

АКРА *VS* «ЭКСПЕРТ РА»:

отличия в методологиях присвоения кредитных рейтингов
нефинансовым компаниям

| LECAP



Михаил Малиновский
Партнер LECAP

mihael.malinovskiy@lecap.ru



Дмитрий Румянцев
Директор LCPIS

dmitri.roumiantsev@lcpis.ru

Цель данного исследования – проанализировать центральные корпоративные (небанковские) методологии российских рейтинговых агентств в условиях меняющегося международного рынка и банковского регулирования.

Мы исходим из общего понимания, что корпоративный рейтинг становится центральным элементом оценки кредитного качества заемщика в России и на международных финансовых рынках. В этой ситуации понимание подходов к рейтингованию становится необходимым условием работы на финансовом рынке.

Вследствие сходства аналитических корректировок, применяемых агентствами для учета внешних факторов, в настоящем сравнении исследованы только оценки собственной кредитоспособности.

ВЫВОДЫ

Несмотря на большое сходство в выборе набора оцениваемых параметров, методологии АКРА и «Эксперт РА» имеют ряд существенных отличий:

1

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.

В то же время веса факторов в методологии «Эксперт РА» являются **фиксированными** и могут лишь корректироваться в относительно небольших диапазонах.

2

Степень чувствительности итоговой оценки к одним и тем же факторам может также сильно отличаться даже для тех факторов, которые в рамках методологии АКРА не подлежат перевзвешиванию.

Например, отраслевой риск-профиль может определять до 30% оценки у АКРА, тогда как для «Эксперт РА» он зафиксирован на уровне 7%.

ВЫВОДЫ

3

Для оценки уровня долговой нагрузки и рентабельности агентства применяют **различные финансовые показатели**.

АКРА использует рентабельность по FFO¹ до % и налогов, «Эксперт РА» рассматривает рентабельность активов по скорректированной прибыли (ROA), рентабельность капитала по скорректированной прибыли (ROE), рентабельность продаж по скорректированной прибыли (ROS), рентабельность по EBITDA.

В отношении долговой нагрузки АКРА также придерживается показателя FFO (Общий (чистый) долг / FFO до чистых процентных платежей), «Эксперт РА» опирается на целый ряд мультипликаторов – FFO/долг, FCF/долг, CFO/долг, долг/EBITDA.

Похожим образом выглядит ситуация и с анализом текущего уровня долговой нагрузки.

¹ FFO= CFO +/- изменение оборотного капитала. Т.е. это денежные потоки от операционной деятельности после налогов, но до притока или оттока денежных средств, относящегося к оборотному капиталу. Это показатель способности компании генерировать денежные средства от операционной деятельности до реинвестирования и изменения оборотного капитала.

4

Помимо различий в применении и взвешивании одинаковых по смыслу показателей, методологии имеют и **ряд специфических особенностей**.

АКРА в разрезе отраслевого анализа рассматривает барьеры для входа², а в контексте исследования финансового риска-профиля рассматривает денежный поток как отдельный субфактор.

«Эксперт РА» же делает особый акцент на исследовании подверженности валютным рискам, оперируя конкретными понятиями – показателями валютного риска баланса и отчета о финансовых результатах. Кроме того, методология «Эксперт РА» учитывает репутацию аудитора и возможность покрытия обязательств «качественными» активами («стрессовую» ликвидность).

² Под барьером для входа понимается совокупность факторов, затрудняющих фирме вход в ту или иную отрасль. Согласно методологии АКРА 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.

ИСТОЧНИКИ ИНФОРМАЦИИ

И АКРА, и «Эксперт РА» используют идентичные источники информации:

- финансовая отчетность по МСФО за три года;
- квартальная и полугодовая отчетность по МСФО;
- годовая, полугодовая и поквартальная отчетность по РСБУ;
- финансовые модели.



