

27 декабря 2018

Ведущие аналитики:

Александр Гущин, эксперт
+7 (495) 139-0489
alexander.gushchin@acra-ratings.ru

Василий Танурков, заместитель
директора
+7 (495) 139-0344
vasilii.tanurcov@acra-ratings.ru

Ключевые факторы рейтинговой оценки

АКРА присвоило АО «ТД РЖД» кредитный рейтинг BBB-(RU), прогноз «Стабильный»

Кредитный рейтинг [АО «ТД РЖД»](#) (далее — ТД РЖД, Компания) обусловлен очень высокой долговой нагрузкой и волатильным свободным денежным потоком при высокой вероятности экстраординарной поддержки со стороны ключевого акционера, сильной ликвидности и сильном бизнес-профиле.

ТД РЖД — дочерняя компания ОАО «Российские железные дороги» ([AAA\(RU\)](#), прогноз «Стабильный»; далее — РЖД, Группа, поддерживающая организация, ПО), ключевыми задачами которой являются поставка подвижного состава для нужд Группы и реализация ее списанного подвижного состава и запчастей, а также материально-техническое обеспечение предприятий РЖД. Компания осуществляет развитие морского порта Раджин (КНДР) через СП «РасонКонТранс». Долю в капитале ТД РЖД, помимо РЖД, имеет НПФ «БЛАГОСОСТОЯНИЕ».

Вероятность оказания экстраординарной поддержки ключевым акционером определяется высоким уровнем кредитоспособности поддерживающей организации и степенью связи Компании с ПО. Компания обеспечивает материальное снабжение дочерних предприятий РЖД. РЖД является ключевым акционером ТД РЖД — Группе принадлежит 50% плюс одна акция Компании, оставшейся частью владеет НПФ «БЛАГОСОСТОЯНИЕ», находящийся под контролем РЖД. Наличие операционного контроля со стороны Группы обусловлено значительным количеством ее представителей в совете директоров ТД РЖД (пять директоров из семи). АКРА отмечает высокую зависимость Компании от поддерживающей организации, поскольку подавляющий объем операций первой относится к РЖД. При этом стратегическая значимость ТД РЖД для Группы не столь велика: в среднесрочной перспективе Компания может быть заменена другой организацией, выполняющей схожие функции. Со стороны РЖД отсутствуют какие-либо гарантии, поручительства или кросс-дефолты по обязательствам Компании. Согласно методологии АКРА, финальный кредитный рейтинг ТД РЖД присвоен на три ступени выше оценки собственной кредитоспособности (ОСК).

Очень высокая долговая нагрузка при значительной доле средств, привлеченных от акционера. Долг ТД РЖД складывается из двух частей: средств, привлеченных на финансирование текущей деятельности Компании (1,3 млрд руб.), и средств, привлеченных СП «РасонКонТранс» от компаний РЖД в качестве долгосрочных инвестиций на развитие порта Раджин и сопутствующей железнодорожной инфраструктуры (13,3 млрд руб.). Процентные платежи по предоставленным Группой займам начисляются, но фактически не выплачиваются, что ведет к соответствующему росту долговых обязательств Компании. Весь долг представлен рублевыми обязательствами с фиксированной процентной ставкой.

Отношение общего долга Компании к ее операционному денежному потоку до изменения оборотного капитала (FFO) до чистых процентных платежей по итогам 2017 года составило 55,5х, общего долга к выручке — 7,7х, что свидетельствует об очень высокой долговой нагрузке. Если рассматривать долговую нагрузку только с точки зрения банковских кредитов, то указанные коэффициенты составляли 3,3х и 0,5х соответственно. По прогнозу АКРА, в 2019–2020 годах долг ТД РЖД останется на текущем уровне. Поскольку Компания фактически не выплачивает проценты по займам, предоставленным РЖД и ее дочерними обществами, покрытие процентных платежей находится на низком, но все же приемлемом уровне: отношение FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам по итогам 2017 года

составляло 1,8x. Мы ожидаем, что в 2018–2020 годах данный показатель останется в пределах 1,6–1,9x.

Сильная ликвидность при волатильном свободном денежном потоке.

Компания получила от РЖД согласие на перенос всех выплат по полученным от предприятий Группы займам на 2020 год, что значительно снизило давление на ликвидность ТД РЖД. Банковские кредиты ТД РЖД общим объемом 1,3 млрд руб. являются краткосрочными и подлежат погашению в сентябре 2019 года. На 30.09.2018 Компания располагала невыбранными кредитными линиями на общую сумму 2,2 млрд руб. от ПАО Сбербанк ([AAA\(RU\), прогноз «Стабильный»](#)) и АО «СМП Банк». Свободный денежный поток (FCF) ТД РЖД характеризуется высоким уровнем волатильности: 2015–2017 годах данный показатель колебался от -1,1 до 1,6 млрд руб. АКРА допускает выход FCF Компании в отрицательную зону в прогнозном периоде, что определяет слабую оценку фактора. В результате АКРА оценивает уровень ликвидности ТД РЖД в 2018–2020 годах как высокий в связи с отсутствием значительных выплат по долгу, высокой вероятностью дальнейшего переноса сроков выплаты долга и наличием доступа к источникам ликвидности для покрытия возможного отрицательного FCF.

