



◀ **Оксана ЗГУРАЛЬСКАЯ,**
директор Аналитической группы
по энергетическому и транспортному сектору
Европы, Ближнего Востока и Африки, Fitch Ratings

Ключевые драйверы текущих изменений кредитоспособности российских электроэнергетических компаний

В последние 10 лет рейтинговое агентство Fitch Ratings отмечает повышение кредитоспособности российских электроэнергетических компаний и позитивную динамику их рейтингов. Ключевыми драйверами этих позитивных изменений послужили поддержание стабильности и увеличение предсказуемости регуляторной среды, улучшение финансовых и бизнес-профилей компаний, изменение суверенного рейтинга страны в целом.

До недавнего времени одним из основных факторов, сдерживавших рейтинги электроэнергетических компаний в России на самостоятельной основе в неинвестиционной категории, были риски, связанные с непредсказуемостью и непрозрачностью регуляторной среды. Последовательное применение договоров предоставления мощности (ДПМ) для российских генерирующих компаний начиная с 2009 года и в период недавнего экономического кризиса, а также во время президентских выборов 2018 года способствовало формированию более благоприятной истории реализации механизма регулирования. Недавно утвержденная программа модернизации мощностей рос-

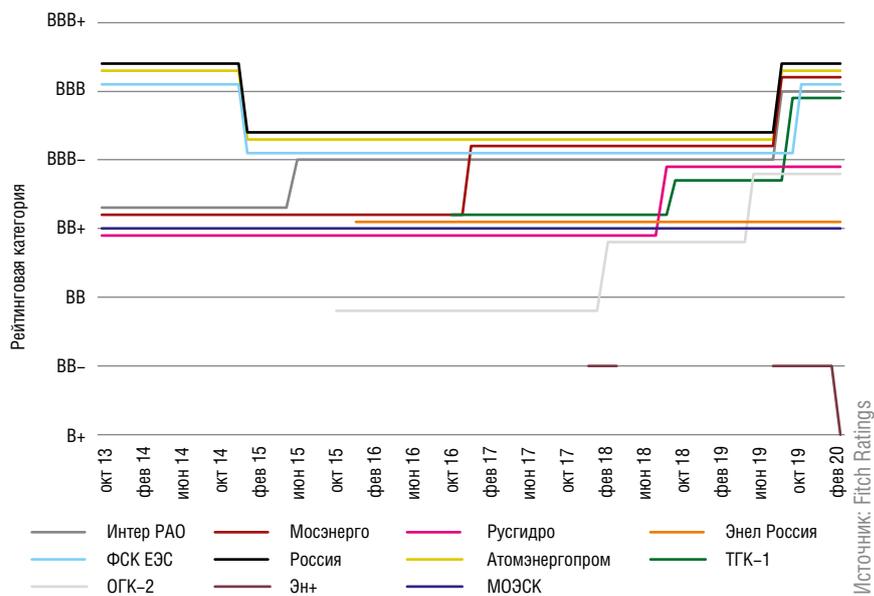
сийских теплогенерирующих компаний поможет сгладить риск снижения прибыли после истечения срока действия ДПМ, улучшая операционную эффективность таких компаний и увеличивая показатель EBITDA после 2021 года, когда истекает действие значительной части ДПМ. Кроме того, продление тарифного периода в рамках аукционов по продаже мощности на конкурентном рынке до шести лет повышает прогнозируемость денежных потоков генерирующих компаний. Вместе с тем программой предусмотрено, что существенная часть оборудования должна быть произведена в России, а сама модернизация проводится в сжатые сроки. Это создает риски, связанные с исполнением.

Синхронизированная замена существующих ДПМ (срок действия которых истекает в ближайшие 10 лет) новыми ДПМ на модернизацию позволит заместить потоки выручки и ограничит какое-либо потенциальное влияние на тарифы для конечных потребителей, сводя к минимуму риски вмешательства со стороны государства и замораживания тарифов. Мы считаем, что основными бенефициарами ДПМ на модернизацию являются крупные игроки, такие как ПАО «Интер РАО» (Интер РАО), ПАО «Мосэнерго» (Мосэнерго), ПАО «Вторая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии» (ОГК-2), ПАО «Территориальная генерирующая компания № 1» (ТГК-1) и ПАО «Энел Россия» (Энел Россия), поскольку они имеют более благоприятные позиции, чтобы управлять рисками, связанными с исполнением.

