

Как инвестиционные планы России повлияют на экономический рост и кредитоспособность компаний?

12 ноября 2018 г.

Резюме

- Мы прогнозируем относительно невысокие темпы роста ВВП в России – в среднем на уровне 1,7-1,8% в 2018-2021 гг., в то время как правительство ожидает ускорения роста до более 3% начиная с 2021 г. за счет инвестиций.
- Мы сомневаемся в том, что все объявленные проекты общей стоимостью около 30 трлн руб. (примерно 450 млрд долл.) будут реализованы, принимая во внимание характерные для России длительный процесс принятия инвестиционных решений и сложную структуру распределения средств для крупных проектов с участием государства.
- На данном этапе мы не отмечаем существенных рисков того, что государство возложит значительные обязательства по инвестициям в развитие инфраструктуры на частные компании, и не ожидаем непосредственного влияния инвестиционных планов правительства на рейтинги компаний.
- Согласно проведенному нами стресс-тесту, большинство инфраструктурных и экспортно ориентированных компаний, имеющих рейтинги S&P Global Ratings, устойчивы к увеличению капитальных расходов на 10-30% благодаря хорошим финансовым показателям и гибкой дивидендной политике.
- На наш взгляд, стабильные условия ведения бизнеса (в частности, долгосрочные тарифы или предсказуемый режим налогообложения в рамках инвестиционных контрактов) имеют большее значение для кредитного качества компаний, чем государственное финансирование или гипотетическое увеличение долговых обязательств для финансирования этих проектов.

S&P Global Ratings полагает, что стимулирование экономического роста за счет государственных инвестиций, направленных на повышение эффективности, скорее всего, будет сопряжено с техническими сложностями и потребует времени. По нашему мнению, российское правительство, скорее всего, будет считать своим приоритетом макроэкономическую стабильность, придерживаясь строгого фискального правила и, как следствие, ограничивая потенциал роста. Вместе с тем более высокие темпы роста инвестиций в коммерческом секторе зависят от прогресса в проведении структурных реформ, в том числе реформы судебной системы, а также от прогресса в приватизации и демонополизации. Мы считаем перспективы этих процессов ограниченными, принимая во внимание невысокую эффективность реформ в прошлом. Как следствие, мы полагаем, что темпы роста ВВП будут ниже прогнозируемого российским правительством уровня, и не ожидаем значительного увеличения капитальных расходов корпоративного сектора.

Мы полагаем, что большинство инфраструктурных и экспортно ориентированных российских компаний, имеющих рейтинги S&P Global Ratings, сосредоточатся на проектах, которые уже были запланированы ими. Результаты проведенного нами стресс-теста свидетельствуют о том, что рост капитальных расходов на 30% скорее ограничит возможности для улучшения характеристик собственной кредитоспособности (stand-alone credit profile — SACP), чем создаст давление на текущие

ВЕДУЩИЙ КРЕДИТНЫЙ АНАЛИТИК

Елена Ананькина
Москва
(7) 495-783-4130
elena.anankina
@spglobal.com

ВТОРЫЕ КРЕДИТНЫЕ АНАЛИТИКИ

Сергей Горин
Москва
(7) 495-783-4132
sergei.gorin
@spglobal.com

Карен Вартапетов
Франкфурт
(49) 69-33-999-225
karen.vartapetov
@spglobal.com

Александр Грязнов
Москва
(7) 495-783-4109
alexander.griaznov
@spglobal.com

АССИСТЕНТЫ АНАЛИТИКА

Илья Тафинцев
Москва
Игорь Голубничий
Москва
См. полный список контактов в конце статьи.

рейтинги большинства компаний. В отношении организаций, связанных с государством (ОСГ), мы ожидаем, что экстраординарная поддержка со стороны государства будет нивелировать некоторые негативные последствия повышения капитальных расходов.

После кризисов 2008-2009 гг. и 2014-2015 гг. большинство крупных российских компаний выработали гибкую финансовую политику, позволяющую корректировать объем капитальных расходов и дивидендных выплат в зависимости от показателей генерируемого денежного потока от операционной деятельности, долговой нагрузки и показателей ликвидности. В тех случаях, когда это возможно, они стараются привлекать финансирование со стороны государства (как в 2015 г.) или с международных рынков капитала (как в 2016-2017 гг.), но чрезмерно не полагаются на эти источники финансирования. Компании, как правило, пытаются не принимать участия в неприбыльных проектах или откладывать их реализацию. Поскольку geopolитические факторы по-прежнему ограничивают доступ российских компаний к внешнему финансированию, основным негативным рейтинговым фактором для них является не столько уровень долговой нагрузки, сколько ликвидность. Тем не менее, насколько мы понимаем, российские банки смогут обеспечить финансирование, необходимое для выполнения проектов по развитию инфраструктуры, которые рассматриваются в настоящее время.

