможности по отказу от аренды в краткосрочном периоде	Более половины обслуживаемых регионов имеют категорию CCC и ниже	-

Сельское хозяйство

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Степень вертикальной интеграции	Продуктовая диверсификация	Доля продукции с высокой добавленной стоимостью	Доступность и диверсификация рынков сбыта	Подверженность климатическим рискам
Вес	40%	30%	30%	70%	30%
I	Компанией осуществляется полный цикл производства продукции: от производства сырья и его обработки до производства конечной продукции, включая логистику/реализацию	Доля крупнейшего продукта в структуре выручки не превышает 20%	Доля продукции с высокой добавленной стоимостью превышает 50%	Активы расположены в непосредственной близости к рынкам сбыта. Более 50% продаж приходится на экспорт	Деятельность компании сосредоточена в регионах с благоприятным климатом или продукция компании имеет высокую устойчивость к климатическим рискам
II	Вертикально интегрированное производство, но полный цикл производства с/х продукции отсутствует	Доля крупнейшего продукта в структуре выручки составляет от 20% до 40%	Доля продукции с высокой добавленной стоимостью составляет от 35% до 50%	Компания имеет незначительные логистические преимущества по сравнению с основными участниками рынка. От 20% до 50% продаж приходится на экспорт	Деятельность компании осуществляется преимущественно в регионах с благоприятным климатом.
III	Минимальная вертикальная интеграция производства	Доля крупнейшего продукта в структуре выручки составляет от 40% до 55%	Доля продукции с высокой добавленной стоимостью составляет от 20% до 35%	Компания не имеет очевидных логистических преимуществ. Менее 20% продаж приходится на экспорт	Деятельность компании осуществляется преимущественно в регионах с умеренно благоприятным климатом. Продукция компании имеет умеренную устойчивость к резким изменениям погодных условий
IV	Вертикальная интеграция отсутствует	Доля крупнейшего продукта в структуре выручки составляет от 55% до 70%	Доля продукции с высокой добавленной стоимостью составляет от 5% до 20%	Географическое расположение активов накладывает определенные логистические ограничения. Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта диверсифицированы	Климат в регионах, в которых сосредоточена деятельность компании, несет умеренные риски для производственных показателей. Продукция компании имеет умеренную устойчивость к резким изменениям погодных условий
V	Компания осуществляет узкоспециализированную деятельность и существенно зависима от деятельности других игроков	Доля крупнейшего продукта в структуре выручки превышает 85%	Доля продукции с высокой добавленной стоимостью составляет менее 5%	Географическая удаленность активов крайне ограничивает логистику. Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта ограничены региональным уровнем	Деятельность осуществляется в зонах рискованного земледелия. Резкое изменение погодных условий способно нанести сильный урон деятельности компании

Пищевая промышленность

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Продуктовая диверсификация	Тенденции спроса на продукцию	Наличие товаров-заменителей на рынке	Экономическое развитие региона	-
Вес	40%	30%	30%	100%	0%
I	Диверсификация по типам продуктов и ценовым категориям значительно выше средней по отрасли	Существенно растущий спрос в долгосрочной перспективе	Продукты первой необходимости, спрос абсолютно неэластичен	Продукция реализуется на федеральном уровне, в том числе представлена в ЦФО, реализуется крупнейшими торговыми розничными сетями. Компания имеет экспортный потенциал	
II	Диверсификация по типам продуктов и ценовым категориям выше средней по отрасли	Незначительно растущий спрос в долгосрочной перспективе	У продукта не имеется заменителей, чувствительность спроса к изменению цены незначительная	Продукция реализуется в ряде регионов, но слабо представлена в ЦФО либо реализуется только в ЦФО	
III	Умеренная диверсификация по типам продуктов и ценовым категориям	Стабильный спрос в долгосрочной перспективе	У продукта имеются заменители, при этом чувствительность спроса к изменению цены умеренная	Продукция реализуется в нескольких регионах РФ (без присутствия в ЦФО)	
IV	Монопродукт массового сегмента	Незначительно снижающийся спрос в долгосрочной перспективе	У продукта не имеется заменителей, однако спрос достаточно чувствителен к изменению цены	Продукция реализуется в одном регионе РФ (без присутствия в ЦФО)	
V	Монопродукт узкого (в т.ч. премиум) сегмента	Существенно снижающийся спрос в долгосрочной перспективе	У продукта имеется ряд заменителей, спрос крайне чувствителен к изменению цены	Продукция реализуется только через собственные магазины, количество и географическая диверсификация которых ограничены	