КОМПОНЕНТЫ ОЦЕНКИ СОБСТВЕННОЙ КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ

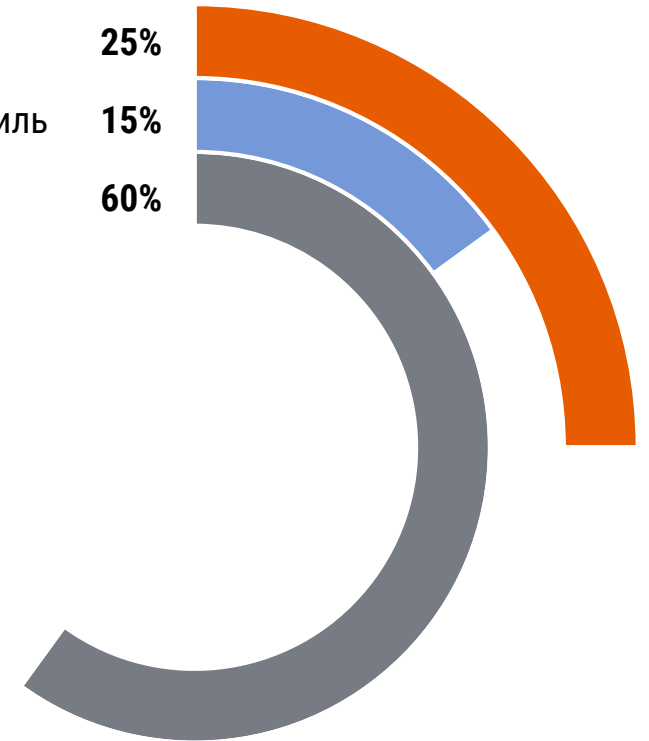
АКРА

- 1. Отраслевой риск-профиль **0–30%**
- 2. Операционный риск-профиль **0–50%**
- 3. Финансовый риск-профиль **0–50%**



«ЭКСПЕРТ РА»

- 1. Бизнес риск-профиль **25%**
- 2. Корпоративный риск-профиль **15%**
- 3. Финансовый риск-профиль **60%**



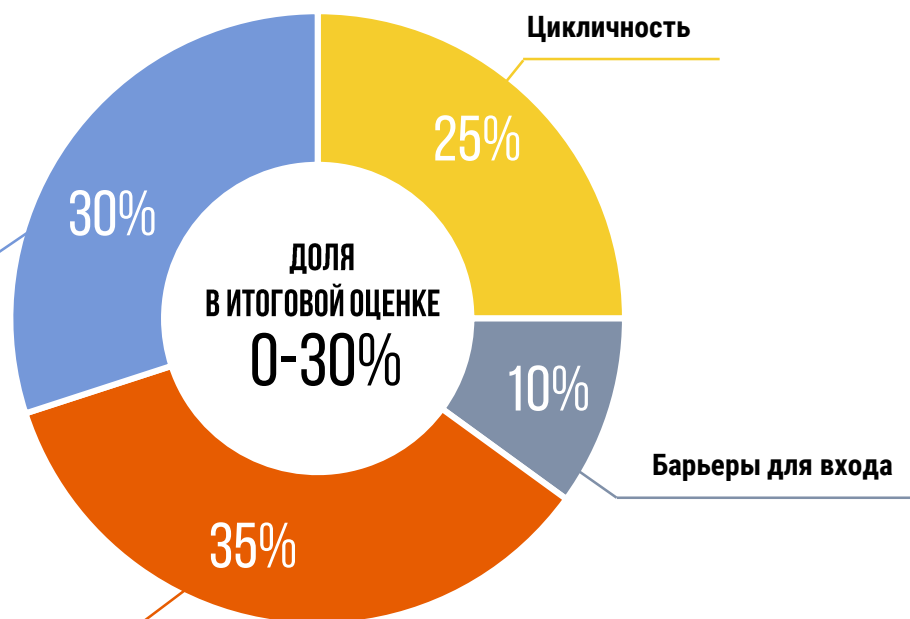
АКРА | ОТРАСЛЕВОЙ РИСК-ПРОФИЛЬ

Тенденции и перспективы развития

Например, ожидаемые тенденции объемов производства и уровня рентабельности в отрасли

Индикатор отраслевой риск-статистики

Речь идет о статистике по просроченной задолженности в банковской системе, характерной для данной отрасли



* в данном случае подразумевается вес в структуре отраслевого риск-профиля, а не в итоговой оценке

Агентство использует готовую классификацию по 21 отрасли, которая получается путем взятия взвешенной суммы перечисленных параметров.