Увеличение капитальных расходов не всегда приводит к росту ВВП

Краеугольным камнем российской политики после выборов является стимулирование экономического роста. Причина в том, что неблагоприятная демографическая ситуация, инфраструктурные ограничения, неблагоприятные условия ведения бизнеса, а в последнее время и международные санкции оказали сдерживающее влияние на показатель роста ВВП на душу населения, который составляет немногим более 1% — вдвое ниже показателей стран с аналогичным уровнем доходов. В настоящее время стратегия правительства заключается в улучшении перспектив роста, главным образом за счет стимулирования инвестиций. Несмотря на увеличение объема инвестиций в 2017 г. на 4,3%, в реальном выражении они по-прежнему остаются ниже пикового уровня 2013 г., а их доля в ВВП составляет всего 21%. Кроме того, несмотря на значительный объем прибыли и крупные запасы денежных средств в небанковском секторе, обусловленные необычным сочетанием слабого рубля и высоких цен на нефть, объем инвестиций частного сектора остается невысоким. По официальным данным за первую половину 2018 г., объем инвестиций (без учета малых и средних предприятий) увеличился лишь на 1,3%.

В настоящее время макроэкономический прогноз правительства на период до 2024 г. предусматривает рост реального ВВП на уровне выше 3% с 2021 г., главным образом за счет прогнозируемого ускоренного роста инвестиций — в среднем на 6-7% с 2020 г. Насколько мы понимаем, выполнение этих масштабных планов будет обеспечено, во-первых, за счет увеличения государственных инвестиций в основной капитал (главным образом в транспортную инфраструктуру), и во-вторых, за счет сохранения макроэкономической стабильности, которая может стимулировать рост инвестиций компаний.

Однако мы по-прежнему осторожно оцениваем перспективы реализации такого сценария. По нашим прогнозам, рост реального ВВП в России составит 1,8% в 2018 г. и в среднем лишь 1,7% в 2019-2021 г. В настоящее время мы не ожидаем ускорения роста ВВП в период после 2021 г. Это обусловлено тем, что, по нашему мнению, негативное влияние на экономический рост будут оказывать такие структурные недостатки, как демографические тенденции и низкая производительность. Кроме того, мы принимаем во внимание доминирующую роль государства в экономике, сложные условия ведения бизнеса, неблагоприятный режим регулирования и относительно низкий уровень конкуренции и инноваций.

Мы прогнозируем некоторый рост инвестиций в реальном выражении — в среднем не более 3,2% в 2020-2021 гг. — на фоне ожидаемого ослабления денежно-кредитной политики, восстановления темпов банковского кредитования и государственных инвестиций в развитие инфраструктуры. Вместе с тем мы полагаем, что эффективность мер правительства останется невысокой. В частности, мы принимаем во внимание следующие обстоятельства.

- Для реализации планов государственных инвестиций в развитие инфраструктуры потребуется

