



Александр Шураков

Как НКР оценивает кредитное качество девелоперов

Алгоритм присвоения кредитного рейтинга



Особенности алгоритмов методологии

- Оценки факторов / субфакторов / показателей в баллах

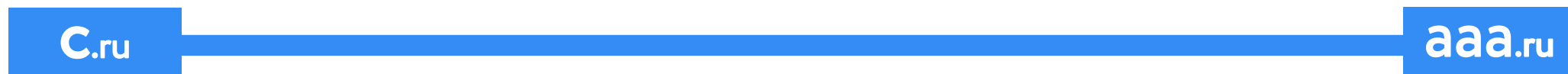


- Агрегирование полученных оценок в рейтинговое число = > БОСК = > ОСК

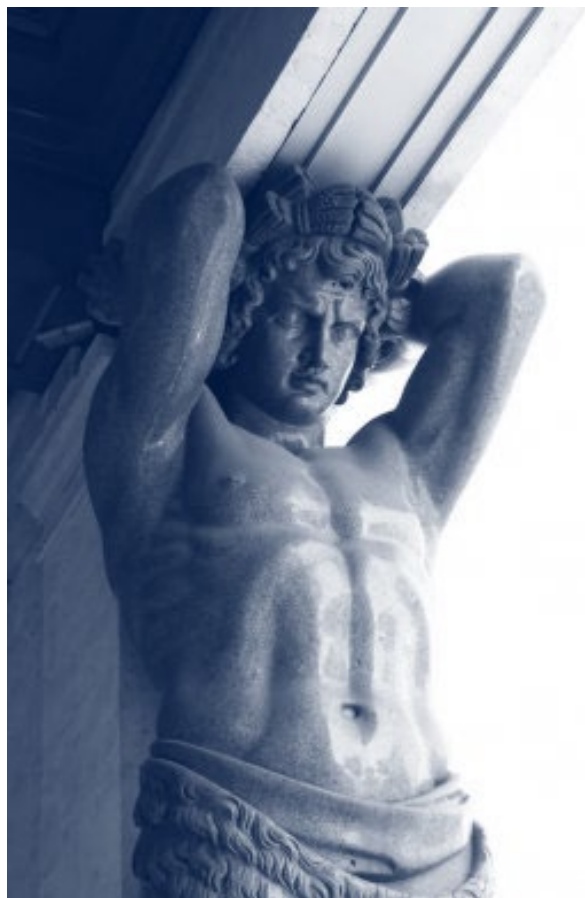
Шкала БОСК = 17 уровней, **сс** и **с** не присваиваются



Шкала ОСК = 19 уровней, **сс.ru** и **с.ru** присваиваются по триггерам



Как рейтинговать без использования «отраслевых потолков»



Отраслевой потолок — максимально достижимый уровень кредитного рейтинга для компаний отдельных отраслей (видов деятельности), отличный от AAA

- В методологии НКР для нефинансовых компаний концепция «отраслевых потолков» не используется
- Показатели, субфакторы и факторы модели в сочетании с модификаторами обеспечивают оценку кредитного качества нефинансовых компаний из разных отраслей

Как рейтинговать без использования «отраслевых потолков»

Отсутствие «отраслевых потолков»:

- позволяет избежать «сжатия» кредитных рейтингов компаний одной отрасли вблизи «отраслевого потолка»
- повышает сопоставимость кредитного качества компаний из разных секторов