Интересно заметить, что такие факторы как цикличность, отраслевая риск-статистика и тенденции развития также представлены и в методологии «Эксперт РА», где объединены в один показатель, называемый «перспективы развития отрасли», однако в качестве наиболее используемого показателя для отражения динамики рынка называется не объем производства или рентабельность, а совокупная выручка.

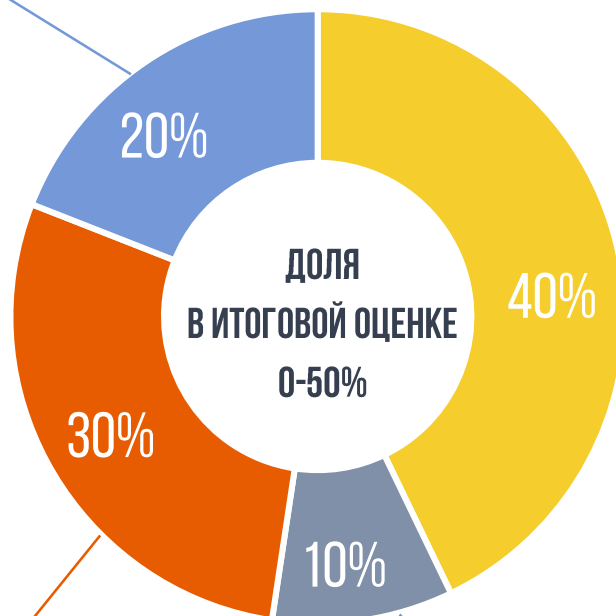
Что касается параметра «барьеры для входа», то данная характеристика не была явным образом учтена в методологии «Эксперт РА». Наиболее любопытным наблюдением является то, что, если не учитывать влияние барьеров для входа, чувствительность итоговой оценки «Эксперт РА» к перечисленным показателям ниже, чем у АКРА, и составляет 7% от итоговой оценки, тогда как у АКРА вес отраслевого риск-профиля может достигать 30%.

АКРА | ОПЕРАЦИОННЫЙ РИСК-ПРОФИЛЬ

Особенности корпоративного управления

- Стратегия управления
- Управление рисками
- Структура управления
- Структура группы
- Финансовая прозрачность

Рыночная позиция



Бизнес-профиль

Субфакторы, используемые при оценке фактора «Бизнес-профиль», различаются в зависимости от анализируемой отрасли

