



**STANDARD & POOR'S  
RATINGS SERVICES**

McGRAW HILL FINANCIAL

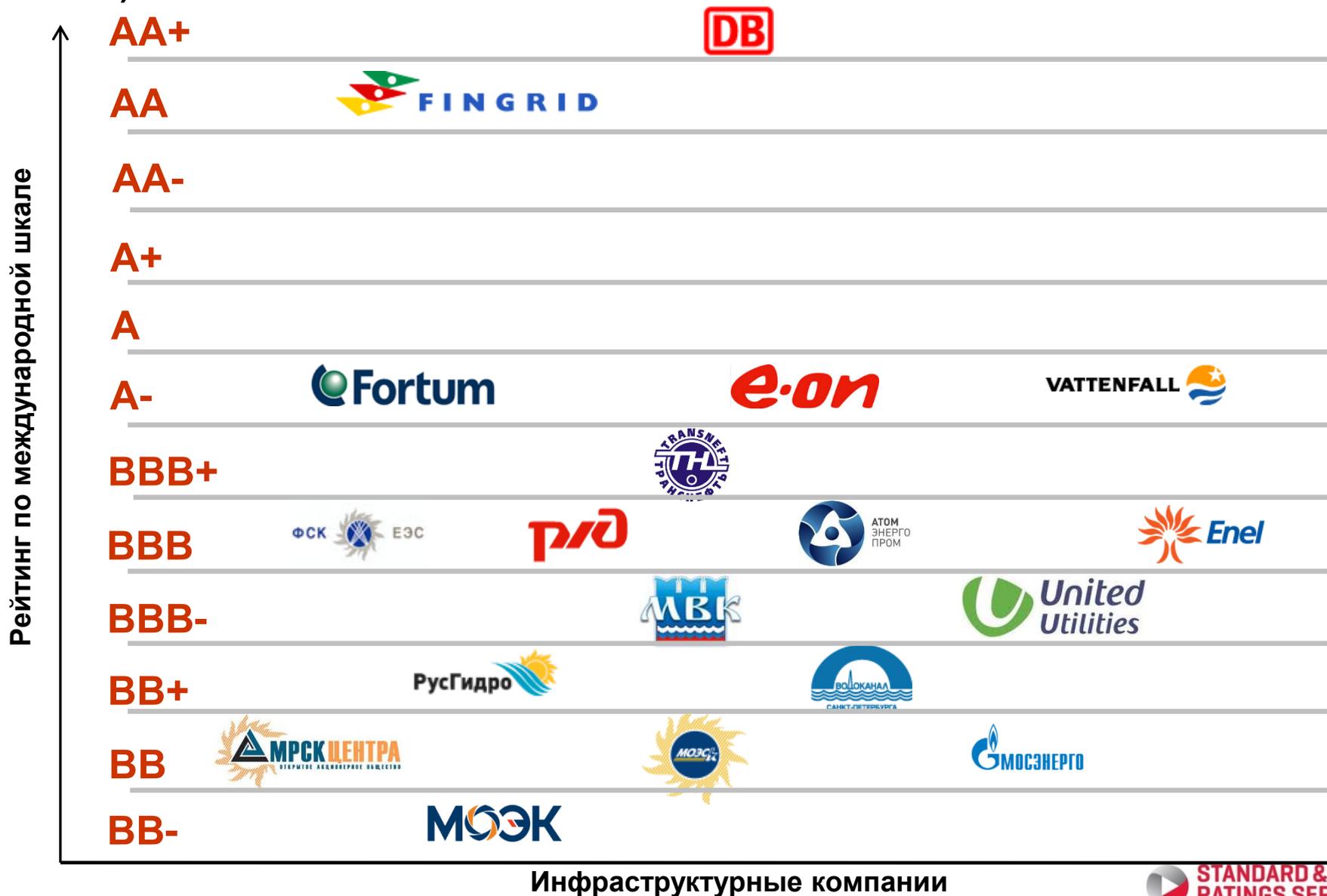
# **Инфраструктурные компании: основные факторы кредитных рейтингов**