Розничная торговля

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Цикличность спроса на продукцию	Диверсификация форматов	Сила бренда и политика продвижения	Экономическое развитие региона	-
Вес	40%	30%	30%	100%	0%
I	Продукты питания, алкоголь и топливо	Баланс между всеми ключевыми форматами розничной торговли, используемыми в отрасли	Узнаваемая линейка брендов с продолжительной историей, эффективная политика продвижения, развитие новых эффективных каналов продаж	Федеральные сети с широкой географией присутствия в РФ со стратегическим присутствием в Москве и/или Санкт-Петербурге	-
II	Детские товары, лекарства и товары повседневного спроса	Высокая диверсификация форматов, более 80% выручки поступает от массового сегмента рынка	Узнаваемый бренд и высокая лояльность покупателей, эффективная политика продвижения	Федеральные сети с широкой географией присутствия в РФ	-
III	Одежда и обувь	Наличие незначительной диверсификации форматов, существенная часть выручки поступает от массового сегмента рынка	Умеренная узнаваемость бренда, использование стандартных для отрасли механизмов продвижения	Региональные сети со стратегическим присутствием в Москве и/или Санкт-Петербурге	-
IV	Бытовая техника	Используется один ключевой формат торговли, более половины выручки от узких сегментов рынка	Новый бренд с историей на других рынках, слабая политика продвижения	Региональные сети с полноценным присутствием в нескольких регионах	-
V	Автомобили и строительные материалы	Использование устаревших форматов торговли или работа в узком сегменте рынка (например, премиум)	Новый бренд, низкая лояльность покупателей, пассивная политика продвижения	Региональные сети, ведущие деятельность в одном регионе/Наличие нескольких розничных магазинов	-