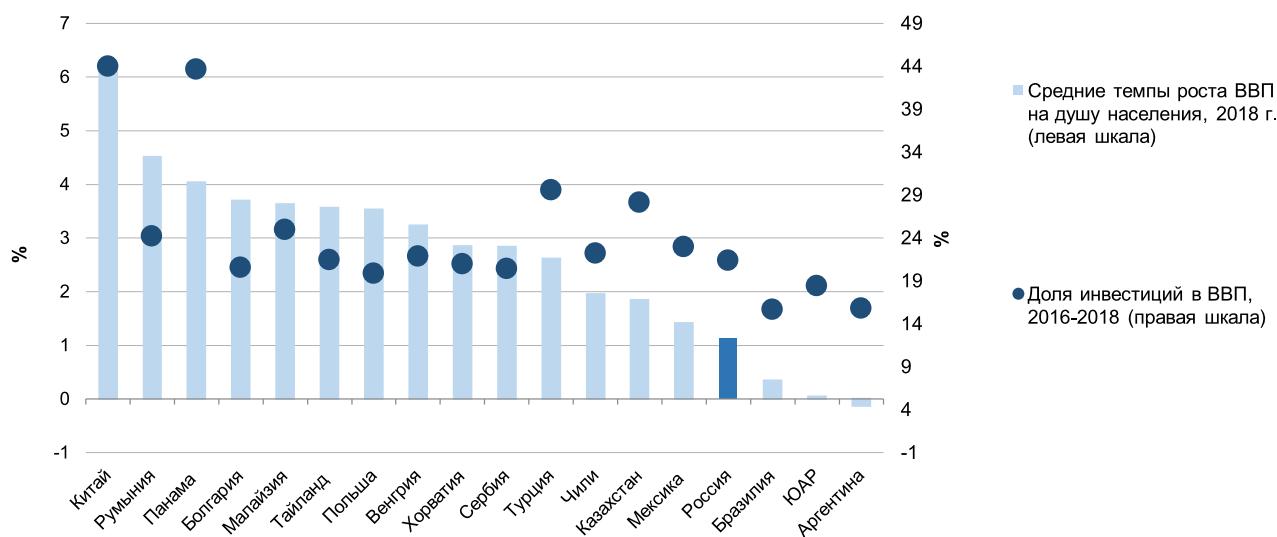
Как инвестиционные планы России повлияют на экономический рост и кредитоспособность компаний?

время. Большинство предложенных инфраструктурных проектов требуют сложной оценки затрат и составления сложных бизнес-планов, а фактическое финансирование и реализация, вероятнее всего, начнутся не ранее 2020 г.

- Как показывает практика прошлых лет, управление государственными инвестициями является неэффективным, а правительство склонно ориентироваться на крупные и «громкие» капитальные проекты, которые не всегда способствуют увеличению производственного потенциала российской экономики.
- Мы по-прежнему полагаем, что приоритетами для власти будут фискальная консолидация (посредством соблюдения строгого фискального правила) и сохранение стабильности экономики, что ограничит масштабы потенциального фискального стимула роста.
- Несмотря на макроэкономическую стабильность, условия ведения бизнеса в России остаются сложными, что сдерживает рост инвестиций частного сектора. Предложение государства осуществлять руководство инвестиционными решениями частного сектора вряд ли станет шагом к формированию более благоприятной среды для ведения бизнеса и плохо согласуется с планами правительства по сокращению государственного участия в экономике. Вместе с тем мы полагаем, что перспективы совершенствования судебной системы и правоприменения остаются ограниченными, не в последнюю очередь вследствие низкой эффективности реформ прошлых лет, в том числе проведенных во время предыдущего избирательного цикла в 2012 г.

Диаграмма 1

Тенденция экономического роста и масштабы инвестиций России в сравнении с аналогичными показателями сопоставимых государств



Источник: S&P Global Ratings.

Примечание: средние темпы роста ВВП на душу населения равны средневзвешенным темпам роста подушевого ВВП в долларах США в реальном выражении за 10 лет. Показатели за предыдущий год, текущий год и прогноз на три года учитываются с весом 100%.

Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Ограничение числа крупных частных проектов

Планы правительства предусматривают крупные инвестиции в инфраструктуру транспортной и энергетической отраслей, развитие отдаленных регионов, цифровизацию и социально значимые проекты. «Комплексный план модернизации и расширения магистральной инфраструктуры на период до 2024 года» предусматривает инвестиции объемом 6 348 трлн руб. в ряд ключевых проектов транспортной инфраструктуры (автомобильные и железные дороги, а также морские порты). Государство планирует финансировать около половины расходов в рамках этих проектов (3,0 млрд руб.), остальные расходы будут возложены на компании. Общая сумма инвестиций может быть выше, так как комплексный план включает не все проекты в транспортной отрасли - в частности, в него не входит содержание железных дорог или концессия «Северный широтный ход» (236,7 млрд руб., из которых лишь около 5,4% будет финансироваться государством).