**Сергей Горин  
Заместитель директора  
Рейтинги предприятий инфраструктуры**

**6 декабря 2013 г.**

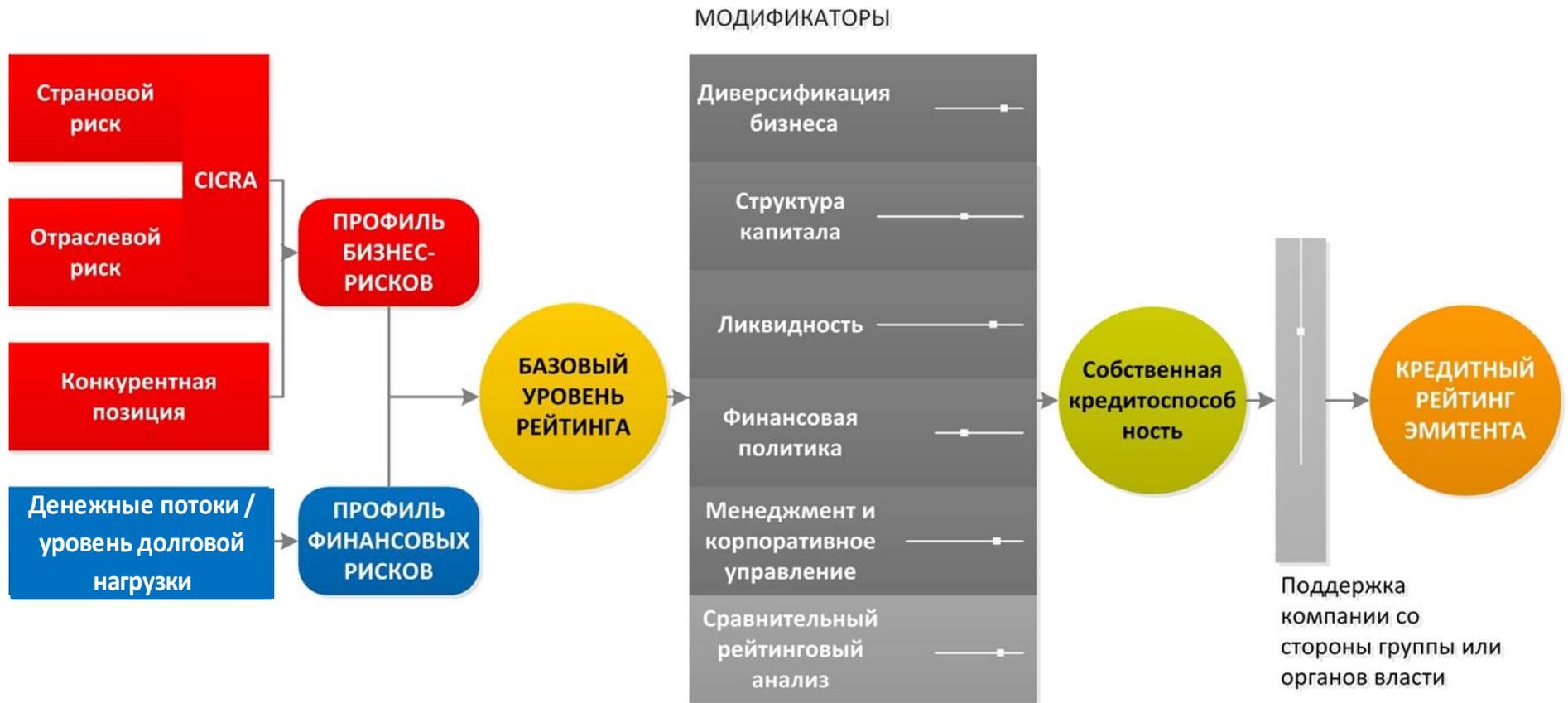
- **Сравнение рейтингов российских и международных инфраструктурных компаний**
- **Основные компоненты оценки профиля бизнес-рисков компании**
- **Основные компоненты оценки профиля финансовых рисков компании**
- **Методика оценки вероятности государственной поддержки**

# Рейтинги российских инфраструктурных компаний в сравнении с международными конкурентами (по состоянию на 29 ноября 2013 г.):