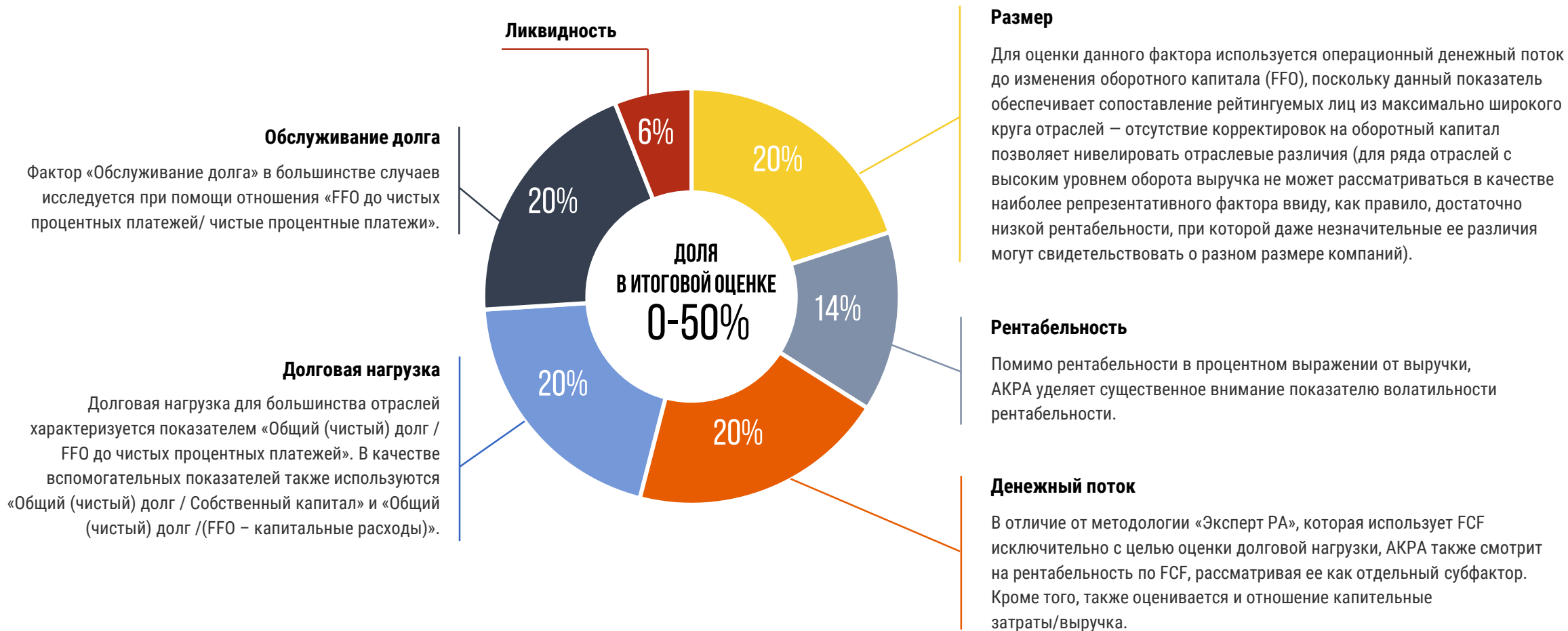
Географическая диверсификация

Для анализа корпоративного управления характерно повышенное влияние субфакторов с низкой оценкой.

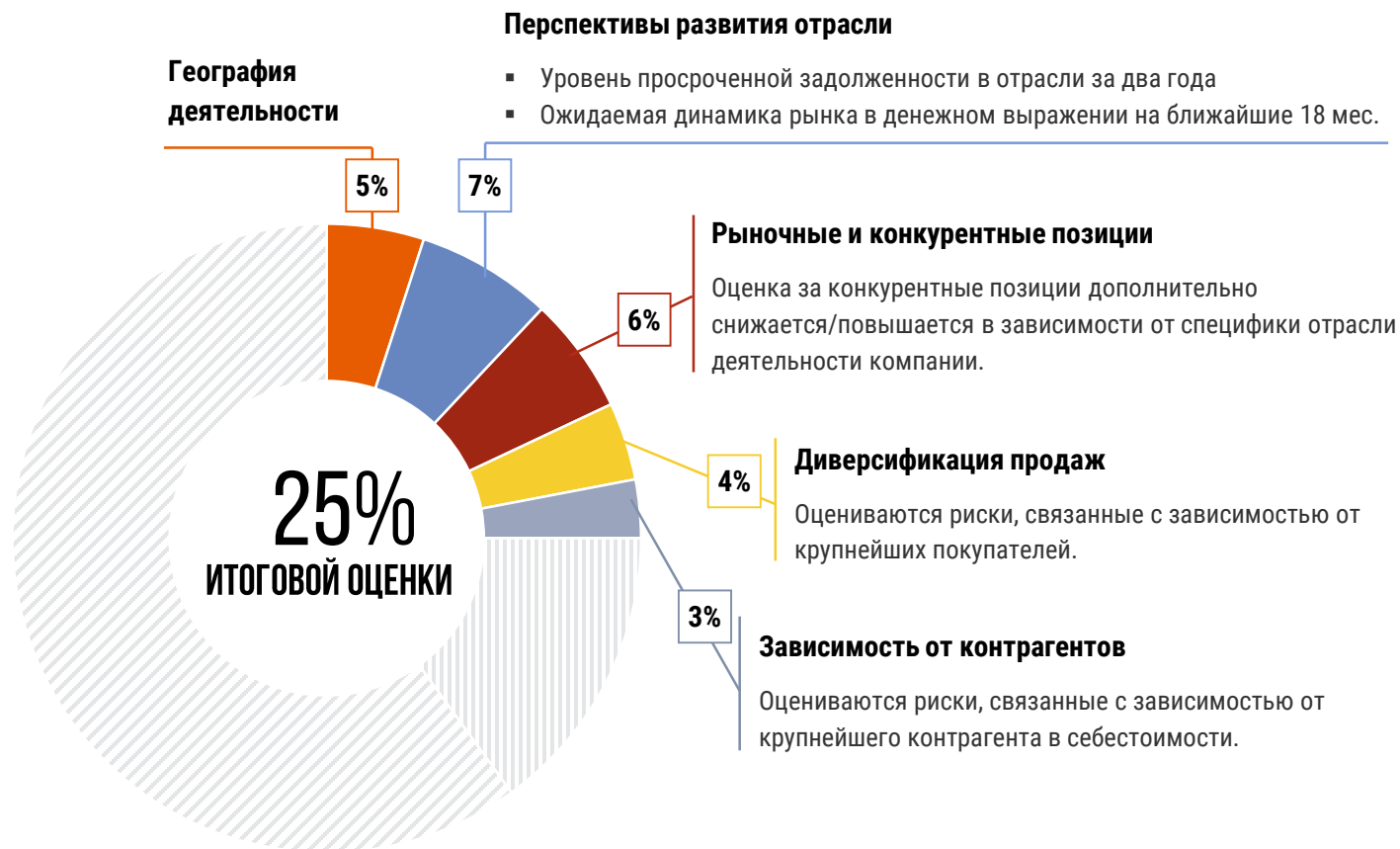
Так, наличие любого субфактора с низкой оценкой может предопределить невысокий уровень общей оценки фактора корпоративного управления, тогда как наличие одного субфактора с высокой оценкой, вероятнее всего, окажет незначительное влияние на общую оценку фактора.