Жилищное строительство

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Диверсификация проектов	Сроки и условия реализации	Зависимость от материалов и субподряда	Присутствие в городах федерального значения	-
Вес	40%	30%	30%	100%	0%
I	Текущий портфель строительства включает более 16 проектов, при этом плановая выручка по крупнейшему проекту не превышает 15% от плановой выручки за ближайшие три года. Текущий портфель строительства включает более девяти проектов с долей крупнейшего не более 25%, при этом плановая выручка от продажи жилья одного класса (массовый, бизнес, элит) не превышает 65% от плановой выручки за ближайшие три года	Средняя готовность по текущему портфелю проектов превышает среднюю распроданность не более чем на 10 п.п. Средневзвешенный срок задержки ввода по портфелю за последние три года и по текущему портфелю не превышает одного месяца	Значительная часть строительных работ осуществляется собственными силами. Компания в значительной степени обеспечена строительными материалами собственного производства. Высокий уровень организации с точки зрения управляющей функции, включая функцию генерального подрядчика и технического надзора. Компания самостоятельно выполняет архитектурные функции и функции проектирования. Компания обладает собственной платформой продаж, доля агентских продаж минимальна	Широкая география, в том числе в одном из трех регионов присутствия: Старая Москва*, МО и/или Новая Москва**, Санкт-Петербург. На один регион приходится не более 70% плановой валовой прибыли / выручки за ближайшие три года	-
II	Текущий портфель строительства включает более девяти проектов, при этом плановая выручка по крупнейшему проекту не превышает 25% от плановой выручки за ближайшие три года	Средняя готовность превышает среднюю распроданность не более чем на 20 п.п. Средневзвешенный срок задержки ввода по портфелю за последние три года и по текущему портфелю не превышает двух месяцев	Компания частично осуществляет строительные работы собственными силами и частично обеспечена строительными материалами собственного производства. Высокий уровень организации с точки зрения управляющей функции, включая функцию генерального подрядчика и технического надзора. Компания в основном самостоятельно выполняет архитектурные функции и функции проектирования. Компания обладает собственной платформой продаж, доля агентских продаж не превышает 25%	Застройщик, реализующий проекты в одном из трех регионов (Старая Москва, МО и/или Новая Москва, Санкт-Петербург)	-
III	Текущий портфель строительства включает более четырех проектов, при этом плановая выручка по крупнейшему проекту не превышает 33% от плановой выручки за ближайшие три года	Средняя готовность превышает среднюю распроданность не более чем на 35 п.п. Средневзвешенный срок задержки ввода по портфелю за последние три года и по текущему портфелю не превышает трех месяцев	Строительные работы отдаются на субподряд. Собственные производственные мощности отсутствуют. Высокий уровень организации с точки зрения управляющей функции, включая функцию генерального подрядчика и технического надзора. Компания в основном самостоятельно выполняет архитектурные функции и функции проектирования. Компания обладает собственной платформой продаж, доля агентских продаж не превышает 25%	Застройщик, реализующий проекты в нескольких регионах категории AAA - А, на один регион приходится не более 70% плановой валовой прибыли / выручки за ближайшие три года	-
IV	Текущий портфель строительства включает более одного проекта, при этом плановая выручка по крупнейшему проекту не превышает 65% от плановой выручки за ближайшие три года	Средняя готовность превышает среднюю распроданность не более чем на 50 п.п. Средневзвешенный срок задержки ввода по портфелю за последние три года и по текущему портфелю не превышает пяти месяцев	Строительные работы отдаются на субподряд. Собственные производственные мощности отсутствуют. Компания самостоятельно реализует функции генерального подрядчика и технического надзора. Архитектурные функции и функции проектирования отдаются на аутсорсинг. Компания обладает собственной платформой продаж, доля агентских продаж не превышает 50%	Застройщик, реализующий проекты в одном регионе категории категории AAA - А	-
V	Текущий портфель строительства включает один проект, или плановая выручка по крупнейшему проекту превышает 65% от плановой выручки за ближайшие три года	Средняя готовность превышает среднюю распроданность более чем на 50 п.п. Оценка может быть скорректирована вверх на одну ступень для застройщиков элитной недвижимости. Средневзвешенный срок задержки ввода по портфелю за последние три года или по текущему портфелю превышает пять месяцев	Строительные работы отдаются на субподряд. Собственные производственные мощности отсутствуют. Большинство функций отдаются на аутсорсинг. Доля агентских продаж превышает 50%	Застройщик, реализующий проекты в регионах категории BBB и ниже	-

* Территория Москвы в границах до присоединения территорий МО, утвержденного Постановлением Совета Федерации РФ от 27.12.2011 № 560-СФ «Об утверждении изменения границы между субъектами Российской Федерации городом федерального значения Москвой и Московской областью».

** Территории МО, присоединенные к Москве Постановлением Совета Федерации РФ от 27.12.2011 № 560-СФ, а именно: Новомосковский АО, Троицкий АО, Сколково, Рублево-Архангельское, «Конезавод, ВТБ».