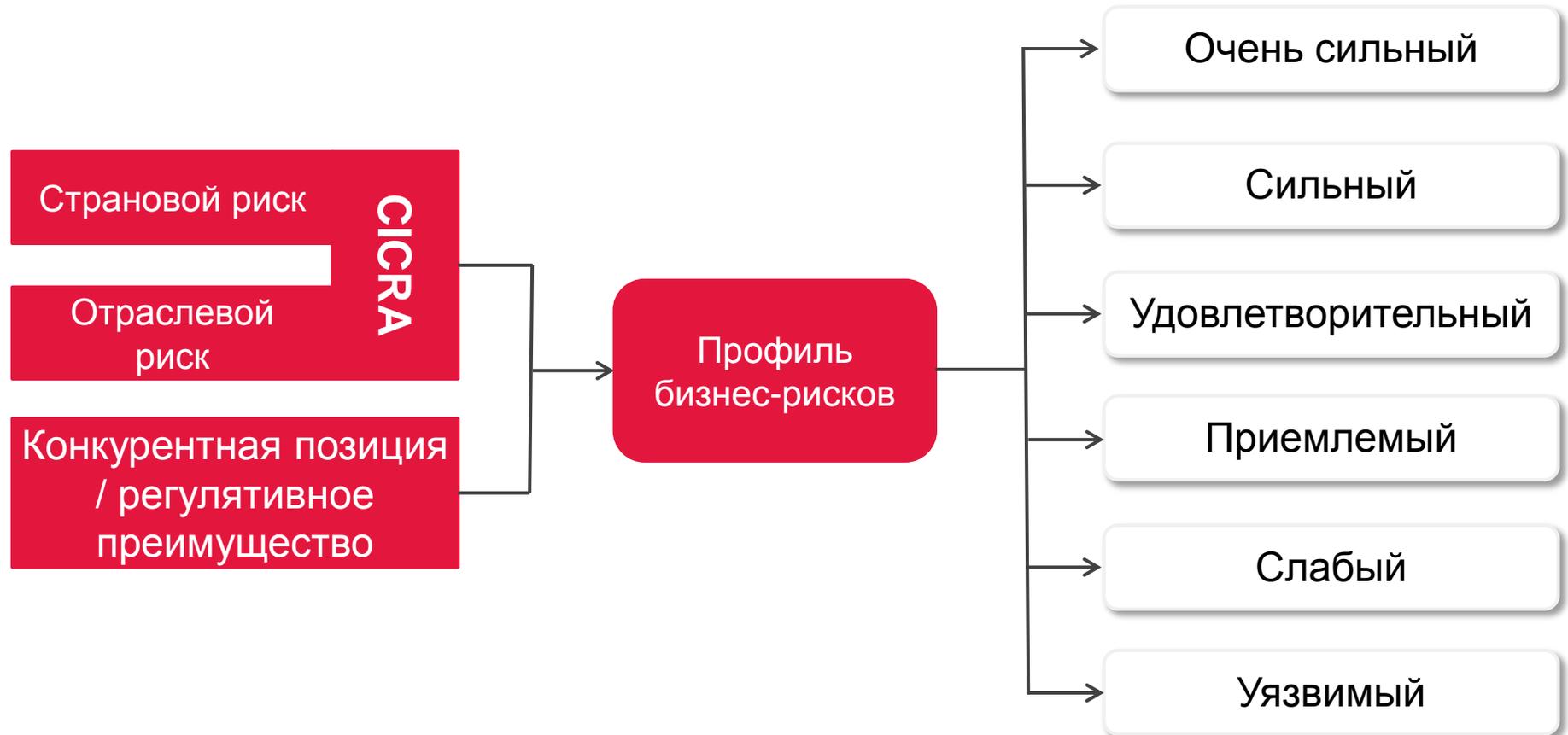


# Определение: компоненты рейтинга

**Кредитный рейтинг эмитента**, присваиваемый Standard & Poor's, – это мнение Standard & Poor's относительно общей способности и готовности эмитентов своевременно и полностью исполнять свои финансовые обязательства