В методологии «Эксперт РА» ключевое внимание уделено вопросам валютных рисков в финансовом риск-профиле (их вес 5%), тогда как эффективность противодействия данному виду риска в методологии АКРА относится к операционному риск-профилю (раздел управление рисками) и может оказывать крайне негативное влияние в случае низкого качества инструментов хеджирования объекта рейтинга.

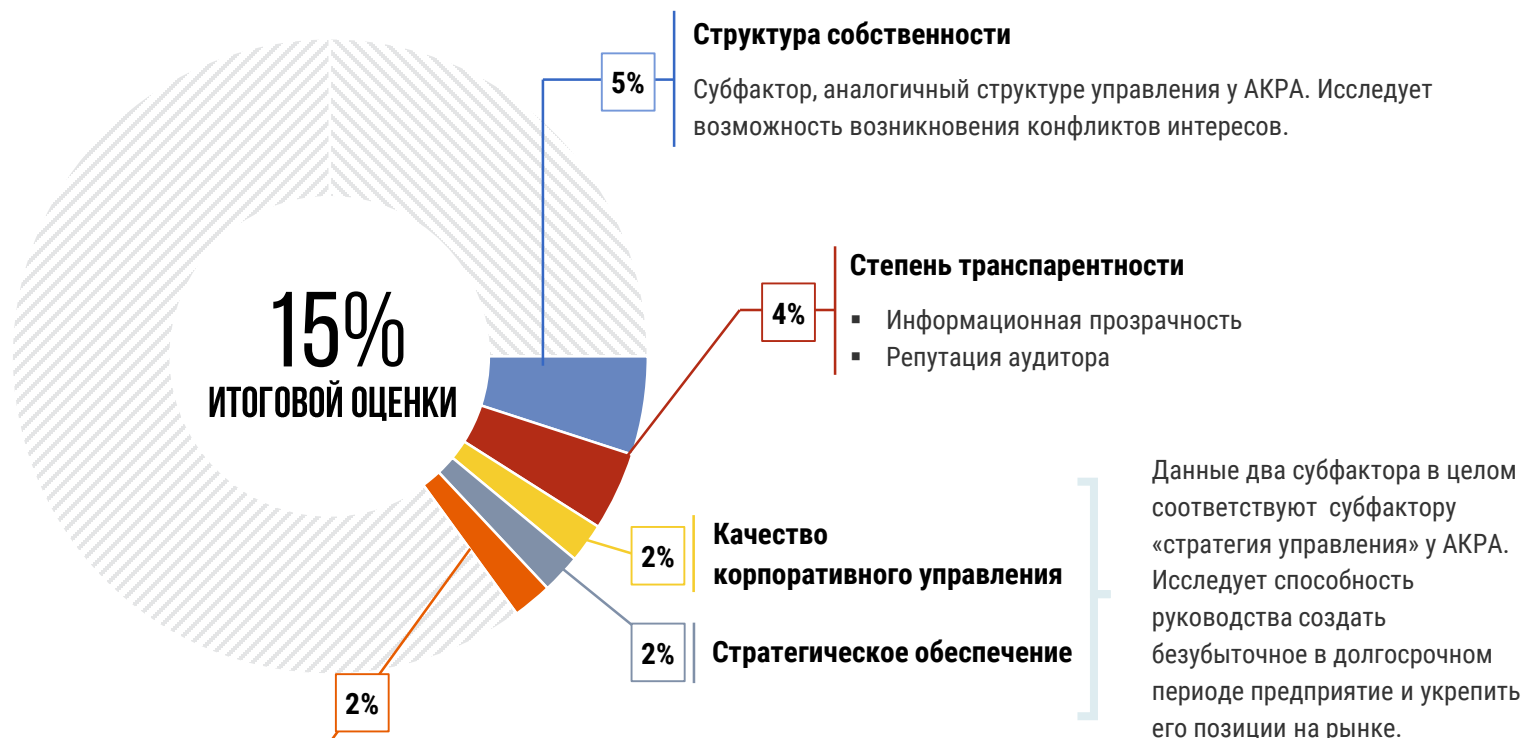
* в данном случае подразумевается вес в структуре операционного риск-профиля, а не в итоговой оценке