Инфраструктурное строительство

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Сложность и опыт строительства	Качество контрактной базы	Зависимость от субподряда	Экономическое развитие региона	-
Вес	40%	40%	20%	100%	0%
I	Строительство объектов минимальной сложности*. Компания обладает уникальным опытом реализации проектов данного типа (применимо в т.ч. к субподрядчикам)	Крайне стабильная контрактная база. Объем контрактной базы составляет более 3-х годовых выручек	Доля передаваемых на субподряд работ минимальна. Компания в значительной мере обеспечена собственными строительными мощностями	Компания, реализующая крупные федеральные проекты и проекты ГЧП (концессии) с федеральным заказчиком	-
II	Строительство объектов низкой категории сложности. Компания обладает значительным опытом реализации проектов данного типа и сложности	Контрактная база подвержена незначительной волатильности. Объем контрактной базы составляет от 1,5 до 3-х годовых выручек	Доля передаваемых на субподряд работ незначительна. Компания частично обеспечена собственными строительными мощностями	Компания, реализующая крупные проекты и проекты ГЧП (концессии) в нескольких регионах	-
III	Строительство объектов средней категории сложности. Компания обладает значительным опытом реализации менее сложных проектов данного типа	Контрактная база подвержена существенной волатильности. Объем контрактной базы составляет менее 1,5х годовых выручек	Доля передаваемых на субподряд работ значительна. Компания частично обеспечена собственными строительными мощностями	Компания, реализующая проекты в нескольких регионах категории AAA - A	-
IV	Строительство объектов высокой категории сложности. Незначительный опыт реализации проектов данного типа	Существенная концентрация на нерыночных проектах	Доля передаваемых на субподряд работ значительна. Обеспеченность собственными строительными мощностями минимальна	Компания, реализующая проекты в одном регионе категории AAA - A	-
V	Строительство объектов очень высокой категории сложности. Отсутствие опыта реализации проектов данного типа	Отсутствие существенных законтрактованных объемов	Компания полностью передает работы на субподряд. Отсутствие собственных строительных мощностей	Компания, реализующая проекты в регионах категории BBB и ниже	-

* АКРА определяет сложность строительства, руководствуясь в т.ч. методическими рекомендациями Межведомственной комиссии при Госстрое России МДС 81-11.2000 (Приложение 2)

Оптовая торговля

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация	
	Цикличность спроса на продукцию и барьеры для входа	Качество контрагентов	Структура расчетов	Доступность и диверсификация рынков сбыта	-
Вес	40%	30%	30%	100%	0%
I	Торговля товарами с очень низкой цикличностью и эластичностью спроса. Очень высокие барьеры для входа	Как поставщиками, так и покупателями выступают контрагенты с очень высоким кредитным качеством	Осуществление закупок с отсрочкой оплаты и продаж с оплатой по факту / предоплате, отсутствие потребности в финансировании оборотного капитала	Компания имеет существенные преимущества в части географии присутствия. Более 50% продаж приходится на экспорт	-
II	Торговля товарами с низкой цикличностью и эластичностью спроса. Высокие барьеры для входа	Высокое кредитное качество контрагентов	Сбалансированная структура расчетов, минимальная потребность в финансировании оборотного капитала	Компания имеет определенные преимущества в части географии присутствия. От 20% до 50% продаж приходится на экспорт	-
III	Торговля товарами с умеренной цикличностью и эластичностью спроса. Умеренные барьеры для входа	Умеренное кредитное качество контрагентов	Приемлемая структура расчетов, потребности в оборотном финансировании умеренные	Компания не имеет очевидных преимуществ в части географии присутствия. Менее 20% продаж приходится на экспорт	-
IV	Торговля товарами с высокой цикличностью и эластичностью спроса. Низкие барьеры для входа	Низкое кредитное качество контрагентов	Осуществление закупок с предоплатой и продаж с отсрочкой, что подразумевает необходимость привлечения существенного финансирования оборотного капитала	Компания имеет определенные ограничения в части географии присутствия. Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта диверсифицированы	-
V	Торговля товарами узкоспециализированного назначения или торговля товарами с крайне высокой цикличностью и эластичностью спроса. Барьеры для входа очень низкие или отсутствуют	Крайне низкое кредитное качество контрагентов, существенная доля просроченной задолженности	Крайне несбалансированная структура расчетов, потребности в оборотном финансировании значительны по отношению к годовой выручке	Компания имеет существенные ограничения в части географии присутствия. Экспорт отсутствует, национальные рынки сбыта ограничены региональным уровнем	-