# Профиль бизнес-рисков



# Страновой риск: методология

## Оценка странового риска



# Страновой риск: примеры

Оценка странового риска по шкале от "очень низкого" (1) до "очень высокого" (6), выдержки из критериев:					
Очень низкий (1)	Низкий (2)	Средний (3)	Умеренно высокий (4)	Высокий (5)	Очень высокий (6)
Австралия	Австрия	Абу-Даби	Багамские острова	Албания	Аргентина
Великобритания	Бельгия	Израиль	Болгария	Азербайджан	Бангладеш
Германия	Люксембург	Ирландия	Бразилия	Бахрейн	Беларусь
Гонконг	Новая Зеландия	Катар	Венгрия	Вьетнам	Белиз
Дания	Финляндия	Макао	Дубай	Гватемала	Венесуэла
Канада	Франция	Малайзия	Индия	Гондурас	Египет
Нидерланды	Чили	Мальта	Исландия	Греция	Лаос
Норвегия	Япония	Словакия	Испания	Грузия	Конго
Сингапур		Тайвань	Италия	Доминиканская Республика	Пакистан
США		Чехия	Китай	Замбия	Папуа-Новая Гвинея
Швейцария		Эстония	Колумбия	Индонезия	Украина
Швеция		Южная Корея	Коста-Рика	Иордания	Эквадор
			Латвия	Казахстан	
			Литва	Кипр	
			Марокко	Ливан	
			Мексика	Мозамбик	
			Оман	Монголия	
			Панама	Нигерия	
			Перу	Парагвай	
			Польша	<b>Россия</b>	
			Португалия	Сальвадор	
			Румыния	Сенегал	
			Саудовская Аравия	Тунис	
			Словения	Шри-Ланка	
			Таиланд	Ямайка	
			Турция		
			Филиппины		
			Хорватия		
			ЮАР		

## Регулируемые инфраструктурные компании: Конкурентная позиция / регулятивное преимущество

---

- **Регулируемые инфраструктурные компании не подвержены влиянию конкуренции и рынка**
  - Они являются предметом регулирования (в том числе непрямого) в том, что касается их тарифов, качества услуг, условий обслуживания
- **«Конкурентная позиция: профиль группы» для регулируемых инфраструктурных компаний определяется как «национальные отрасли и регулируемые компании»**
  - Оценка «регулятивного преимущества» – ключевой компонент оценки «конкурентного преимущества» (60% веса показателя)
  - Регулирование: может быть как преимуществом, так и дополнительным риском для компании
  - Также учитывается способность компании оказывать влияние на принятие регулятором тарифных решений

# Оценивая преимущества регулируемых инфраструктурных компаний

- **Стабильность регулирования**
  - Прозрачность основных компонентов системы и их оценок
  - Предсказуемость, снижающая неопределенность для инфраструктурных компаний и их акционеров
  - Устойчивость регулятивного процесса на протяжении продолжительного времени
- **Процедуры установления тарифов**
  - Полное возмещение издержек
  - Баланс интересов всех сторон
  - Достижимость поставленных целей
- **Финансовая стабильность**
  - Своевременность возмещения издержек во избежание волатильности денежных потоков
  - Финансовая гибкость, позволяющая возмещать неожиданные издержки в случае их возникновения
  - Преимущества системы, позволяющие привлекать долгосрочный капитал
  - Поддержка капитала во время реализации крупных инвестиционных проектов, что облегчает привлечение средств и снижает давление на денежные потоки
- **Независимость регулирования**
  - Рыночная среда и политика в сфере энергоресурсов, поддерживающие финансовую устойчивость инфраструктурных компаний, отражены в законодательстве и ограничивают возможности регулятора
  - Риски политического вмешательства отсутствуют, и регулятор способен эффективно защитить кредитоспособность компаний даже в период стрессовых ситуаций