* в данном случае подразумевается вес в структуре финансового риск-профиля, а не в итоговой оценке



Можно обратить внимание на то, что два показателя оценки бизнес-профиля у «Эксперт РА» – диверсификация продаж и зависимость от контрагентов – которые присутствуют в анализе вне зависимости от отрасли рейтингуемого лица, в методологии АКРА учитываются в виде субфакторов, влияющих на фактор «бизнес-профиль», который, в свою очередь, входит в операционный риск-профиль, и в некоторых отраслях, например, в транспорте, данные показатели заменяются более актуальными.



Структура собственности

5%

Субфактор, аналогичный структуре управления у АКРА. Исследует возможность возникновения конфликтов интересов.

Степень прозрачности

4%

- Информационная прозрачность
- Репутация аудитора

Качество корпоративного управления

2%

Стратегическое обеспечение

2%

Качество риск-менеджмента

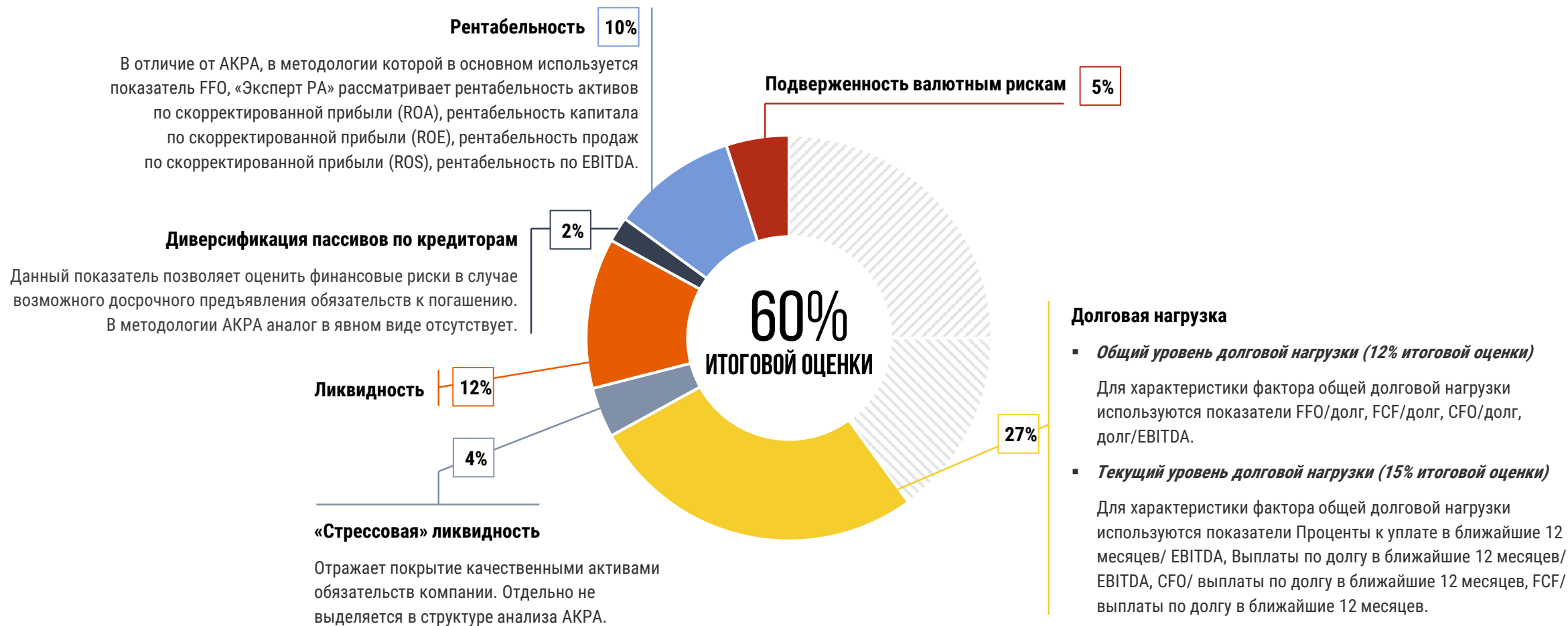
2%

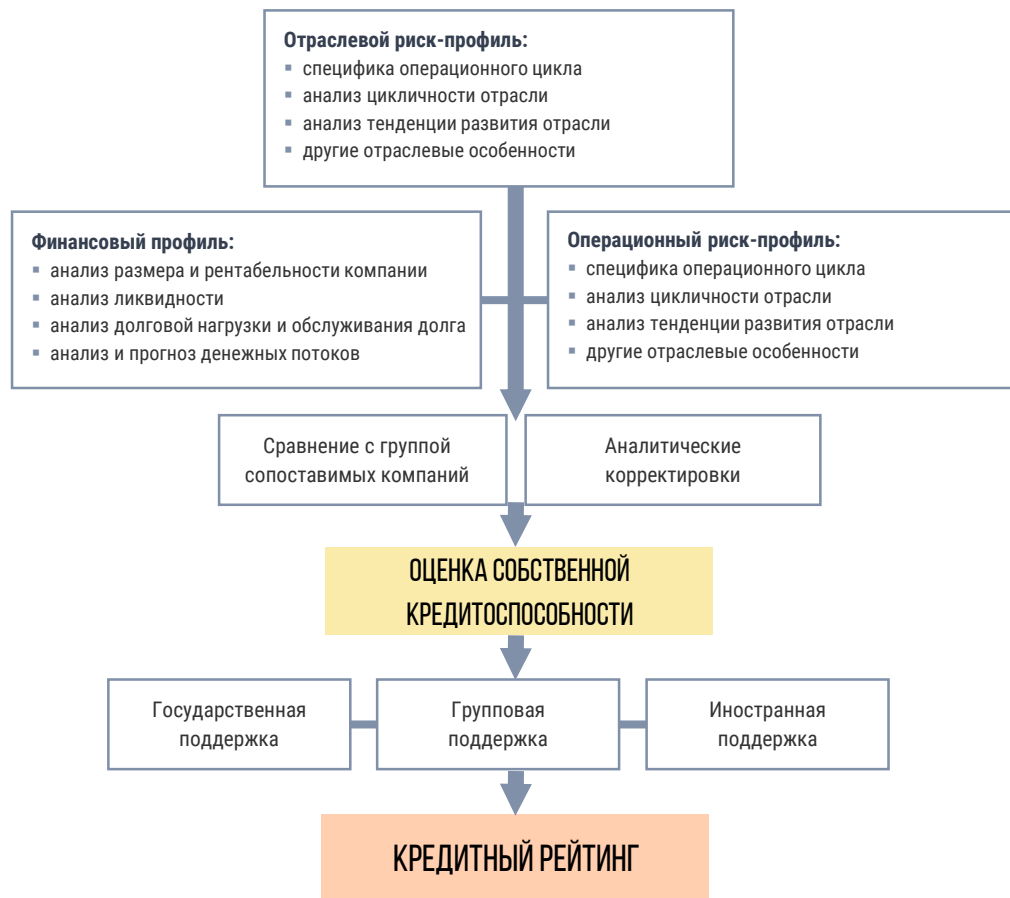
Подобный показатель также учитывается и в методологии АКРА («управление рисками»).

