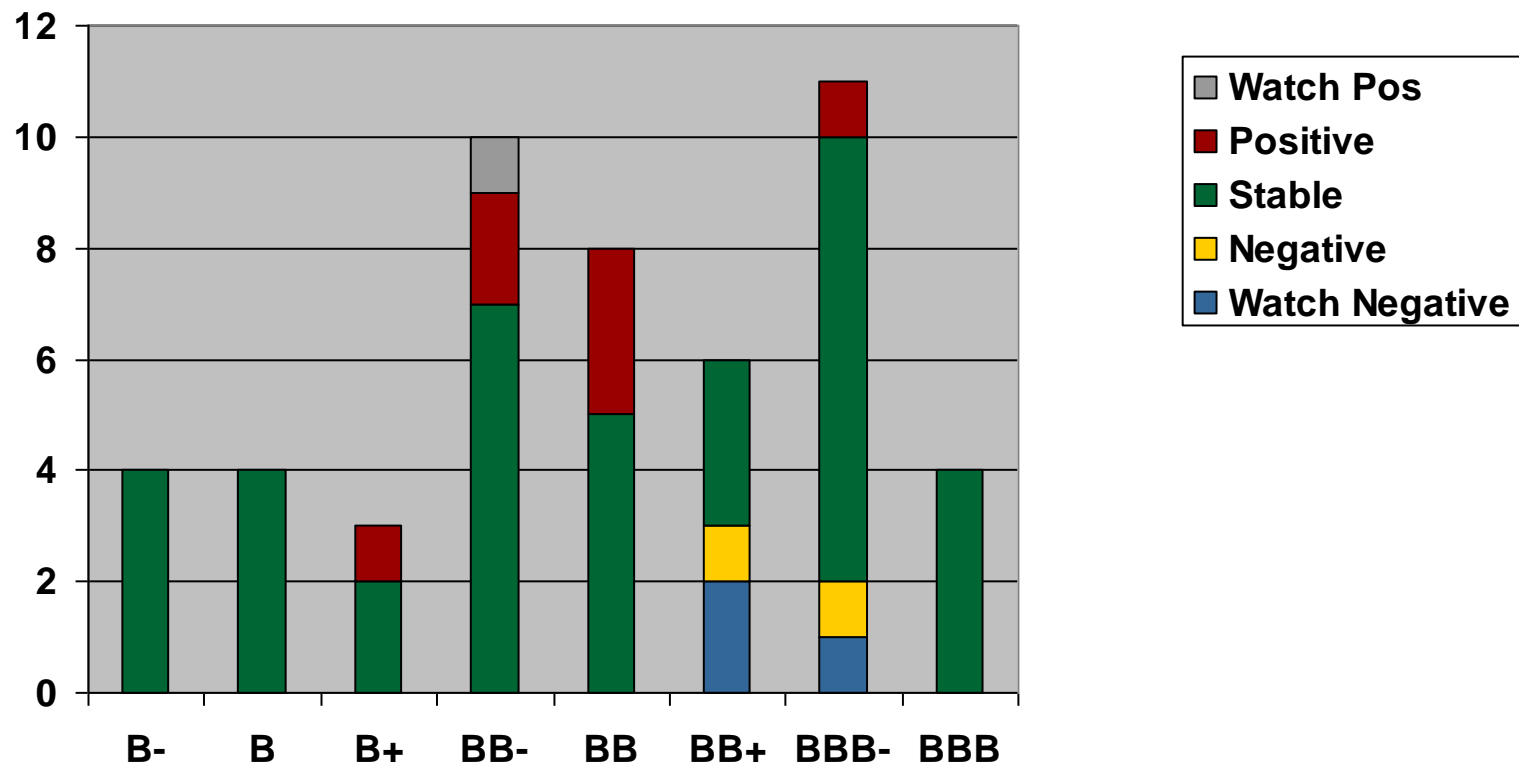


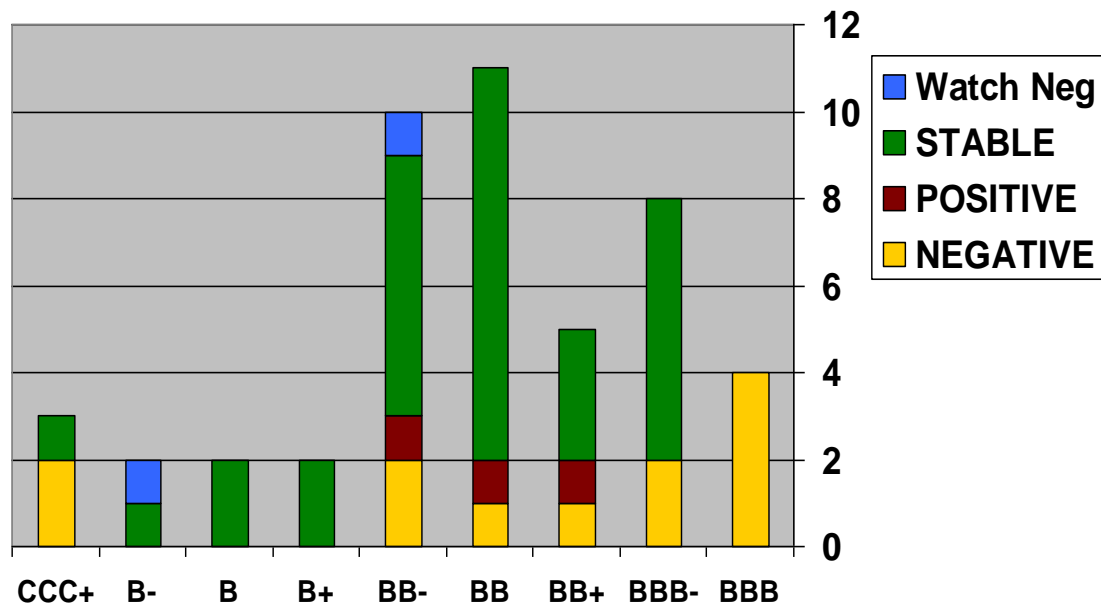
# **Standard & Poor's: кредитные рейтинги российских компаний**