Информационные технологии

	Бизнес-профиль			Географическая диверсификация
	Волатильность спроса на ключевые продукты	Диверсификация выручки	Уникальность ключевых продуктов, сложность их повторения	Формат реализации ключевых продуктов и кредитное качество регионов присутствия
Вес	30%	40%	30%	100%
I	Стабильность спроса на ключевые продукты. Спрос не подвержен влиянию кризисных явлений в экономике, сезонности, производственных циклов.	Стабильная выручка в нескольких основных сегментах бизнеса/наличие нескольких видов ключевых продуктов, принадлежащих к разным сегментам. На основной сегмент/продукт приходится не более 35% выручки.	Ключевые продукты являются уникальными на локальном рынке и имеют аналоги только в международном разрезе. Потенциальное повторение ключевых продуктов требует значительных инвестиционных затрат, связана с технологическими сложностями или трудностями в обеспечении перехода на данную платформу значительного количества пользователей.	Ключевые продукты Компании представлены онлайн, нет препятствий для масштабирования бизнеса в другие регионы, широкая география присутствия в рамках локального рынка и/или высокое кредитное качество ключевых регионов присутствия.
II	Влияние на спрос кризисных явлений в экономике, сезонности, производственных циклов минимально.	Стабильная выручка в нескольких основных сегментах бизнеса/наличие нескольких видов ключевых продуктов, принадлежащих к разным сегментам. На основной сегмент/продукт приходится не более 55% выручки. Ведется работа над выходом в один или несколько других сегментов/представлением новых продуктов для диверсификации продуктовой линейки.	Высокая степень уникальности ключевых продуктов, технологическая возможность их повторения существует, но характеризуется сложностью реализации/на уникальные продукты приходится не менее 50-60% выручки Компании.	Большая часть бизнеса Компании в формате онлайн; более половины обслуживаемых регионов имеют оценку кредитного качества от «АА» до «А».
III	Существенная зависимость спроса от стабильности экономической ситуации. Ощутимое падение выручки и договорной базы в кризисные периоды. Преимущественно долгосрочная контрактная база, которая позволяет частично нивелировать влияние кризисных явлений на бизнес Компании.	Стабильная выручка в нескольких основных сегментах бизнеса/наличие нескольких видов ключевых продуктов, принадлежащих к разным сегментам. На основной сегмент/продукт приходится более 50-55% выручки. В планах выход в новые сегменты/запуск новых продуктов.	Продукты Компании не являются в полной степени легко повторяемыми, однако не обладают уникальными характеристиками. Возможен выход на рынок новых игроков из смежных сегментов.	Примерно половина бизнеса в формате онлайн, из оставшейся половины бизнеса большая часть не предполагает возможность дистанционных поставок; более половины обслуживаемых регионов имеют оценку кредитного качества от «BBB» до «BB».
IV	Существенная зависимость спроса от стабильности экономической ситуации. Падение выручки в кризисные периоды может составить более 35-40%. Краткосрочные контракты составляют не более половины от совокупной контрактной базы Компании.	Стабильная выручка в одном основном сегменте бизнеса /один ключевой продукт является основным драйвером выручки. Ведется работа по расширению продуктовой линейки.	Низкая степень добавленной стоимости, создаваемой Компанией (например, кастомизация исходных продуктов другого бренда под конкретных клиентов). Нет существенных барьеров для входа в данный сегмент бизнеса новых игроков.	Ключевые продукты Компании в сегменте офлайн (отсутствие возможности дистанционных поставок); низкая географическая диверсификация, основные рынки реализации товаров приходятся на регионы с невысоким кредитным качеством.
V	Очень сильная зависимость спроса от стабильности экономической ситуации. Падение выручки в кризисные периоды может составить более 55%. Преимущественно краткосрочный характер договоров с клиентами. Возможность разрыва или аннулирования существенной части договоров в периоды кризисов.	Волатильная выручка в основном сегменте.	Ключевые продукты Компании легко повторяемы. Их повторение не связано со значительными инвестициями или технологическими сложностями (например, ресейл).	Весь бизнес Компании в сегменте производства и физических поставок товаров (Компания не может производить свои продукты дистанционно); география деятельности сводится к нескольким регионам с низким кредитным качеством.