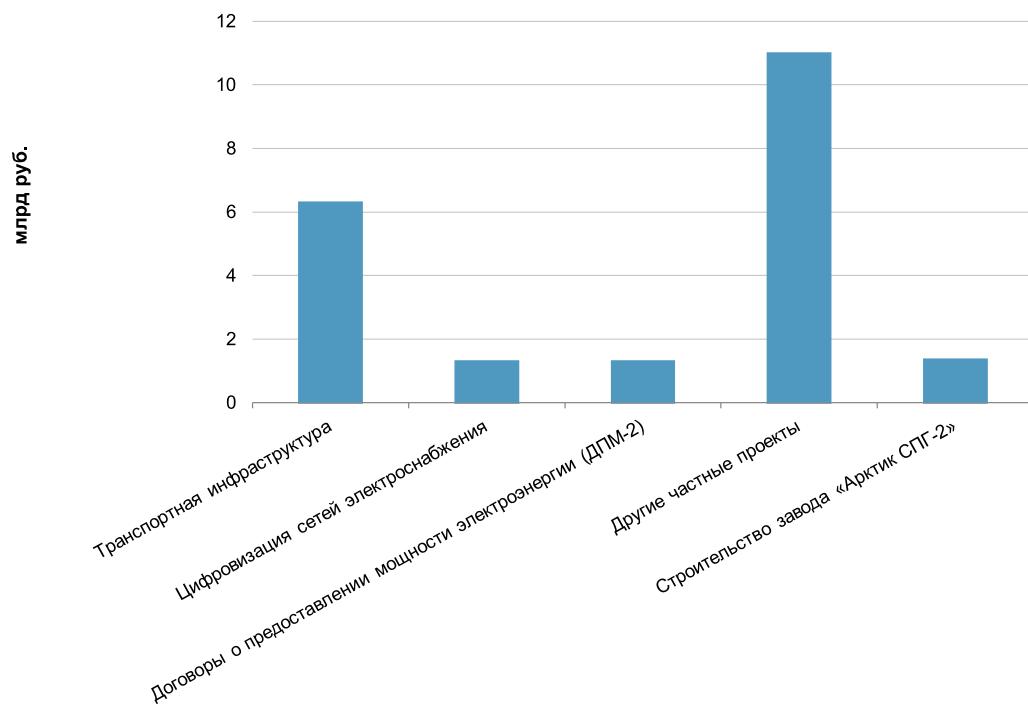
Кроме того, правительство стимулирует финансирование других связанных с инфраструктурой капитальных расходов на уровне компаний, в том числе расходов на цифровизацию сетей электроснабжения (главным образом ПАО «Россети» и его дочерних компаний; по предварительным оценкам, эти расходы составят около 1,3 трлн руб.), развитие энергоснабжения отдаленных регионов (в частности, проекты ПАО «РусГидро» на Дальнем Востоке), модернизацию электрогенерирующих активов в рамках соглашений о поставке мощности (так называемых ДПМ-2 — до 1,35 млрд руб.). В их число не входят расходы в рамках уже реализуемых проектов по строительству трех крупных экспортных газопроводов ПАО «Газпром» («Северный поток-2», «Турецкий поток» и «Сила Сибири»).

Одновременно государство выступило с другой инициативой — налог на сверхприбыль экспортно ориентированных секторов, который широко обсуждался с августа этого года. Эта идея предусматривала введение дополнительного налога на так называемую «избыточную прибыль», обусловленную ослаблением рубля. Изначально речь шла о возможном изъятии до 500 млрд руб. у 14 компаний, главным образом экспортеров, работающих в металлургии, горнодобывающей и химической промышленности, производстве минеральных удобрений. Насколько мы понимаем, идея введения дополнительного налога пока не реализована. Вместо этого правительство обратилось к указанным компаниям с просьбой инвестировать сверхприбыль в важные национальные проекты, которые не относятся к профильным направлениям бизнеса для экспортеров. К ним могут относиться инвестиции в развитие инфраструктуры, инициативы в области экологии, цифровизации, стимулирование роста несырьевого экспорта или инвестиции в здравоохранение. Компании представили государству длинный перечень капитальных проектов на общую сумму до 11 трлн руб. Тем не менее, насколько мы понимаем, список включает и проекты, которые компании будут выполнять в любом случае, и проекты, имеющие значение в первую очередь для профильной деятельности этих компаний, а не для развития национальной инфраструктуры, и далеко не все эти проекты будут действительно выполнены.

В то же время фактическое число крупных инвестиционных проектов, выполняемых в настоящее время частными компаниями, относительно невелико. Крупнейшими в этом списке являются новый газохимический комплекс ОАО «СИБУР» и новый калийный проект ПАО «ЕвроХим». Кроме того, ПАО «НОВАТЭК» продолжает выполнение крупного проекта по строительству завода СПГ в Арктике стоимостью 20 млрд долл. (однако, насколько нам известно, этот проект не включен в сумму 11 трлн руб.).