Декабрь 2010

# Кредитные рейтинги российских компаний: декабрь 2010



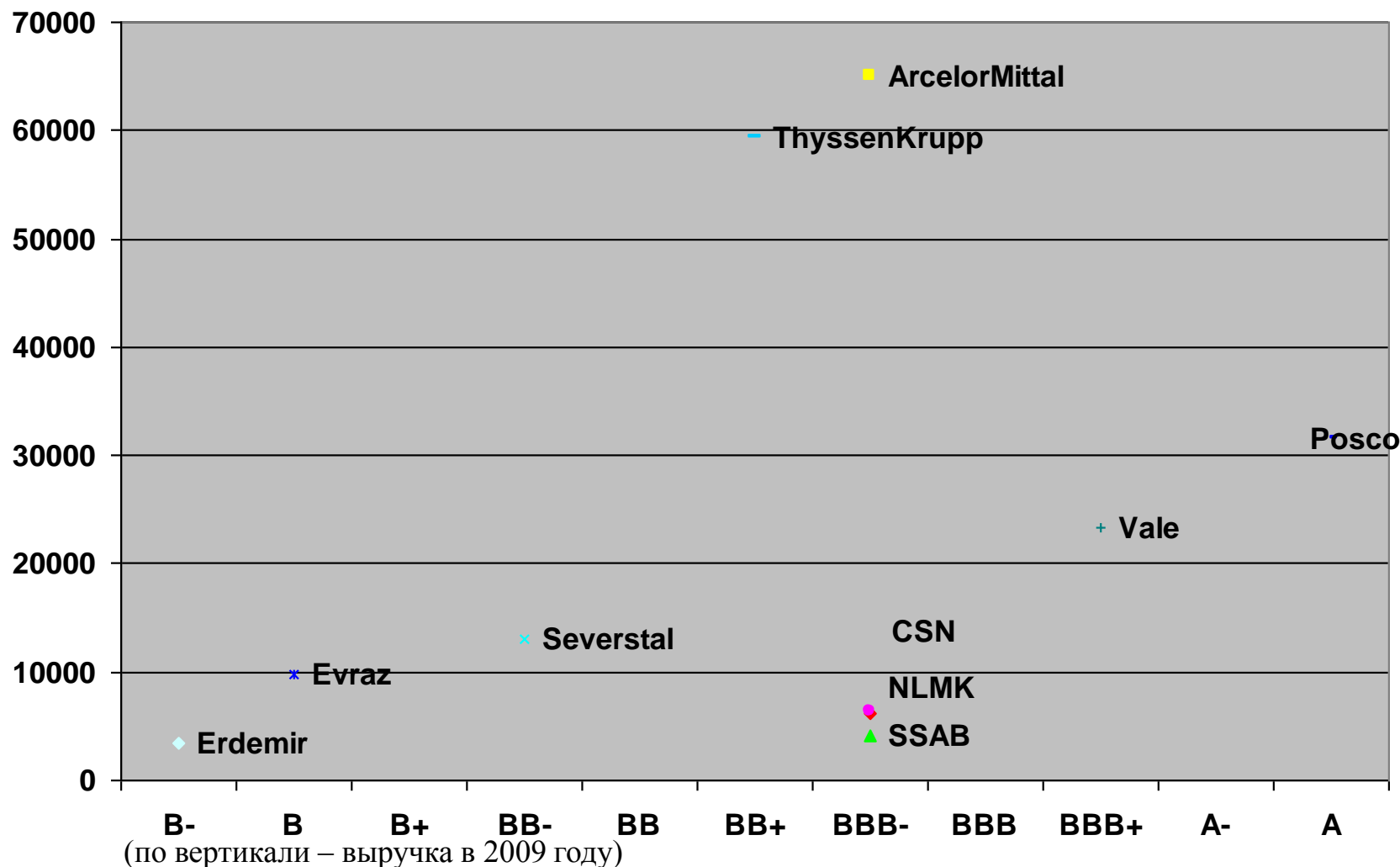
## А вот как выглядел график российских корпоративных рейтингов в марте 2009:



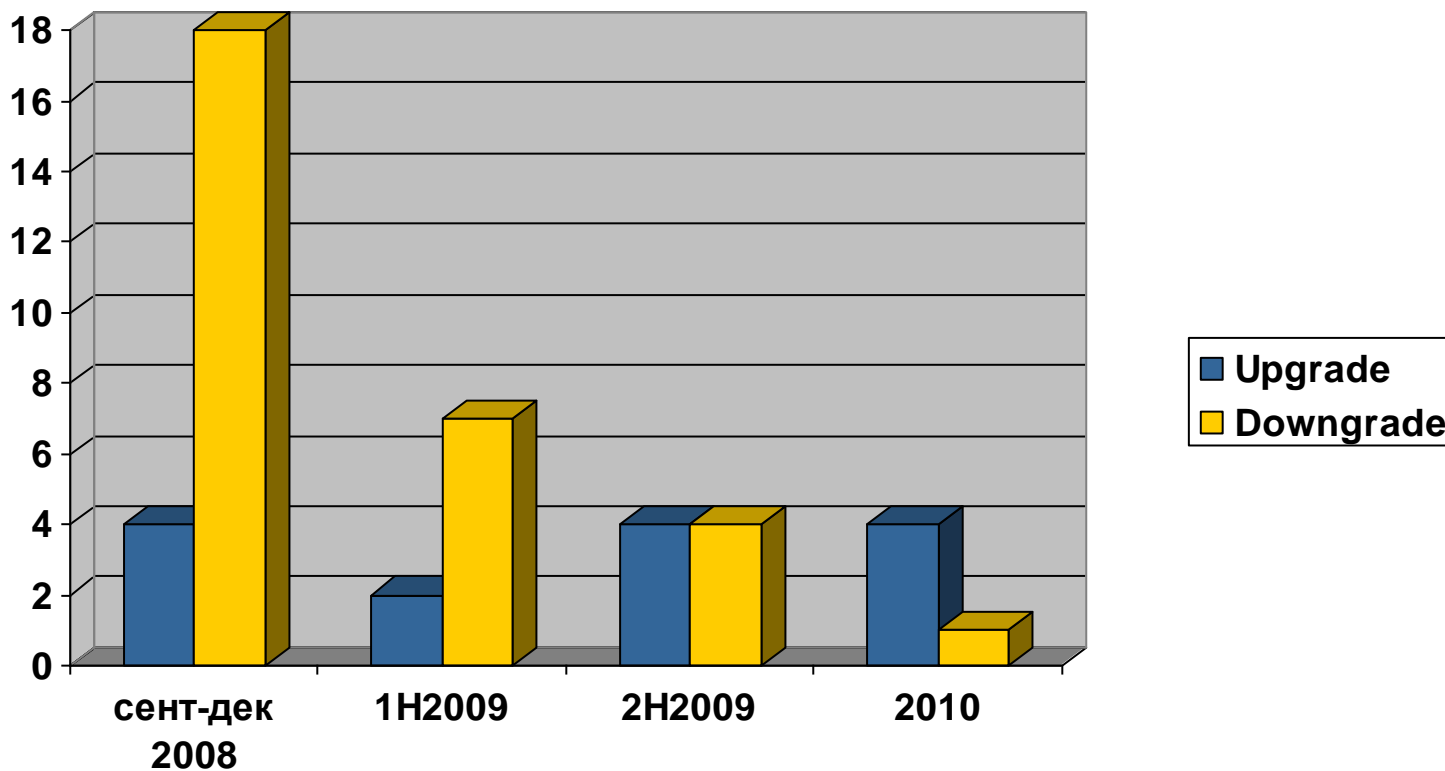
Почему нет такой уж колоссальной разницы?