Приложение 6. Границы оценок количественных факторов рейтингового анализа в разрезе отраслей

Отрасли, группировка АКРА	Нефтегазовая отрасль	Добыча полезных ископаемых (кроме нефти и газа)	Металлургия	Химическая промышленность	Электроэнергетика: генерация	Электроэнергетика: сети	Машиностроение	Транспорт: перевозчики	Транспорт: инфраструктура	Телекоммуникации	Недвижимость	Сельское хозяйство	Пищевая промышленность	Розничная торговля	Жилищное строительство	Инфраструктурное строительство	Оптовая торговля	Информационные технологии	Прочие отрасли
Финансовый профиль																			
Размер																			
Субф 1-1		FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.	FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.	FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.	FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.	FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.	FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.	FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.	FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.	FFO до фиксированных платежей и налогов, млн руб.	FFO до фиксированных платежей и налогов, млн руб.	FFO до фиксированных платежей и налогов, млн руб.	FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.	FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.	FFO до фиксированных платежей и налогов, млн руб.	FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.	FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.	FFO до фиксированных платежей и налогов, млн руб.	FFO до чистых процентных платежей и налогов, млн руб.
		Вес	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	100,0%	70,0%	100,0%	70,0%	100,0%	70,0%	100,0%	70,0%	100,0%	100,0%
		1	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
		2	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000	30 000
		3	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
		4	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500
		5	<500	<500	<500	<500	<500	<500	<500	<500	<500	<500	<500	<500	<500	<500	<500	<500	<500
Субф 1-2		Объем добычи	Объем добычи	Объем производства	-	Объем производства	Объем передачи	-	Объем перевозки	-	Количество абонентов	Объем площадей	-	-	Объем продаж	Объем портфеля строительства	Объем портфеля строительства	Объем продаж	-
		Вес	30,0%	30,0%	-	30,0%	30,0%	-	30,0%	-	30,0%	30,0%	-	-	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	-
		1	> 2000 тыс. бое в сутки	Уголь: > 20 млн т. Руды: > 10 млн т. Золото: > 1 млн унций Алмазы: > 20 тыс. карат	Сталь: > 10 млн т. Трубы: > 3 млн т. Алюмин: > 1 млн т. Цеммент: > 500 тыс. т. Стекло: > 10 млн т. Трубы: 2-3 млн т. Алюмин: 0,4-1 млн т. Цеммент: 200-500 тыс. т. Стекло: 2-5 млн т. Трубы: 1-2 млн т. Алюмин: 300-400 тыс. т. Цеммент: 100-200 тыс. т. Стекло: 1-5 млн т. Руды: > 25 млн т. Золото: 250-500 тыс. унций	-	> 500 млрд кВт·ч	> 300 млрд кВт·ч	-	> 100 млн т (> 12 тыс т для АВИА) > 3 млн пассажиров	-	> 50 млн.	> 500 тыс. м2	-	> 500 млрд руб.	> 2,0 млн м2	> 500 млрд руб.	> 500 млрд руб.	-
		2	1000 – 2000 тыс. бое в сутки	Уголь: 10 – 20 млн т. Руды: 5 – 10 млн т. Золото: 0,5 – 1 млн унций	-	100 – 500 млрд кВт·ч	100 – 300 млрд кВт·ч	-	75-100 млн т (9-12 тыс т для АВИА) 2-3 млн пассажиров	-	10 – 50 млн.	100 – 500 тыс. м2	-	100 – 500 млрд руб.	1,0 – 2,0 млн м2	100 – 500 млрд руб.	100 – 500 млрд руб.	-	-
		3	500 – 1000 тыс. бое в сутки	Уголь: 5 – 10 млн т. Руды: 2,5 – 5 млн т. Золото: 250 – 500 тыс. унций	-	50 – 100 млрд кВт·ч	50 – 100 млрд кВт·ч	-	50-75 млн т (6-9 тыс т для АВИА) 1-3 млн пассажиров	-	5 – 10 млн.	50 – 100 тыс. м2	-	25 – 100 млрд руб.	0,5 – 1,0 млн м2	25 – 100 млрд руб.	25 – 100 млрд руб.	-	-