Оценка БОСК девелопера



MIN = минимальная оценка
Н = среднее гармоническое
μ = среднее арифметическое

MIN < среднее гармоническое < среднее арифметическое

Как мы учитываем прогнозную динамику финансовых показателей



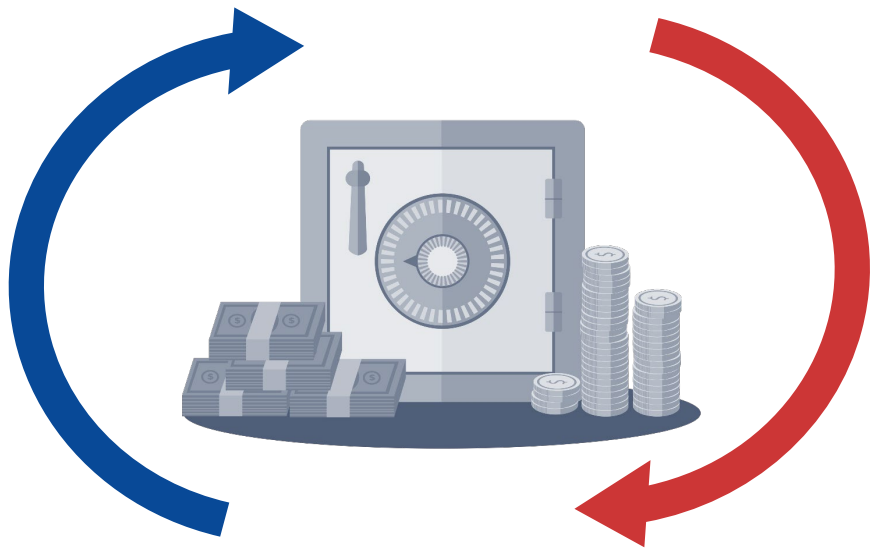
В общем случае используются данные за 3 года с весами:

предыдущий период	отчётный период	прогнозный период
30%	50%	20%

Используем отчётность

- по МСФО
- по РСБУ

Как мы оцениваем совокупный долг



Совокупный долг корректируется на величину остатков на эскроу-счетах с учётом готовности долевого проекта

Финансовые показатели

Субфактор	Показатель
Долговая нагрузка	OIBDA / Совокупный долг
	FFO / Совокупный долг
Обслуживание долга	$[\text{Cash} + \text{FFO} + \text{Фактически уплаченные проценты} + \text{Полученные проценты}] / [\text{Фактически уплаченные проценты} + \text{Краткосрочный долг}]$
	$[\text{Cash} + \text{FCF} + \text{Фактически уплаченные проценты} + \text{Полученные проценты}] / [\text{Фактически уплаченные проценты} + \text{Краткосрочный долг}]$
	$[\text{Cash} + \text{OIBDA}] / [\text{Процентные расходы} - \text{Государственные субсидии на возмещение процентных расходов} - \text{Процентные доходы} + \text{Краткосрочный долг}]$
Ликвидность	Cash / Текущие обязательства
	Ликвидные активы / Текущие обязательства
Рентабельность	OIBDA / Выручка
	Чистая прибыль / Активы
Структура фондирования	Скорректированный капитал / Скорректированные активы

Финансовый профиль. OIBDA vs EBITDA

Используем **OIBDA** вместо EBITDA!

Смысл показателей схож, но разная устойчивость к субъективному мнению аналитиков накладывает дополнительные риски в части расчёта и интерпретации.



Долговая нагрузка:

$OIBDA / \text{Total debt}$

Рентабельность:

$OIBDA / \text{Revenue}$

Обслуживание долга:

$(\text{Cash} + OIBDA) /$

(Чистые процентные доходы

– Гос. субсидии на возмещение процентных расходов

+ Краткосрочный долг)

$EBITDA \text{ (adj) по Bloomberg} =$
 $(\text{Operating Income Or Losses} + \text{Depreciation \&}$
 $\text{Amortization}) + \text{Cost of Capitalized Operational Leases}$

Анализ качества корпоративного управления

Менеджмент и бенефициары

Среднее гармоническое

Акционерные риски

MIN +/-

- Прозрачность структуры владения
- Репутация бенефициаров
- Конфликты бенефициаров

Управление и стратегия

Среднее гармоническое

- Корпоративное управление
- Управление ликвидностью
- Управление операционными рисками
- Связи внутри группы
- Стратегическое планирование