- Риски циклических отраслей уже учтены в рейтингах (стандартизованный ценовой сценарий, например, Brent \$65/bbl)
- Риски ликвидности были в основном учтены в рейтингах
- Тем не менее:
  - Для многих компаний масштаб негативных последствий был больше ожидаемого
  - Рейтинги в нижней части шкалы по определению более волатильны
  - Рейтинги госкомпаний в верхней части шкалы менялись из-за движений суверенного рейтинга

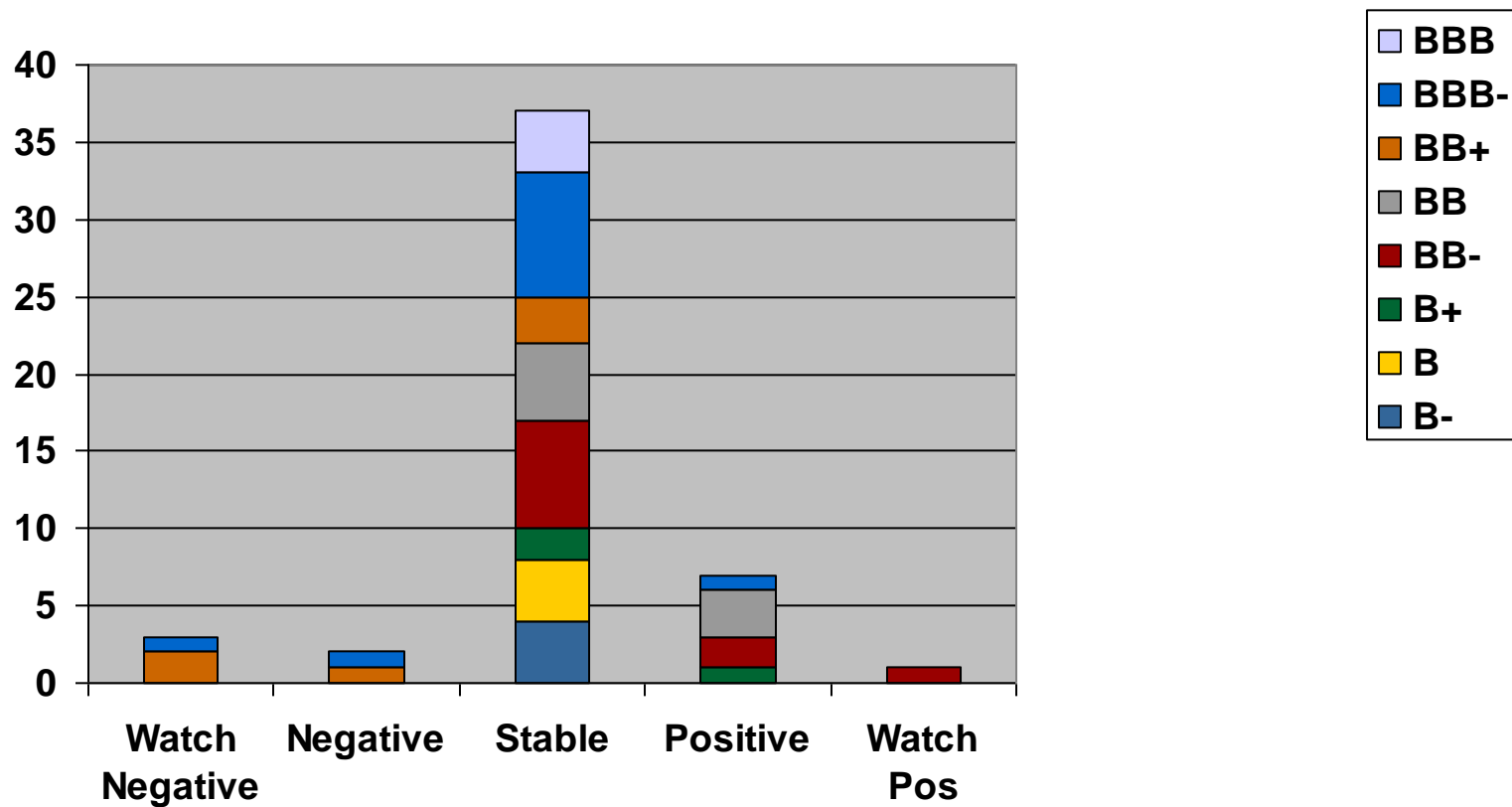
## Рейтинги российских компаний в сравнении с международными конкурентами – пример стальной отрасли (ноябрь 2010):