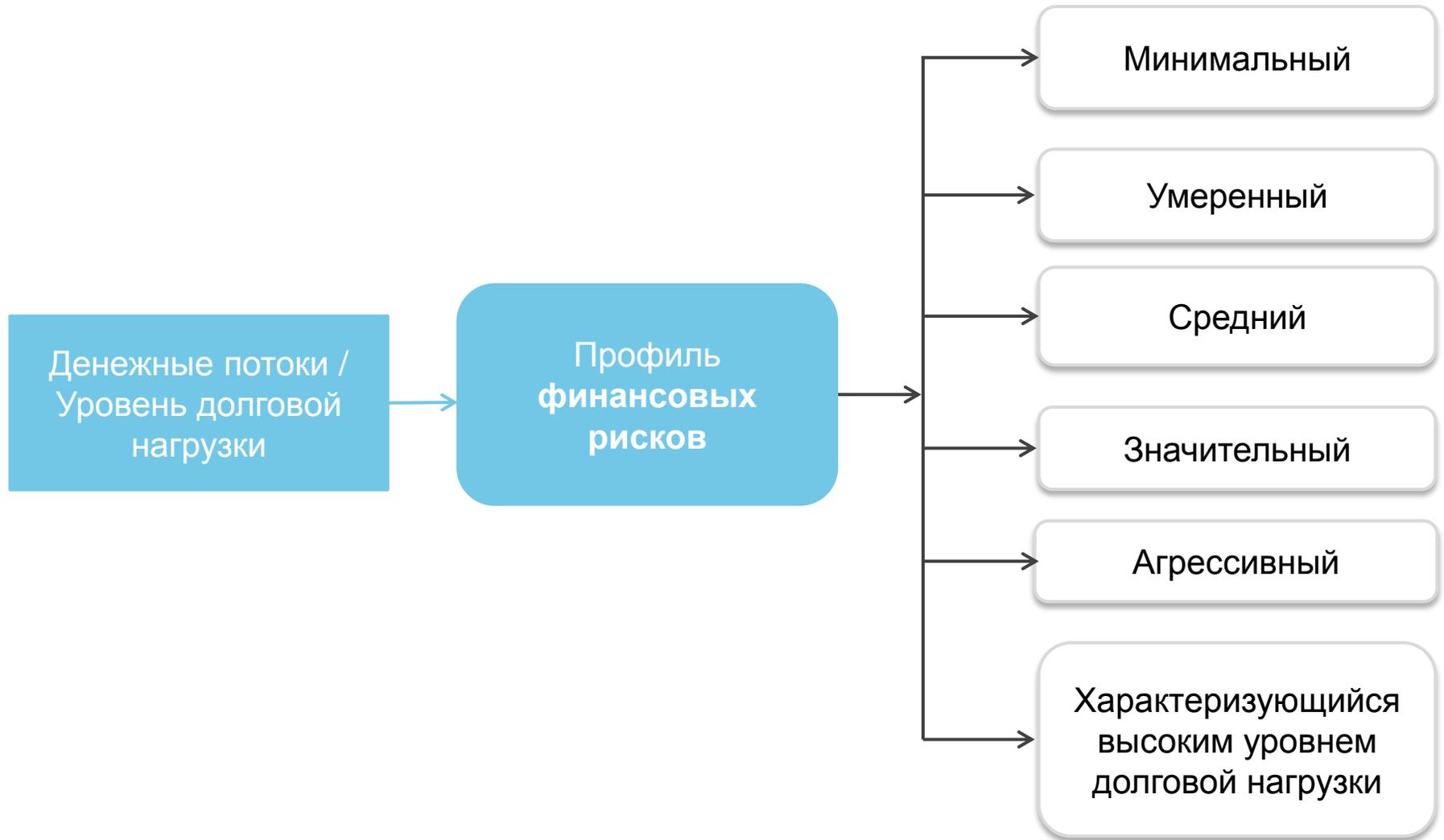
# Особенности регулирования инфраструктурных компаний в России

- **Стабильность регулирования**
  - Отсутствие устойчивости регуляторного процесса на протяжении продолжительного времени (несмотря на общую тенденцию перехода на долгосрочные тарифы)
  - Неоднократный пересмотр параметров и компонентов тарифов
- **Процедуры установления тарифов**
  - Вопрос соблюдения баланса интересов всех сторон
  - Вопрос достижимости поставленных целей (например, снижение стоимости инвестпроектов при сохранении физических объемов)
  - Интеграция инвестсоставляющей в тариф не всегда прозрачна
- **Финансовая стабильность**
  - Не происходит полного автоматического возмещения издержек
  - Часто существует лаг в возмещении возросших или незапланированных затрат
  - Привлечение долгосрочного капитала затруднено при краткосрочном горизонте планирования и в случаях интервенций в регуляторный процесс
  - Часто тарифная выручка – лишь часть механизма финансирования наряду с субсидиями, вливаниями в уставный капитал
- **Независимость регулирования**
  - Незащищенность регулирования от вмешательства государства (пересмотр RAB-тарифов для предприятий сетевого комплекса, «заморозка» тарифов в 2014 г.)
  - В некоторых случаях регулирование осуществляется собственником (конфликт интересов)