		4	100 – 500 тыс. бое в сутки	Уголь: 1 – 5 млн т. Руды: > 25 млн т. Золото: 125 – 250 тыс. унций	-	10 – 50 млрд кВт·ч	5 – 50 млрд кВт·ч	-	25-50 млн т (3-6 тыс т для АВИА) 0,5-1 млн пассажиров	-	0,5 – 5 млн.	25 – 50 тыс. м2	-	5 – 25 млрд руб.	0,2 – 0,5 млн м2	5 – 25 млрд руб.	5 – 25 млрд руб.	-	-
		5	< 100 тыс. бое в сутки	Уголь: < 1 млн т. Руды: < 1 млн т. Золото: < 125 тыс. унций	-	< 10 млрд кВт·ч	< 5 млрд кВт·ч	-	< 25 млн т (< 3 тыс т для АВИА) < 0,5 млн пассажиров	-	< 0,5 млн.	< 25 тыс. м2	-	< 5 млрд руб.	< 0,2 млн м2	< 5 млрд руб.	< 5 млрд руб.	< 5 млрд руб.	-
Рентабельность																			
Субф 2-1		Рентабельность по FFO до % и налогов	Рентабельность по FFO до % и налогов	Рентабельность по FFO до % и налогов	Рентабельность по FFO до % и налогов	Рентабельность по FFO до % и налогов	Рентабельность по FFO до % и налогов	Рентабельность по FFO до % и налогов	Рентабельность по FFO до % и налогов	Рентабельность по FFO до фиксированных платежей и налогов	Рентабельность по FFO до фиксированных платежей и налогов	Рентабельность по FFO до фиксированных платежей и налогов	Рентабельность по FFO до % и налогов	Рентабельность по FFO до % и налогов	Рентабельность по FFO до фиксированных платежей и налогов	Рентабельность по FFO до % и налогов	Рентабельность по FFO до % и налогов	Рентабельность по FFO до фиксированных платежей и налогов	Рентабельность по FFO до % и налогов
		Вес	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	70,0%	100,0%	100,0%	70,0%	100,0%	70,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
		1	30%	30%	25%	30%	25%	15%	25%	45%	40%	12%	15%	20%	15%	20%	10%	30%	25%
		2	20%	20%	15%	20%	15%	10%	15%	30%	30%	8%	10%	12%	10%	12%	8%	20%	15%
		3	10%	10%	10%	10%	8%	5%	8%	15%	15%	5%	8%	8%	5%	8%	5%	10%	8%
		4	5%	5%	5%	5%	3%	2%	3%	3%	5%	3%	2%	3%	2%	3%	2%	5%	3%
		5	<5%	<5%	<5%	<5%	<3%	<3%	<2%	<3%	<3%	<5%	<3%	<2%	<3%	<3%	<2%	<5%	<3%
Субф 2-2		EBITDA с барреля, руб.	-	-	-	-	-	-	-	ARPU, руб.	NOI с кв.м, тыс. руб.	-	-	EBITDA с кв.м, тыс. руб.	SG&A / Выручка	-	-	-	-
		Вес	50,0%	-	-	-	-	-	-	30,0%	30,0%	-	-	30,0%	30,0%	-	-	-	-
		1	750	-	-	-	-	-	-	350	30	-	-	30	<5%	-	-	-	-
		2	450	-	-	-	-	-	-	300	20	-	-	20	5%	-	-	-	-
		3	300	-	-	-	-	-	-	240	10	-	-	10	10%	-	-	-	-
		4	150	-	-	-	-	-	-	180	5	-	-	5	15%	-	-	-	-
		5	<150	-	-	-	-	-	-	<180	<5	-	-	<5	20%	-	-	-	-
Долговая нагрузка																			
Субф 3-1		Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	Общий долг / FFO до чистых процентных платежей
		Вес	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	50,0%	70,0%	50,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%
		1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
		2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	5,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
		3	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	4,0	3,5	4,0	4,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
		4	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	6,0	5,0	6,0	6,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
		5	>5,0	>5,0	>5,0	>5,0	>5,0	>6,0	>5,0	>6,0	>6,0	>5,0	>5,0	>5,0	>5,0	>5,0	>5,0	>5,0	>5,0
Субф 3-2		-	-	-	-	-	-	Общий долг / Капитал	-	-	LTV	-	-	Общий долг / FFO до чистых процентных	Общий долг / Капитал	Общий долг / Капитал	Долгосрочный долг / FFO до фиксированных	-	-
		Вес	-	-	-	-	-	20,0%	-	-	20,0%	-	-	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	-	-
		1	-	-	-	-	-	0,5	-	-	0,4	-	-	1,0	0,5	0,5	1,0	-	-
		2	-	-	-	-	-	1,0	-	-	0,6	-	-	2,0	1,0	1,0	2,0	-	-
		3	-	-	-	-	-	2,0	-	-	0,8	-	-	3,5	2,0	2,0	3,5	-	-
		4	-	-	-	-	-	4,0	-	-	1,0	-	-	5,0	4,0	4,0	5,0	-	-
		5	-	-	-	-	-	>4,0	-	-	>1,0	-	-	>5,0	>4,0	>4,0	>5,0	-	-
Субф 3-3		Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки	Качественная оценка долговой нагрузки
		Вес	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%