С учетом устойчивого улучшения предсказуемости и прозрачности регуляторной среды, мы начиная с 2018 года больше не рассматриваем регуляторную среду в качестве сдерживающего фактора для оценки самостоятельной кредитоспособности генерирующих компаний, сфокусированных на внутреннем рынке, ниже инвестиционного уровня. В секторе передачи электроэнергии, несмотря на то что тарифы пересматривались ежегодно в течение второго регулятивного периода (2015–2019 годы), их рост в целом соответствовал первоначально утвержденным показателям, что нами также оценивается позитивно.

Однако мы считаем, что в секторе распределения электроэнергии сохраняется неопределенность в плане долгосрочных тарифов. Хотя Федеральная антимонопольная служба в 2018 году утвердила параметры в рамках индексации долгосрочных тарифов на передачу электроэнергии на второй регулятивный период, фактически применяемые тарифы по-прежнему утверждаются на ежегодной основе в конце предшествующего года и основываются на ИПЦ, базе активов, неподконтрольных расходах, ожидаемых объемах электроснабжения и цене покупки электроэнергии для компенсации потерь. Таким образом, недостаточная долгосрочная предсказуемость тарифов сохраняется. Мы рассматриваем неопределенность в отношении динамики тарифов как один из ключевых рисков для рейтингов ПАО «Московская объединенная электросетевая компания» (МОЭСК).

Fitch Ratings оценивает финансовые профили российских энергетических

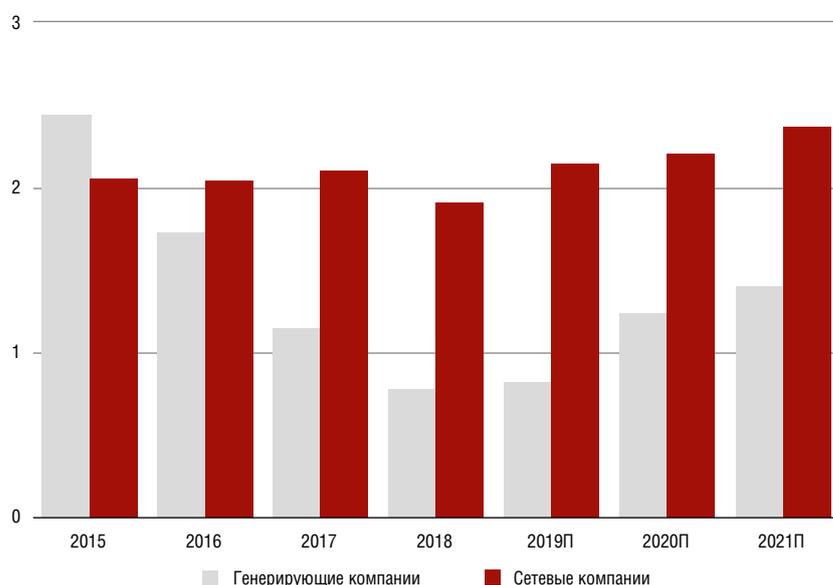


Источник: Fitch Ratings

компаний как сильные. Это частично смягчает недостатки регуляторной и операционной среды. На Рисунке 2 представлена динамика левериджа совокупно по генерирующим и сетевым компаниям в России. В последнее время отмечается снижение показателя скорректированного чистого левериджа по денежным средствам от операционной деятельности (FFO) по рейтингуемым нами электрогенерирующим компаниям. В отношении компаний Интер РАО, ТГК-1, АО «Атомный энергопромышленный комплекс» (Атомэнергопром) и Мосэнерго мы ожидаем, что скорректированный чистый леверидж по FFO будет ниже 1х либо даже отрицательным на фоне низкой долговой нагрузки и в целом стабильного

Рисунок 1
Изменение рейтингов электроэнергетических компаний и суверенного рейтинга России