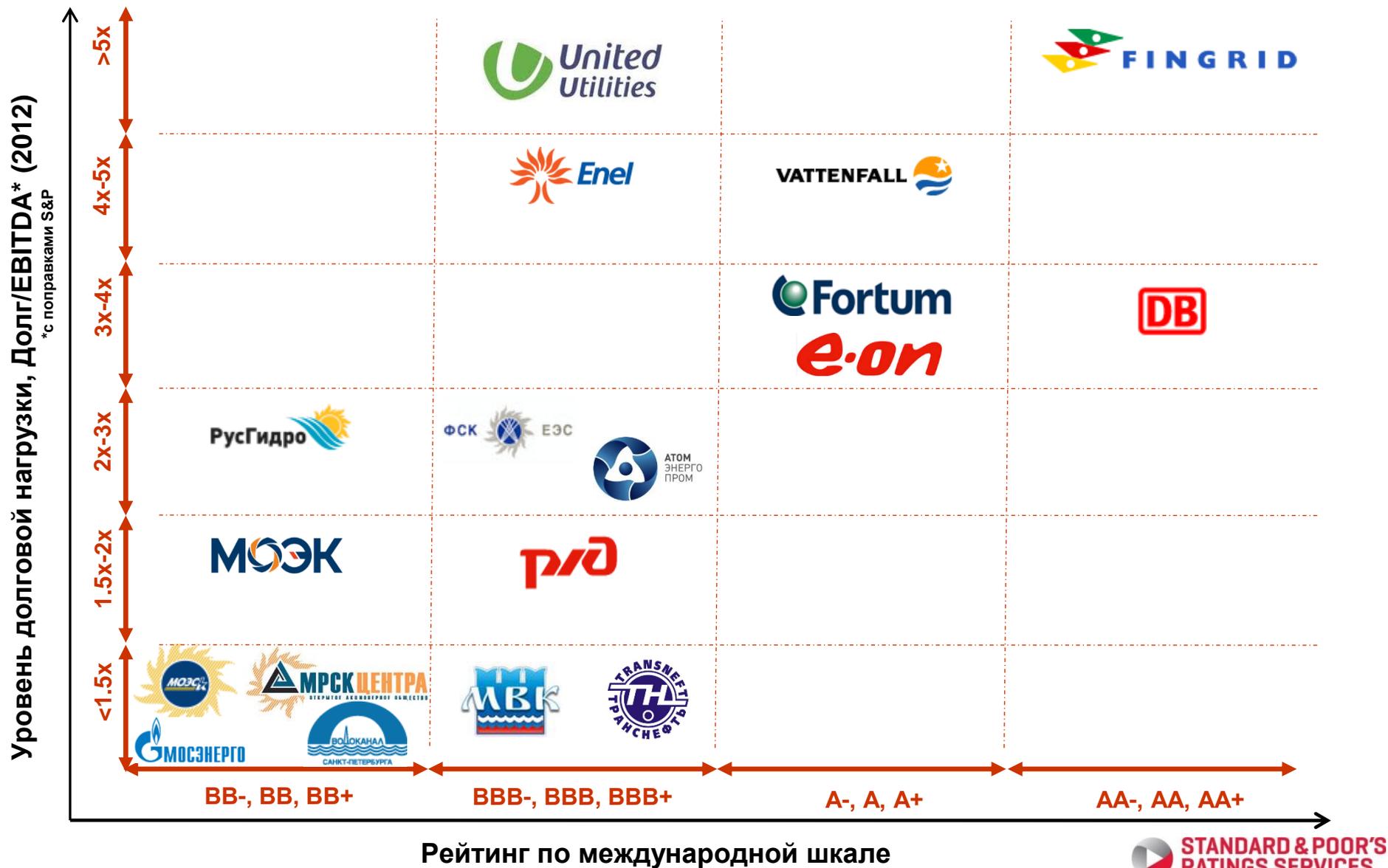
## Примеры регулирования инфраструктурных компаний в странах Западной Европы