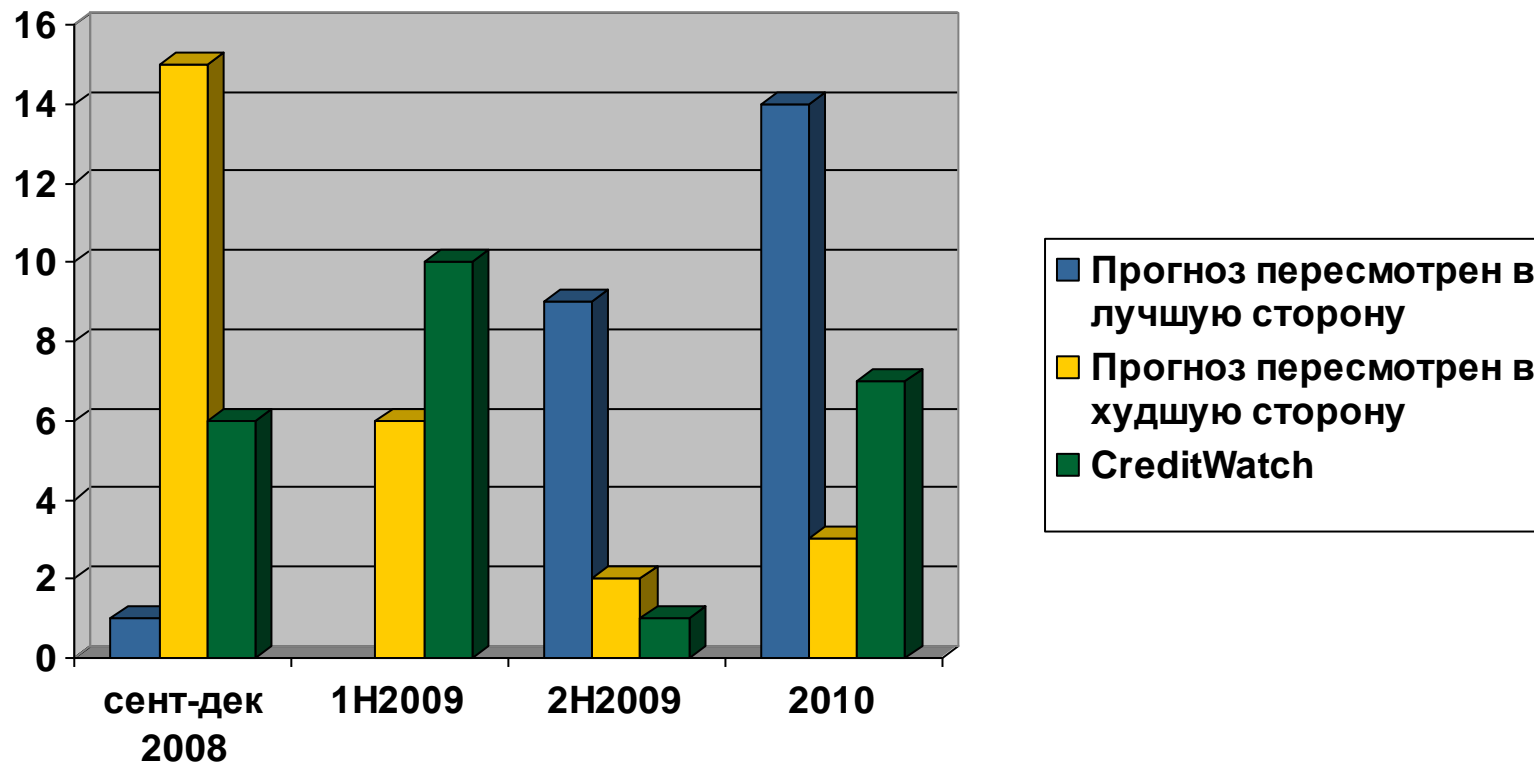
## Upgrades – Downgrades: со второй половины 2009 г. рейтинги российских компаний стабилизировались,



... но большинство прогнозов стабильные  
(тот же график, вид в профиль):



## ... и рейтингов на пересмотре (CreditWatch) по-прежнему немало



# Основные факторы

---

## **Credit Watches (вероятность изменения рейтинга в краткосрочном периоде – около 50%)**

- «Лукойл» (CW Neg): выкуп акций, ликвидность. Впоследствии рейтинг подтвержден на уровне BBB-/Стабильный
- «НОВАТЭК» (CW Neg): планируемое приобретение доли в «Северэнергии». Впоследствии рейтинг подтвержден с негативным прогнозом (BBB-/Neg)
- «Вымпелком» (CW Neg): M&A
- НМТП (CW Neg): M&A
- Телекомы: реструктуризация отрасли (CW Developing): когда риски ликвидности миновали, присвоены позитивные прогнозы

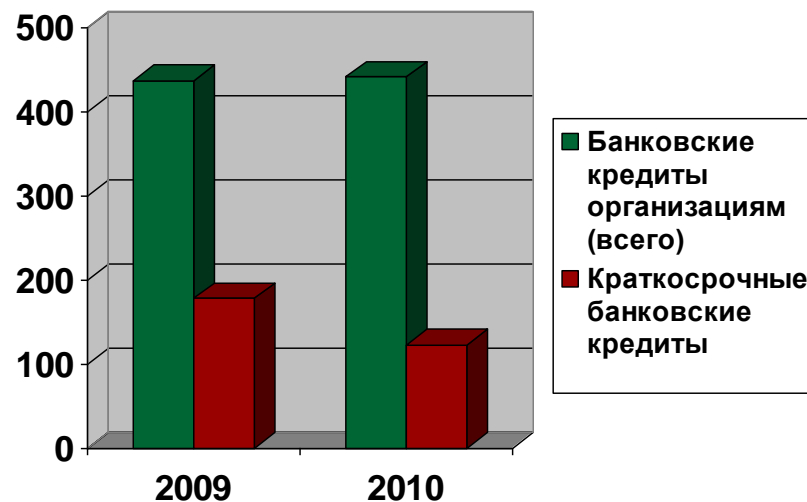
## **Негативные прогнозы рейтингов (вероятность изменения рейтинга в течение 1-1,5 лет – около 30%):**

- **«Новатэк»: M&A, инвестиционная политика**
- **МОЭК: ликвидность, инвестиционная политика**



# Ликвидность: традиционная для российских компаний проблема

- Многие российские компании традиционно полагаются на короткие пассивы
- Долгосрочные кредитные линии – по-прежнему редкость
- Уроки кризиса: дефолты часто происходили именно из-за недостатка ликвидности
- На 1/07/10 из 286 570 млн долл. внешнего долга «прочих» секторов 68 134 – сроком до года (24%).
- На 1/09/10 из \$440.9 млрд кредитов российских банков организациям, \$122.5 (28%) – сроком до года (41% на 1/01/09).
- Прогресс очевиден, но достаточен ли?



# Ликвидность: новая формализованная методика Standard & Poor's

- **А - источники (12-18 мес.):** денежный поток от операций, денежные средства, краткосрочные финансовые вложения, подтвержденные кредитные линии, средства от продажи активов
- **В – потребности (12-18 мес.):** выплаты по долгу, капиталовложения, дивиденды, приобретение активов и т.п.