Данные два субфактора в целом соответствуют субфактору «стратегия управления» у АКРА. Исследует способность руководства создать безубыточное в долгосрочном периоде предприятие и укрепить его позиции на рынке.

В целом, несмотря на различное положение в структуре рейтингового анализа особенностей корпоративного управления, оба рейтинговых агентства исследуют одни и те же показатели (за исключением субфактора «репутация аудитора», который не учитывается при присвоении рейтинга АКРА).

Основным же отличием является то, что оценка АКРА оказывается намного более чувствительной к ухудшению хотя бы одного субфактора вследствие применения методики плавающих весов, тогда как веса в методологии «Эксперт РА» остаются зафиксированными.





Риск-профиль	Вес в рамках ОСК	Фактор	Вес в рамках профиля	Субфактор	Вес в рамках фактора
Отраслевой риск-профиль	0–30%	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

Критерий	Правила взвешивания	Вес
1. БИЗНЕС РИСКИ		25
1.1. География деятельности	Последняя отчетная дата	5
1.2. Перспективы развития отрасли	Последняя отчетная дата	7
1.3. Рыночные и конкурентные позиции	Последняя отчетная дата	6
1.4. Диверсификация продаж	4 последних завершившихся квартала	4
1.5. Зависимость от контрагентов	4 последних завершившихся квартала	3
2. ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ		60
2.1. Ликвидность		12
- Коэффициент абсолютной ликвидности	Последняя отчетная дата	2
- Коэффициент текущей ликвидности	Последняя отчетная дата	3
- Прогнозная ликвидность	Балансовые статьи на отчетную дату, потоковые – за следующие 18 месяцев	7
2.2. Долговая нагрузка		27
2.2.1. Общий уровень долговой нагрузки		12
- FFO / долг	FFO – 4 последних завершившихся квартала, долг – на отчетную дату	3
- CFO / долг	CFO – 4 последних завершившихся квартала, долг – на отчетную дату	2
- FCF / долг	FCF – 4 последних завершившихся квартала, долг – на отчетную дату	2
- Долг / EBITDA	Долг на отчетную дату / EBITDA за предыдущие 12 месяцев	5
2.2.2. Текущий уровень долговой нагрузки		15
- CFO / выплаты по долгу в ближайшие 12 месяцев	CFO – 4 последних отчетных квартала	4
- FCF / выплаты по долгу в ближайшие 12 месяцев	FCF – 4 последних отчетных квартала	3
- Проценты к уплате в ближайшие 12 месяцев / EBITDA	EBITDA – 4 последних отчетных квартала	3
- Выплаты по долгу в ближайшие 12 месяцев / EBITDA	EBITDA – 4 последних отчетных квартала	5
2.3. «Стрессовая» ликвидность	Последняя отчетная дата	4
2.4. Диверсификация пассивов по кредиторам		2
2.5. Рентабельность	Все показатели рентабельности: два периода – 4 завершившихся квартала с весом 70% и 4 предыдущих – с весом 30%	10
- Рентабельность активов по скорректированной прибыли (ROA)	См. выше	2
- Рентабельность капитала по скорректированной прибыли (ROE)	См. выше	2
- Рентабельность продаж по скорректированной прибыли (ROS)	См. выше	2
- Рентабельность по EBITDA (EBITDA margin)	См. выше	4
2.6. Подверженность валютным рискам	Последняя отчетная дата, 4 последних завершившихся квартала	5
3. КОРПОРАТИВНЫЕ РИСКИ		15
3.1. Структура собственности	Последняя отчетная дата	5
3.2. Качество корпоративного управления	Последняя отчетная дата	2
3.3. Степень транспарентности	Последняя отчетная дата	4
3.3.1. Информационная прозрачность	Последняя отчетная дата	2
3.3.2. Репутация аудитора	Последняя отчетная дата	2
3.4. Стратегическое обеспечение	Последняя отчетная дата	2
3.5. Качество риск-менеджмента	Последняя отчетная дата	2
ИТОГО		100

Источник: «Эксперт РА»



www.lecap.ru



www.facebook.com/lecaplaw

LECAP