Кредитная история и платёжная дисциплина

Среднее арифметическое

- Кредитная история
- Платёжная дисциплина

Кредитная история и платёжная дисциплина

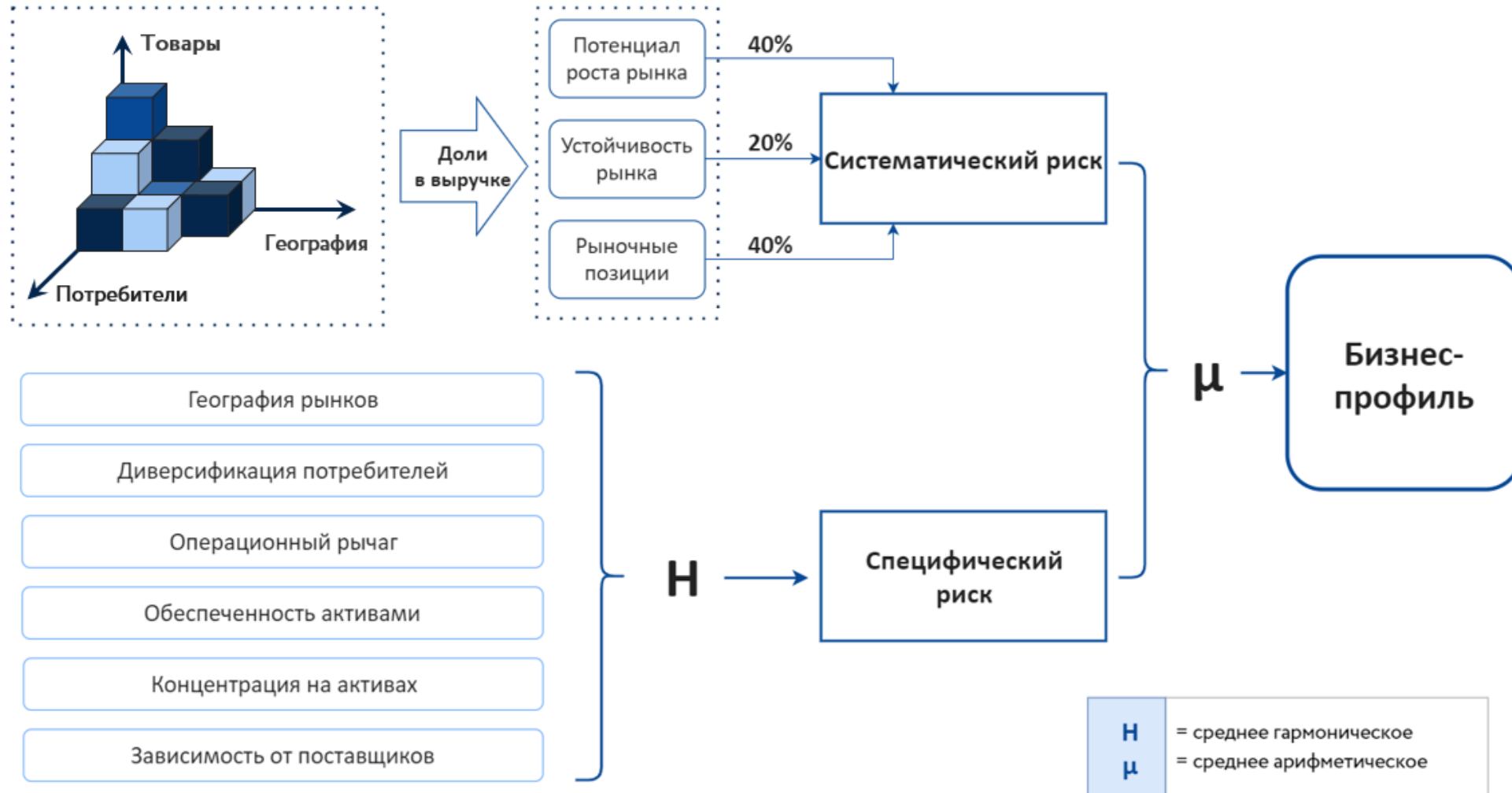


НКР в явном виде учитывает:

- опыт привлечения и обслуживания финансовых обязательств перед третьими лицами
- своевременность погашения задолженности перед поставщиками, сотрудниками, государством

Положительная история привлечения и обслуживания публичного долга позитивно сказывается на оценке кредитного качества

Бизнес-профиль



Систематический риск — рынки присутствия, экзогенное влияние
Специфический риск — индивидуальные особенности девелопера

Бизнес-профиль.