	<b>А / В</b>
<b>Чрезвычайно высокая</b>	<b>&gt; 2х</b>
<b>Высокая</b>	<b>&gt; 1.5х</b>
<b>Достаточная</b>	<b>&gt; 1.2х</b>
<b>Менее чем достаточная</b>	<b>около 1.0</b>
<b>Слабая</b>	<b>&lt; 1.0</b>

- **Берется в расчет и ликвидность второго года**

# Ликвидность : новая формализованная методика Standard & Poor's

- Учитывается цикличность отраслей и другие «качественные» факторы
- **Ликвидность – «односторонний» фактор:**
  - Если ликвидность слабая, рейтинг обычно не выше «В+»
  - Благоприятная ликвидность сама по себе вряд ли повысит рейтинг (кроме нижней части шкалы)

# Головокружение от успехов?

---

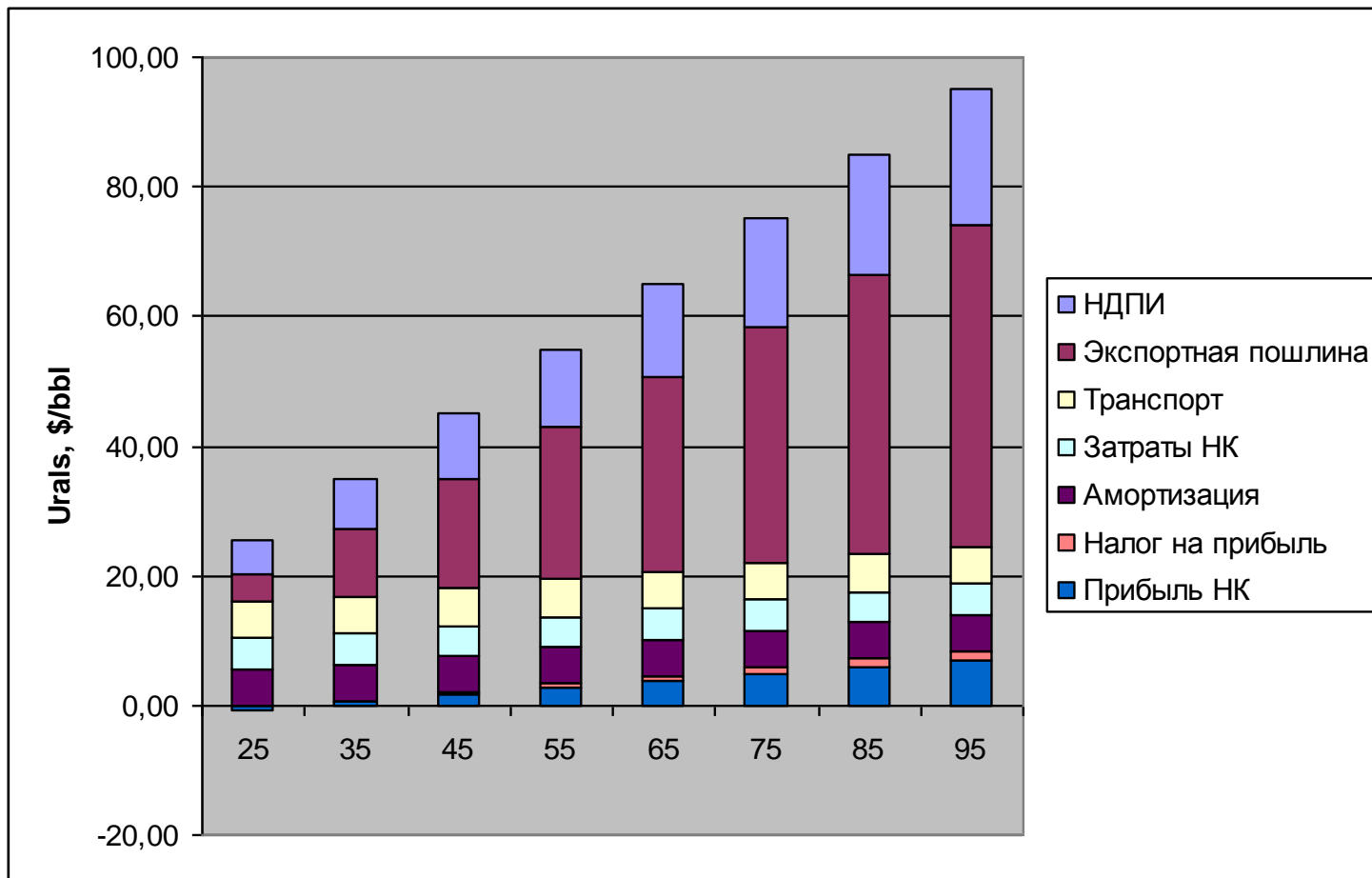
- **Ликвидность – вопрос финансовой политики российских компаний**
- **Доступ к капиталу налачился:**
  - С начала 2010 г. российские компании разместили еврооблигаций на 9 млрд долл. и рублевых облигаций почти на 14 млрд долл
- **Цены основных видов сырья стабилизировались, но надолго ли?**
- **Волна M&A – но все ли могут себе позволить? Примеры:**
  - ТНК-ВР (BBB-/Стабильный): приобретение активов финансовые показатели даже с учетом покупки
  - «Новатэк» (BBB-/ Негативный): приобретения «СеверЭнергии» и «Сибнефтегаза», по нашему мнению, позитивны для бизнеса, но размер сделок значителен по сравнению с EBITDA «Новатэка».