Рисунок 2
Динамика уровня скорректированного чистого левериджа по FFO в среднем по генерирующим и сетевым компаниям



| Компания | Рейтинг дефолта эмитента на 12 февраля января 2020 | Рейтинг на самостоятельной основе на 12 февраля 2020 | Рейтинг дефолта эмитента на конец января 2016 | Рейтинг на самостоятельной основе на конец января 2016 |
|----------------|--|--|---|--|
| Атомэнергопром | BBB | bbb | BBB- | bb+ |
| Интер РАО | BBB | bbb- | BBB- | bb+ |
| Мосэнерго | BBB | bbb- | BB+ | bb |
| ТГК-1 | BBB | bbb- | BB+* | bb* |
| Русгидро | BBB- | bb+ | BB+ | bb |
| ОГК-2 | BBB- | bb+ | BB | bb- |
| Энел Россия*** | BB+ | | BB+ | |
| Эн+*** | B+ | | BB-** | |
| ФСК ЕЭС | BBB | bbb- | BBB- | bb+ |
| МОЭСК | BB+ | bb | BB+ | bb |

Источник: Fitch Ratings

* Данные на конец октября 2016 года

** Данные на конец декабря 2017 года

*** Рейтингуется на самостоятельной основе

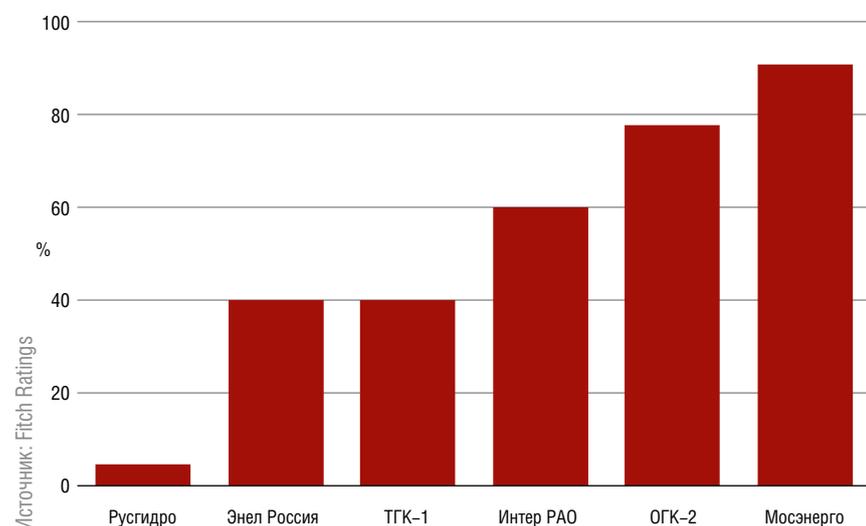
Таблица 1

Рейтинги российских компаний как с учетом поддержки (рейтинг дефолта эмитента), так и на самостоятельной основе на конец января 2016 года и на 12 февраля 2020 года

генерирования денежного потока. Мы ожидаем увеличения скорректированного чистого левериджа по FFO у компаний Энел Россия и МКПАО Эн+ Груп (Эн+). По компании Энел Россия мы прогнозируем увеличение скорректированного чистого левериджа по FFO до свыше 3.5x в 2021 году, что будет обусловлено высокими капиталовложениями. Мы рассматриваем существенное увеличение левериджа, обусловленное инвестициями, в 2021–2022 годах как временное явление и ожидаем постепенного снижения этого показателя у компании до уровня ниже нашего негативного рейтингового триггера в 2.5x к 2024 году. По Эн+ мы прогнозируем ослабление скорректированного чистого левериджа по FFO (исключая дивиденды от United Company RUSAL Plc) до уровня свыше 5x вследствие приобретения доли собственных акций за счет заемных средств и объявленных планов по возобновлению дивидендных выплат, что послужило причиной для понижения рейтинга до уровня «В+» в феврале

Рисунок 3

Доля EBITDA, обеспеченная продажей мощности по договорам ДПМ, 2017 год



Источник: Fitch Ratings

2020 года. В сетевом сегменте уровень чистого левериджа достаточно стабилен.

Мы ожидаем, что финансовые профили большинства российских энергетических компаний останутся сильными в среднесрочной перспективе и их рейтинги будут соответствовать текущим уровням.

Получить на самостоятельной основе оценку кредитоспособности, соответствующую инвестиционной категории, могут только компании с очень сильными финансовыми показателями, способные выдержать существенный стресс, связанный с экономическими и регулятивными шоками и с последовательно проводимой консервативной финансовой политикой.