Сильный бизнес-профиль. Динамика спроса на поставляемые ТД РЖД товары не имеет ярко выраженной цикличности и определяется потребностью дочерних структур РЖД, которые являются ключевыми контрагентами Компании. Максимально возможный кредитный рейтинг РЖД свидетельствует о невысоком уровне риска контрагентов. Вместе с тем АКРА отмечает наличие ощутимого объема просроченной дебиторской задолженности, находящегося в диапазоне 10–20% всей дебиторской задолженности в 2018 году. Структура расчетов подразумевает зеркальное отображение сроков и порядка оплаты для покупателей и поставщиков, а при возникновении ситуаций отсутствия оплаты от покупателей при необходимости расчета с поставщиком Компания пользуется краткосрочными займами.

Помимо трейдинговой деятельности ТД РЖД занимается развитием логистического узла на территории КНДР — порта Раджин и железной дороги Туманган — Раджин. Порт Раджин мощностью 5 млн тонн грузов в год специализируется на перевалке угля. Введенные санкции против КНДР обусловили текущую низкую загрузку порта. Вместе с тем, согласно резолюции Совета Безопасности ООН 2371 от 05.08.2017, ограничительные меры не применяются в отношении угля, который был добыт за пределами КНДР и транспортировка которого была осуществлена через ее территорию для вывоза из порта Раджин. Отсутствие таких ограничительных мер может стать фактором роста грузооборота порта, что способно привести к улучшению оценки бизнес-профиля Компании в будущем.

Ключевые допущения

- реструктуризация долга, предоставленного поддерживающей организацией, с переносом дат погашения на 2020 год и с выплатой накопленных процентных платежей в соответствующие даты погашения;
- сохранение уровня системной значимости;
- сохранение текущей структуры расчетов с поставщиками и покупателями;
- сохранение значительного объема доступных кредитных линий;
- объем перевалки угля в порту Раджин в 2019–2020 годах на уровне 700–1000 тыс. тонн при среднегодовой цене перевалки 7,5 долл. США за тонну.

Факторы возможного изменения прогноза или рейтинга

«Стабильный» прогноз предполагает с наиболее высокой долей вероятности неизменность рейтинга на горизонте 12–18 месяцев.

К позитивному рейтинговому действию могут привести:

- рост стратегической значимости Компании для РЖД;
- перевод займов, предоставленных Группой, в капитал ТД РЖД;

- значительное увеличение показателей масштаба деятельности Компании (рост выручки до 100 млрд руб., FFO до чистых процентных платежей и налогов — до 30 млрд руб.).

К негативному рейтинговому действию могут привести:

- снижение стратегической значимости Компании для Группы;
- отсутствие реструктуризации долга, предоставленного поддерживающей организацией, с переносом дат погашения на 2020 год и с выплатой накопленных процентных платежей в соответствующие даты погашения;
- объем перевалки угля в порту Раджин в 2019–2020 годах ниже 700 тыс. тонн при среднегодовой цене перевалки ниже 7 долл. США за тонну;
- ухудшение структуры долговых обязательств;
- существенное ухудшение доступа к внешним источникам ликвидности;
- ухудшение структуры расчетов с контрагентами.

Компоненты рейтинга**ОСК:** bb-.**Корректировки:** отсутствуют.**Поддержка:** группа — ОСК плюс три ступени.**Рейтинги выпусков**

Эмиссии в обращении отсутствуют.

Регуляторное раскрытие

Кредитный рейтинг был присвоен по национальной шкале для Российской Федерации на основе [Методологии присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации](#), [Методология анализа взаимосвязи компаний внутри группы](#), а также [Основных понятий, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности](#).

Кредитный рейтинг был присвоен АО «ТД РЖД» впервые. Пересмотр кредитного рейтинга и прогноза по кредитному рейтингу ожидается в течение одного года с даты рейтингового действия (25.12.2018).

Раскрытие отступлений от утвержденных методологий: фактор «географическая диверсификация» оценивался с отступлением от диапазона оценки, указанного в методологии.

Кредитный рейтинг был присвоен на основании данных, предоставленных АО «ТД РЖД», информации из открытых источников, а также баз данных АКРА. Кредитный рейтинг является запрошенным, АО «ТД РЖД» принимало участие в процессе присвоения кредитного рейтинга.

Факты существенного отклонения информации от данных, зафиксированных в официально опубликованной финансовой отчетности АО «ТД РЖД», не выявлены.

АКРА не оказывало АО «ТД РЖД» дополнительных услуг. Конфликты интересов в рамках процесса присвоения кредитного рейтинга выявлены не были.

(С) 2018

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Только в случае распространения информации о присвоенном кредитном рейтинге и прогнозе по кредитному рейтингу любым способом, обеспечивающим доступ к ней неограниченного круга лиц, данный кредитный рейтинг и прогноз по кредитному рейтингу входит в сферу регулирования Центрального банка Российской Федерации.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.