## Не надо забывать о рисках:

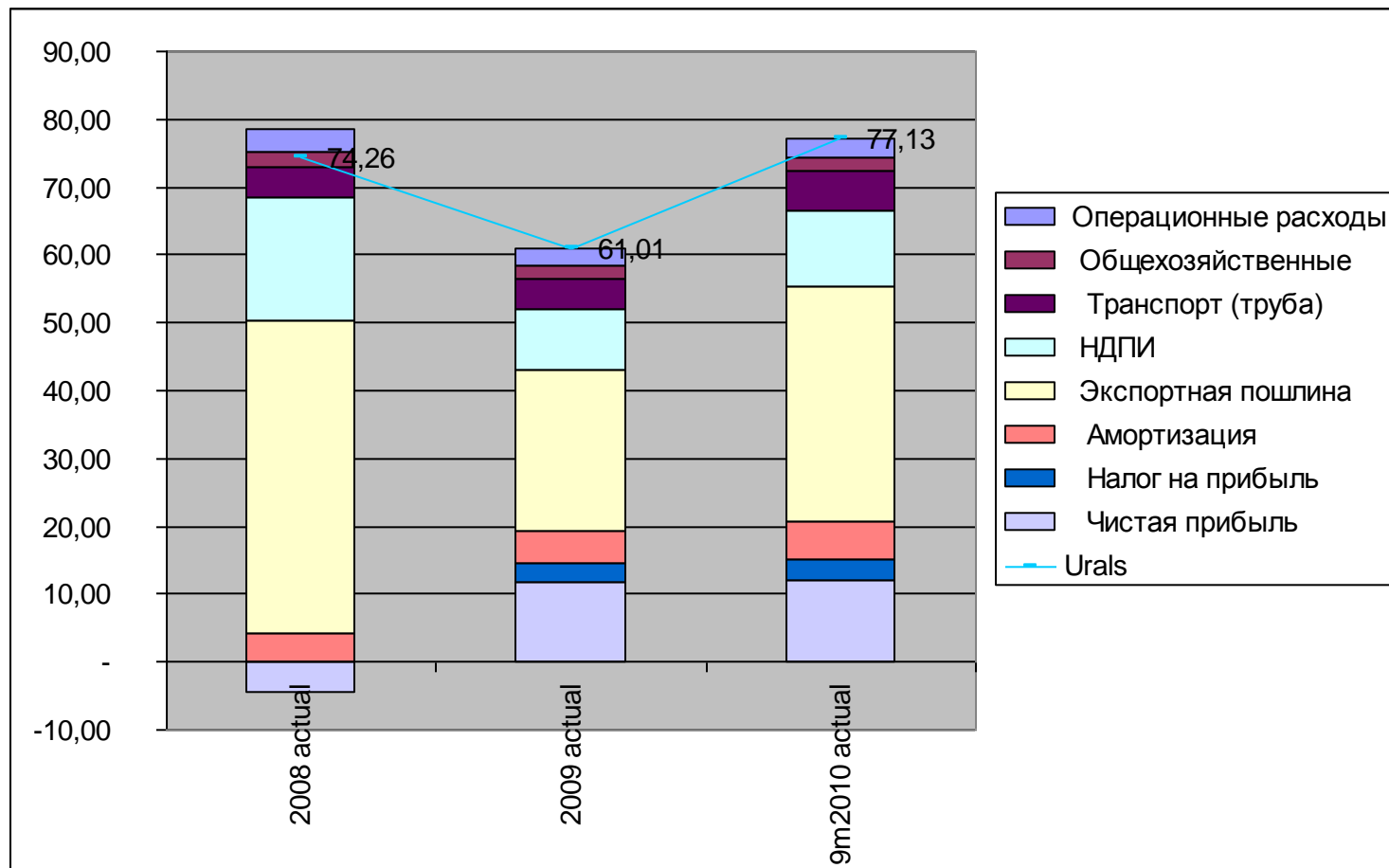
---

- Доступ к финансированию на рынке не может быть вечным!
- Экономика России, на наш взгляд, по-прежнему сильно зависит от биржевых товаров: цены на них волатильны, эффект восполнения запасов, похоже, исчерпан.
- Риски ведения бизнеса в России, по нашему мнению, остаются довольно высокими.
- Пример странового риска – налоги в нефтяной отрасли