Начиная с 2018 года Fitch Ratings пересмотрело рейтинги на самостоятельной основе и повысило их до инвестиционного уровня BBB- по четырем компаниям — Интер РАО, Мосэнерго, ТГК-1 и ПАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы» (ФСК ЕЭС) и до BBB по компании Атомэнергопром. Повышение рейтингов на самостоятельной основе отражает прежде всего историю последовательного применения регулирования, что поддерживает прогнозируемость денежных потоков, а также сильные финансовые и бизнес-профили компаний.

В отличие от других рейтингуемых российских энергетических компаний, которые получают почти всю выручку и EBITDA в России, Атомэнергопром генерирует значительную долю доходов за пределами России. Выручка от международных операций на конец 2018 года в среднем составляла около 32% от всех доходов. Около двух третей выручки от зарубежных операций поступает из стран ОЭСР. Клиентами компании на международном рынке в основном являются энергетические компании с рейтингами инвестиционной категории. В отличие от сопоставимых международных компаний, которые ведут деятельность лишь на ограниченном числе стадий ядерного цикла, бизнес-профиль Атомэнергопрома поддерживается полной вертикальной интеграцией на всех стадиях ядерного топливного цикла, деятельностью по долгосрочным контрактам на начальной стадии ядерного топливного цикла и — в отношении новых генерирующих станций в России — по договорам ДПМ, что обеспечивает сильную платформу для устойчивого роста.

Бизнес-профиль Интер РАО подкрепляется сильной рыночной позици-

ей компании как третьей по величине электроэнергетической компании в России и одной из крупнейших электроэнергетических компаний в Европе по установленной мощности, как крупнейшей компании на розничном рынке электроэнергии в стране, а также фактически монопольными позициями в сегменте импорта и экспорта электроэнергии.

Самостоятельная кредитоспособность Мосэнерго и ТГК-1 подкрепляется сильными рыночными позициями компаний в своих регионах, благоприятной географией деятельности и базами активов хорошего качества, которые, вероятно, являются национальным отраслевым ориентиром.

Оценка самостоятельной кредитоспособности ФСК ЕЭС отражает монопольную позицию компании в области магистральной передачи электроэнергии в России, относительно низкий риск сокращения объемов и хороший финансовый профиль.

Благоприятным фактором для финансового профиля электрогенерирующих компаний в России является и тот факт, что существенная доля EBITDA обеспечивается за счет продаж мощности в рамках ДПМ, что показано на Рисунке 3. Это усиливает прогнозируемость денежных потоков и сглаживает подверженность рыночным рискам.

В 2018 году введение методологии рейтингования компаний, связанных с государством, привело к пересмотру прогнозов по рейтингам Интер РАО и ФСК ЕЭС.

В августе 2019 года был пересмотрен суверенный рейтинг России с уровня

Улучшение финансового профиля компании на самостоятельной основе

Атомэнергопром
Интер РАО
Русгидро
ОГК-2
Мосэнерго
ТГК-1
ФСК ЕЭС

Последовательное применение регулирования

Интер РАО
Мосэнерго
ТГК-1
ФСК ЕЭС
Важный компонент для рейтингов всех энергетических компаний

Методология рейтингования компаний, связанных с государством

Интер РАО
ФСК ЕЭС
Применима и к другим компаниям, но не повлекла пересмотра рейтинга/прогноза в 2018 году

Пересмотр суверенного рейтинга

Атомэнергопром
Интер РАО
Мосэнерго

ВВВ- до ВВВ, что послужило основанием для пересмотра рейтингов шести российских компаний, в том числе трех электроэнергетических (Атомэнергопром, Интер РАО и Мосэнерго). Повышение рейтингов этих компаний было обусловлено их связями с государством. Рейтинг Атомэнергопрома находится на одном уровне с суверенным, и в случае если рейтинг России будет повышаться дальше, в отношении рейтинга Атомэнергопрома будет применяться подход, предполагающий уравнивание рейтинга компании с суверенным. Дальнейшее повышение рейтингов Российской Федерации вряд ли окажет какое-либо влияние на рейтинги Интер РАО и Мосэнерго, если одновременно не произойдет улучшения их кредитоспособности на самостоятельной основе.

Таким образом, изменение рейтингов компаний обусловлено совокупностью факторов, сочетание которых было специфичным для каждой компании, что показано на Рисунке 4. ©

Рисунок 4
Ключевые драйверы изменения рейтингов энергетических компаний в 2018-2019 годах



21–22 мая 2020
Санкт-Петербург, Астория



cbonds-congress.com