- **Пример регулирования водоканалов (Великобритания)**
  - Открытое заблаговременное обсуждение параметров регулирования с участниками рынка
  - Прозрачная система установления тарифов; долгосрочный период регулирования
  - Длительная история применения тарифной системы
  - Независимость регулятора (Ofwat) от государства, минимальный риск вмешательства в процесс
  - Встроенный механизм учета новых инвестиций (на базе RCV), параметров эффективности; «сквозной» перенос затрат на потребителей (pass-through)
  - Возможность апеллировать в случае негативных изменений
- **Механизмы ограждения (ring-fencing) инфраструктурных предприятий (Великобритания)**
  - Встроенный регуляторами механизм защиты финансового состояния электросетевых и газосетевых компаний, а также водоканалов
  - Привязка к уровню кредитного рейтинга (мероприятия направлены на сохранение рейтинга инвестиционного уровня – «BBB-» и выше)
  - Меры, предпринимаемые регулятором, могут включать запрет на отчуждение активов, выдачу гарантий и кросс-дефолтных обязательств, а также контроль всех трансакций, включая выплату дивидендов (cash lock-up)
- **Пример регулирования предприятий электросетевого комплекса (Финляндия)**
  - Прозрачная и стабильная система с длительной историей применения
  - Компания может изменять тариф неограниченное количество раз в течение периода (с 30-дневным уведомлением потребителей)
  - Высокая степень независимости регулятора, определенная законодательством
  - Учет доходности гособлигаций в расчетной стоимости финансирования для компании
  - Возможность апеллировать в случае негативных изменений

# Профиль финансовых рисков



# Уровень долговой нагрузки: сравнение инфраструктурных компаний России и Западной Европы



## Профиль финансовых рисков: особенности российских инфраструктурных компаний

- **Масштабная инвестиционная программа часто не может быть полностью реализована за счет внутренних источников (денежные потоки от основной деятельности не покрывают капитальных вложений):**
  - Возникает значительная потребность во внешних источниках финансирования.
  - Государство-собственник может компенсировать за счет взносов в уставный капитал или субсидий.
- **В России средний срок кредитования ощутимо меньше, чем в Западной Европе. Это приводит к необходимости частых рефинансирований.**
  - Однако появляются новые инструменты, например инфраструктурные облигации с длительным сроком погашения.
  - В последнее время для обеспечения ликвидности российские компании стали чаще использовать кредитные линии (подтвержденные, долгосрочные).
- **Отсутствие четкой долгосрочной финансовой политики, озвученной для участников рынка:**
  - Может существовать формально, но не содержать четких параметров.
  - Меньший акцент на показателях долговой нагрузки.
  - Отсутствие стратегий хеджирования.
  - Отсутствие четкой политики в сфере M&A.

# Методика оценки вероятности поддержки компаний, связанных с государством

## Значимость роли организации для государства



Permission to reprint or distribute any content from this presentation requires the prior written approval of Standard & Poor's.

# Когда собственник – государство: преимущества и недостатки

---

- **Компании, основной собственник которых – государство, как правило, имеют возможность получать текущую финансовую поддержку:**
  - Вложения в уставный капитал, субсидии.
  - Сдержанная дивидендная политика.
  - Гарантии государства по привлеченным кредитам.
  - Использование уникальных финансовых инструментов (инфраструктурные облигации, привлечение средств из Фонда национального благосостояния).
- **Однако есть и обратная сторона:**
  - Необходимость реализации социально значимых проектов (как правило, капиталоемких и низкорентабельных) в рамках государственной политики.
  - Высокая степень политизированности процесса тарифного регулирования.

# Открытые вопросы

---

- **Дальнейшая разработка и внедрение принципов долгосрочного регулирования тарифов:**
  - Отрасли (например, железнодорожные перевозки)
  - Параметры и период регулирования
  - Гарантии неизменности параметров после утверждения
- **Изменения в модели энергорынка:**
  - Механизм «последней мили»
  - Изменения в механизме формирования цены на мощность
  - Принцип «бери или плати» («take or pay»)
  - Изменение зон свободного перетока
- **Сохранится ли свободный доступ к рынкам капитала?**
- **На каком уровне сбалансируется инвестпрограмма предприятий?**



# STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES

McGRAW HILL FINANCIAL

[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

---

Copyright © 2013 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw or suspend such acknowledgement at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (free of charge), and [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) and [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P, GLOBAL CREDIT PORTAL and RATINGSDIRECT are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.