## Существующая система: налоговый хедж, прозрачный, но дорогой и несовершенный

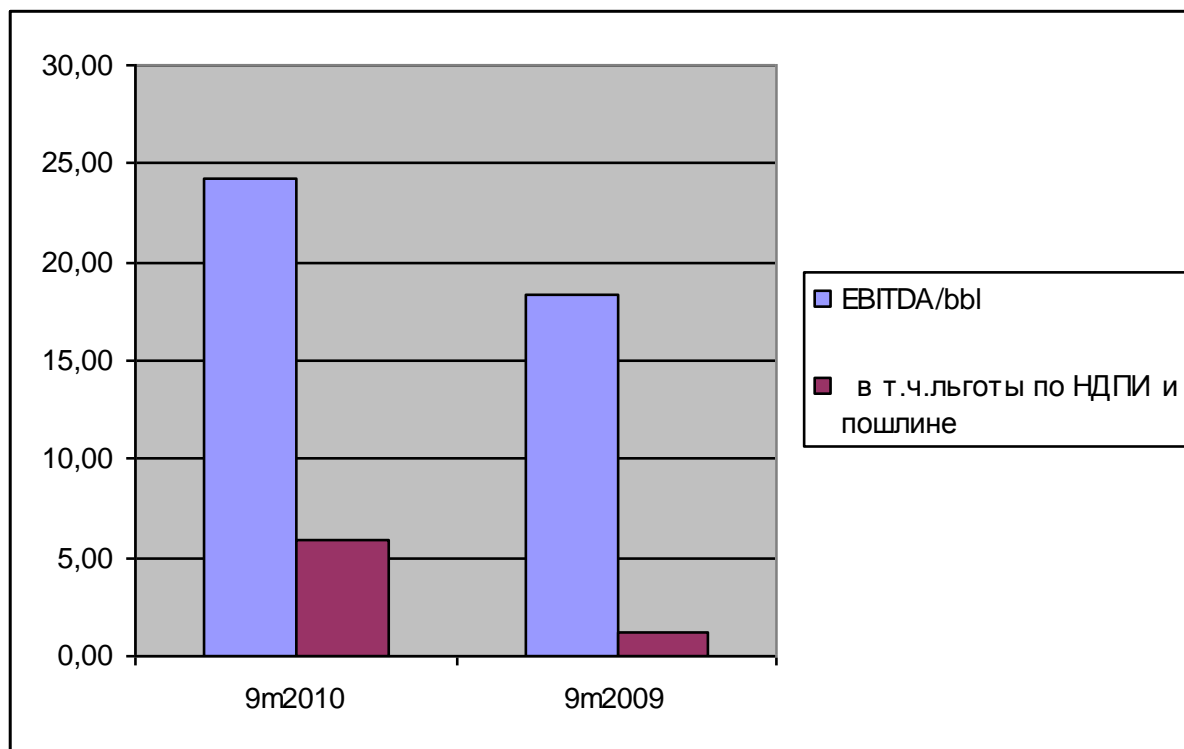


## Пример «Роснефти»: несмотря на рост цен на нефть, прибыль сегмента добычи на баррель в 2010 г. почти как в 2009



# Существующая система: льготы все важнее

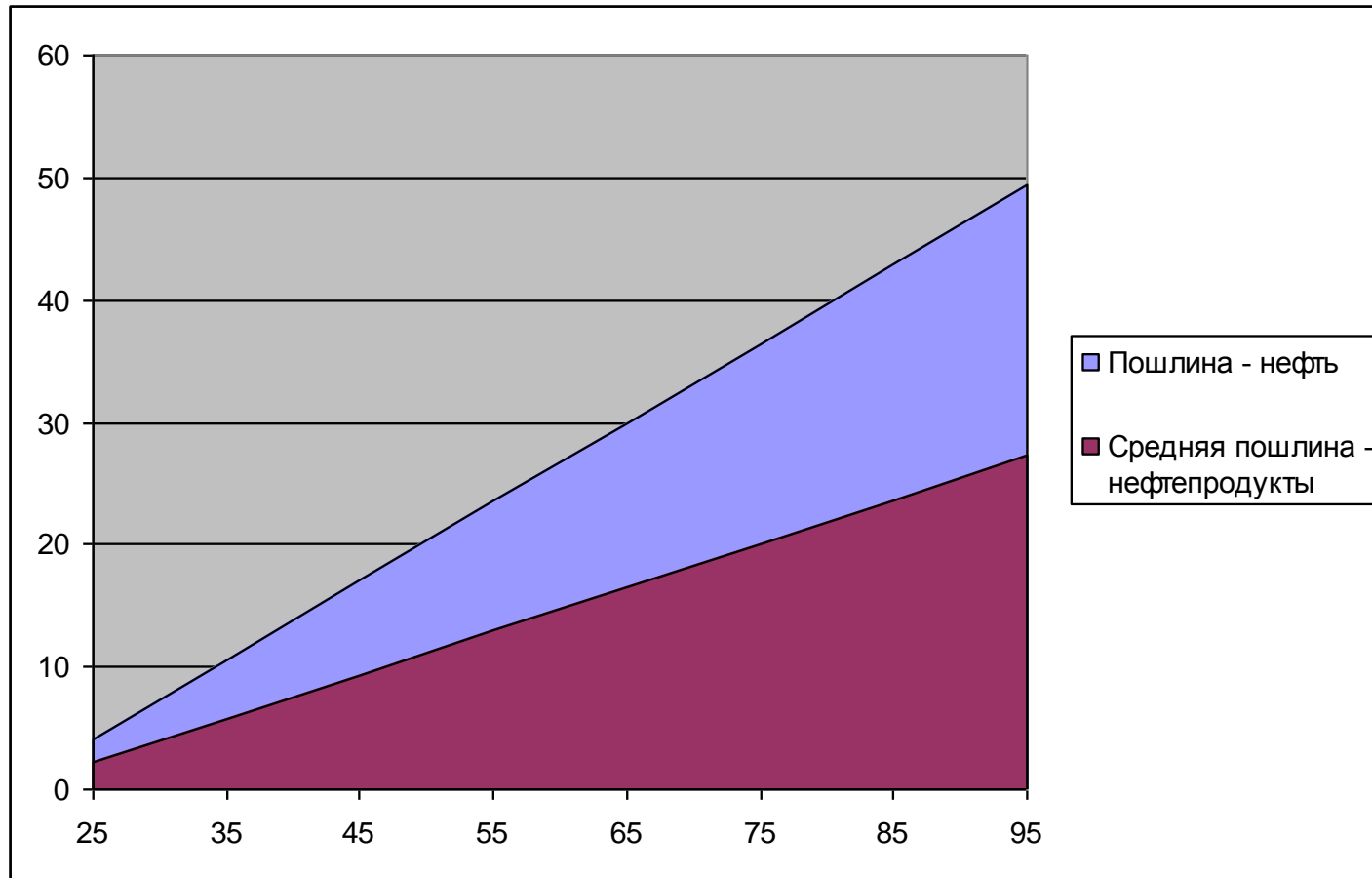
- Пример «Роснефти»: рост прибыли сегмента добычи за 9 мес. 2010, по расчетам Standard & Poor's, обусловлен не столько ценой нефти, сколько льготами по налогам и пошлинам.
- Прозрачность налоговой системы, по мнению Standard & Poor's, уменьшается...





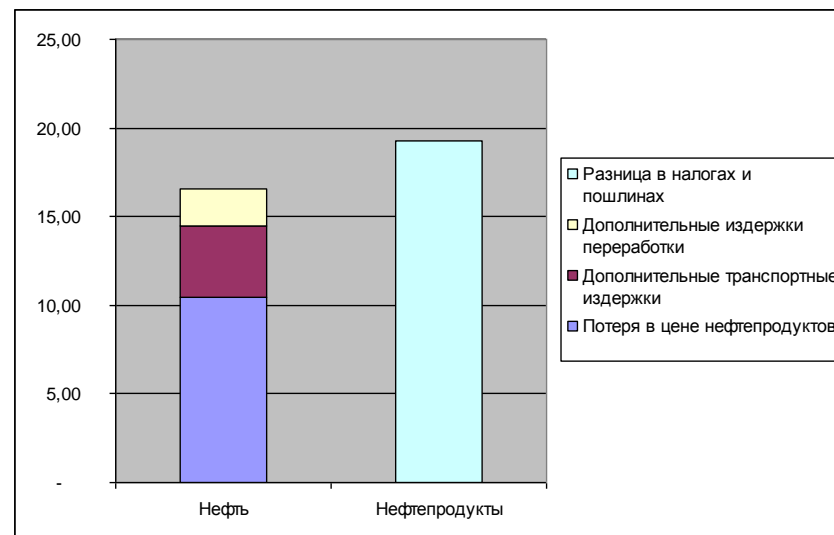
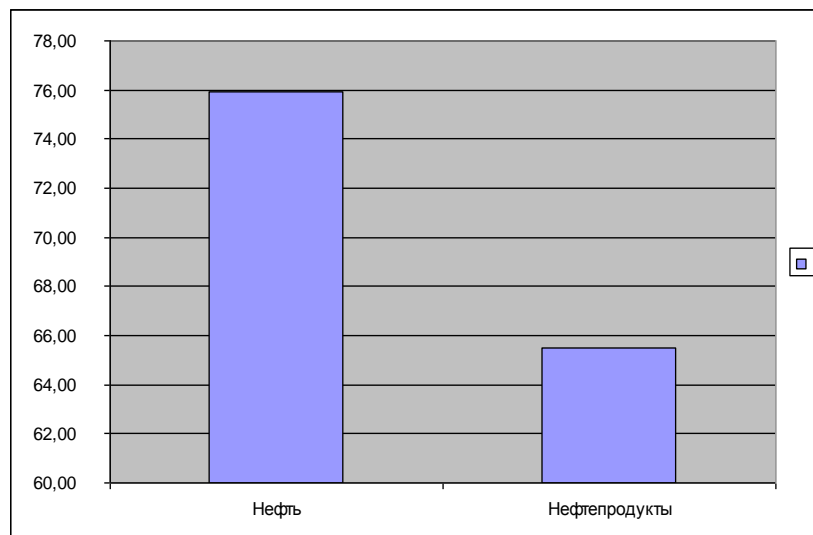
# Существующая система: искусственная прибыль переработки

- Пошлина на нефтепродукты существенно ниже, чем на нефть.