Приложение 7. Наименования категорий оценки факторов, используемых в рейтинговом анализе

Рейтинговый фактор	Категория оценки				
	1	2	3	4	5
Отраслевой риск-профиль	Очень низкий риск	Низкий риск	Средний риск	Высокий риск	Очень высокий риск
Операционный риск-профиль	Очень сильный	Сильный	Средний	Слабый	Очень слабый
Рыночная позиция	Очень сильная	Сильная	Средняя	Слабая	Очень слабая
Бизнес-профиль	Очень сильный	Сильный	Средний	Слабый	Очень слабый
Географическая диверсификация	Очень сильная	Сильная	Средняя	Слабая	Очень слабая
Корпоративное управление	Очень высокий уровень	Высокий уровень	Средний уровень	Низкий уровень	Очень низкий уровень
Финансовый риск-профиль	Очень сильный	Сильный	Средний	Слабый	Очень слабый
Размер	Очень крупный	Крупный	Средний	Меньше среднего	Малый
Рентабельность	Очень высокая	Высокая	Средняя	Низкая	Очень низкая
Долговая нагрузка	Очень низкая	Низкая	Средняя	Высокая	Очень высокая
Обслуживание долга	Очень высокое покрытие	Высокое покрытие	Среднее покрытие	Низкое покрытие	Очень низкое покрытие
Ликвидность	Очень сильная	Сильная	Средняя	Слабая	Очень слабая
Денежный поток	Очень сильный	Сильный	Средний	Слабый	Очень слабый

Ограничение ответственности

(С) 2023

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

www.acra-ratings.ru

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.