Субфакторы систематического риска

Для каждого рынка присутствия оценивается:

Потенциал роста	вес 40%	<ul style="list-style-type: none">▶ ожидаемый средний рост на горизонте 3 года▶ фактический средний рост за последние 3 года▶ соотношение ожидаемых и фактических темпов
Устойчивость рынка	вес 20%	<ul style="list-style-type: none">▶ максимальное снижение объёма рынка в рублях за последние 10 лет
Рыночные позиции	вес 40%	<ul style="list-style-type: none">▶ Уровень конкуренции на рынке▶ Значимость барьеров для входа▶ Конкурентные преимущества девелопера

Используется средневзвешенная сумма соответствующих оценок

Модификаторы

Стресс-тестирование	Операционная трансформация	Регуляторные риски	Реер-анализ
- 2 уровня 	 +/- 1 уровень 	- 3 уровня 	 +/- 2 уровня 

Суммарная корректировка БОСК

Стресс-тестирование

Сценарий №1

- ▶ Макрофинансовый стресс-тест

Сценарий №2

- ▶ Негативные события в отрасли

Сценарий №3

- ▶ Негативное влияние собственников

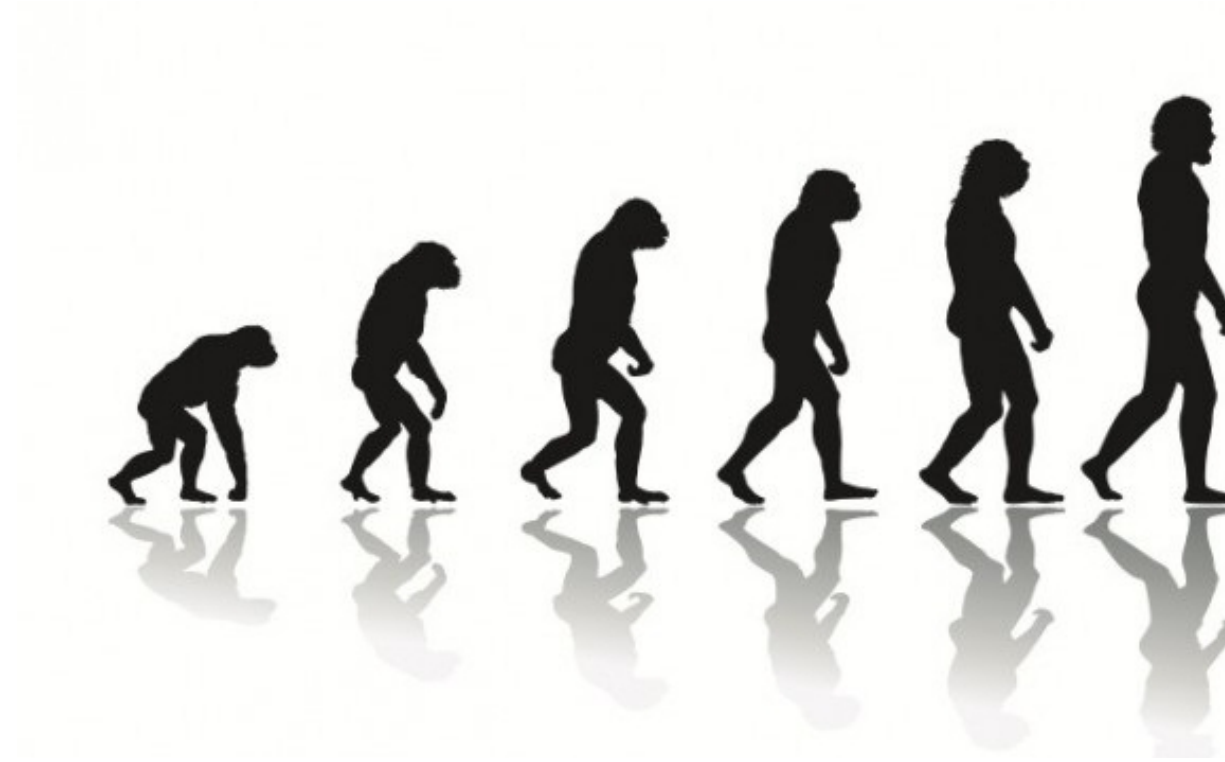
Результат применения стресс-теста

Снижение БОСК менее чем на 2 уровня
Снижение БОСК на 2 уровня
Снижение БОСК более чем на 2 уровня

Влияние на ОСК рейтингуемого лица

Нет влияния
Минус 1 уровень
Минус 2 уровня

Операционная трансформация



Снижение или повышение БОСК максимум на 1 уровень
в зависимости от ожиданий по итогам трансформации

Реер-анализ



Корректировка БОСК не более чем на два уровня в любую сторону

Регуляторные риски

Риск №1

– Налоговые риски

Риск №2

– Неналоговые риски

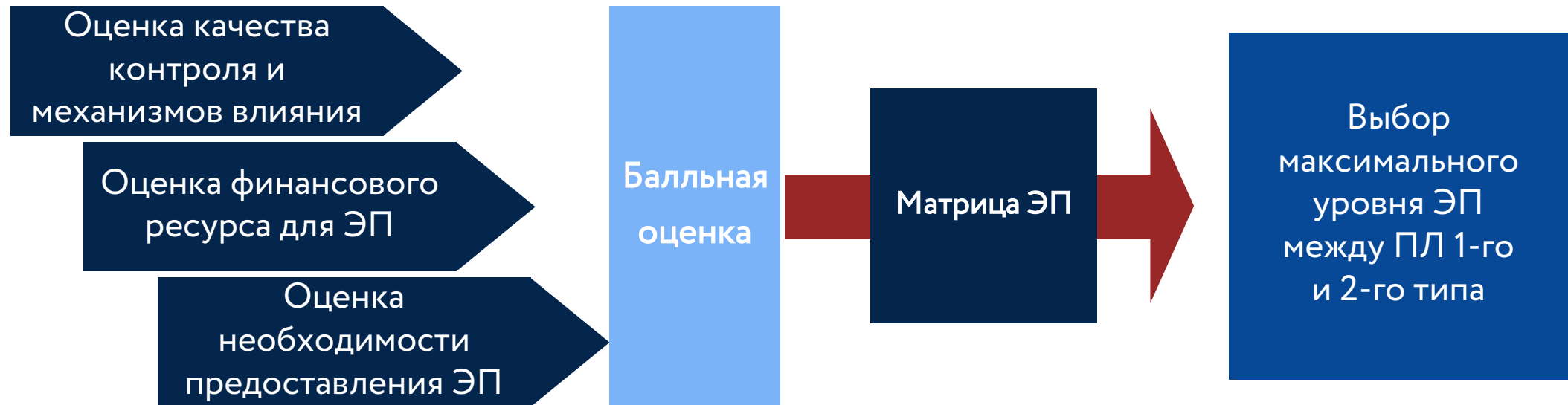
Риск №3

– Риски трансграничных ограничений

Влияние модификатора: до минус 3 уровней БОСК

Экстраординарная поддержка

Цели ЭП: Предотвращение дефолта РЛ и недопущение ухудшения его финансового положения



Взаимодействие в рамках операционной деятельности между РЛ и ПЛ **не является ЭП**

Алгоритм присвоения кредитного рейтинга