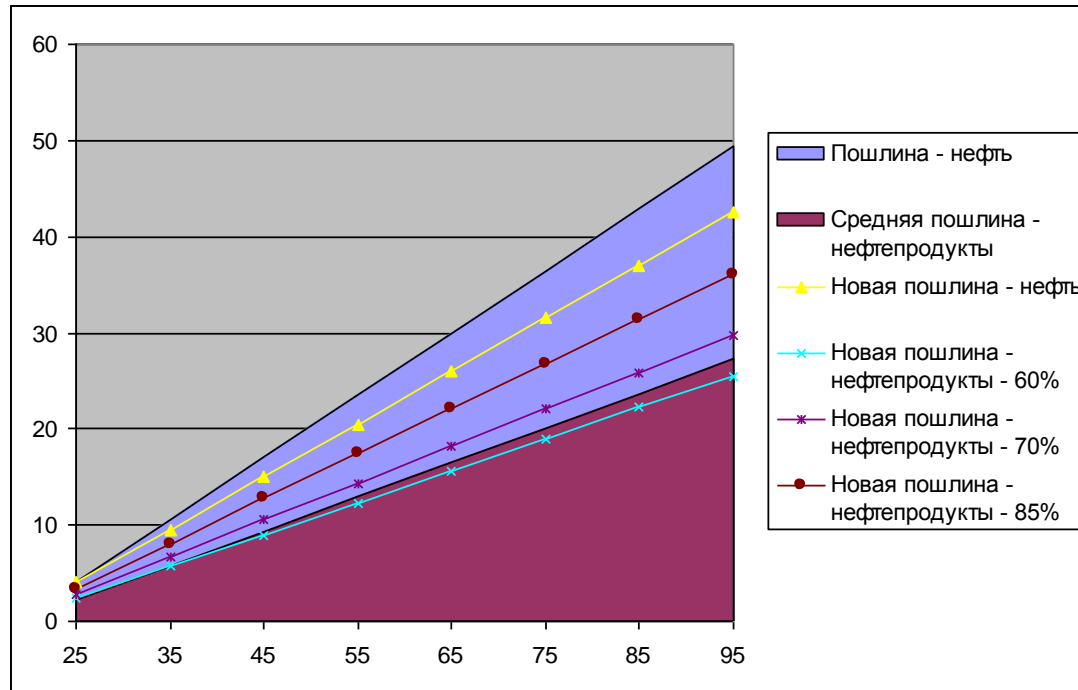
# Откуда берется искусственная прибыль в переработке?

- Корзина нефтепродуктов российских НПЗ в мировых ценах дешевле нефти:
- Но выигрыш от низкой пошлины, как правило, покрывает дополнительные затраты переработки и транспортировки  
(пример)



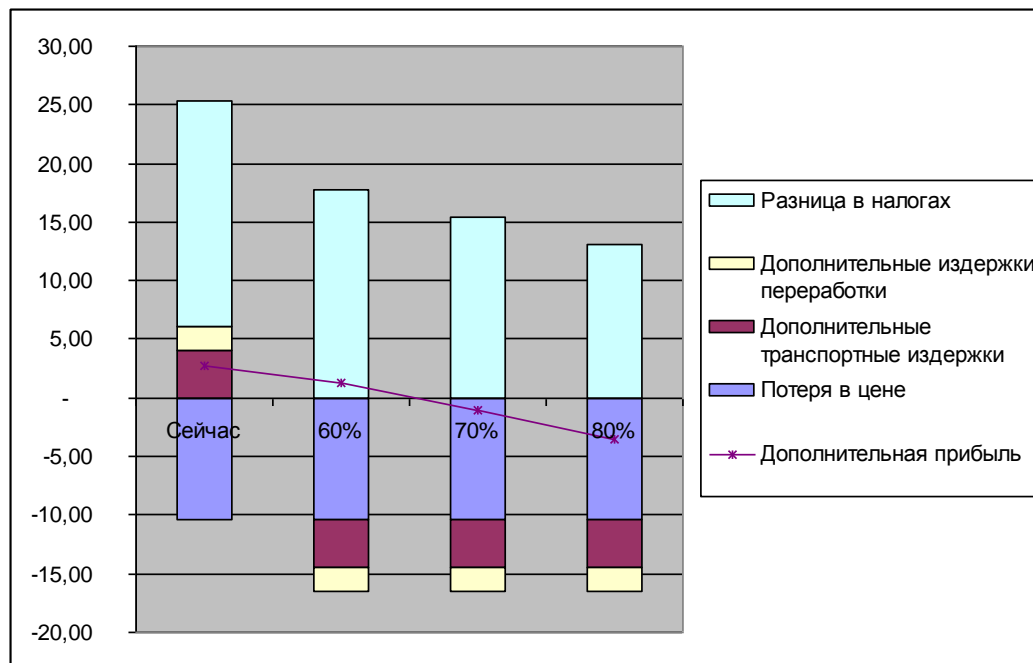
# Новая система: на сколько упадет прибыль переработки?

- **Идея новой системы: снизить налоги на добычу, повысить – на экспорт мазута.**
- **Ставка пошлин на нефтепродукты пока обсуждается в широком диапазоне:**



# Вопросы, вопросы...

- Останутся ли льготы на новые месторождения?
- На каком уровне будет зафиксирована экспортная пошлина на нефтепродукты?
- На каких заводах переработка останется выгодной, а на каких нет?
- Что будет с ценами топлива на внутреннем рынке?
- Сколько придется потратить на модернизацию заводов, и окупятся ли эти затраты?
- Ответы на эти вопросы будут важны для кредитных рейтингов



---

# СПАСИБО!

The logo for Standard & Poor's, featuring the word "STANDARD" in a large, bold, serif font, followed by "& POOR'S" in the same font. The text is centered and flanked by two horizontal red lines, one above "STANDARD" and one below "& POOR'S".

# STANDARD & POOR'S

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

---

Analytic services and products provided by Standard & Poor's are the result of separate activities designed to preserve the independence and objectivity of each analytic process. Standard & Poor's has established policies and procedures to maintain the confidentiality of non-public information received during each analytic process.