Диаграмма 2

Крупнейшие инвестиционные проекты в России



Источник: S&P Global Ratings.

Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Стресс-тест в отношении капитальных расходов: Анализ ключевых для рейтинга показателей

Поскольку размер и структура финансирования новых проектов еще не определены, мы провели стресс-тест, чтобы оценить влияние увеличения капитальных расходов, финансируемых за счет долга, на 10%, 20% и 30% на оценки SACR российских компаний, имеющих рейтинги S&P Global Ratings. Для теста мы выбрали восемь частных компаний-экспортеров (ПАО «ГМК "Норильский никель"», ЕВРАЗ, ПАО «Металлоинвест», ПАО «Северсталь», ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат» (НЛМК), ПАО «Полюс», ПАО «ФосАгро» и ПАО «Уралкалий»), одну компанию-экспортера, контролируемую государством (ПАО «Газпром»), и четыре энергетических и инфраструктурных компаний (ОАО «Российские железные дороги» (РЖД), ПАО «Россети», ПАО «РусГидро» и ПАО «Ростелеком»). Мы проанализировали прогнозируемые показатели компаний в 2019-2021 гг., включая размер капитальных расходов, отношение «денежный поток от операционной деятельности до изменений оборотного капитала (funds from operations — FFO) / долг», показатели свободного денежного потока от операционной деятельности (free operating cash flow — FOCF) и динамику будущих долговых обязательств.

Наши прогноз включает следующие основные допущения.

- Единственным изменением является увеличение капитальных расходов, которые при этом финансируются преимущественно за счет долга. Поскольку конкретные проекты пока не одобрены,

мы уделяем основное внимание общему увеличению капитальных расходов относительно уровня, предусмотренного нашим базовым сценарием. Мы не предполагаем каких-либо корректировок дивидендной политики, за исключением случаев, когда дивидендные выплаты привязаны к величине FOCF и корректируются автоматически.

- Мы не прогнозируем доходы от капиталовложений в 2019-2021 гг., поскольку рассматриваемые проекты в основном носят долгосрочный характер.
- Мы не предполагаем ухудшения ликвидности, т. е. исходим из допущения о том, что компании обеспечат долгосрочное финансирование до начала выполнения новых капитальных проектов.

Результаты стресс-теста свидетельствуют о значительной устойчивости компаний к потенциальному повышению капитальных расходов

В рамках нашего стресс-теста профиля финансовых рисков большинства компаний остаются без изменений. Однако увеличение капитальных расходов ограничивает потенциальное улучшение финансовых показателей и характеристик собственной кредитоспособности компаний. Наш базовый сценарий предусматривает улучшение финансовых показателей, которое не произойдет в случае роста капитальных расходов.

Большинство крупных российских компаний сделали выводы после двух недавних финансовых кризисов и выработали финансовую политику, направленную на поддержание контролируемого уровня долговой нагрузки и стабильной ликвидности посредством гибких капитальных расходов и дивидендных выплат. В 2016-2017 гг., когда в России возобновился экономический рост и когда «керри-трейд» (carry trade) и стабилизация режима санкций предоставили возможности рефинансирования долговых обязательств на международных финансовых рынках, многие российские компании смогли увеличить прибыль, аккумулировать значительные запасы денежных средств и рефинансировать долг. Если бы эти тенденции сохранились, они могли бы привести к дальнейшему улучшению характеристик собственной кредитоспособности компаний при отсутствии дополнительного роста капитальных расходов.

Наши ожидания относительно получения компаниями экстраординарной государственной поддержки ограничивают вероятность понижения рейтингов некоторых компаний даже в тех случаях, когда в рамках нашего стресс-теста рост капиталовложений может обусловить ухудшение оценок SACP (см. таблицу). В настоящее время оценки SACP большинства российских ОСГ находятся в категории «bb», а медианное значение рейтингов («BBB-») включает лишь ограниченную надбавку за счет поддержки со стороны государства (одну или две ступени). Среди рассматриваемых нами компаний ЕВРАЗ, ПАО «Ростелеком», ПАО «ФосАгро» и ПАО «Металлоинвест» являются наиболее чувствительными к увеличению капитальных расходов, поскольку наш тест не предполагает сокращения дивидендов, прогнозируемых в нашем базовом сценарии. Показатели РЖД и ПАО «Россети» могут снизиться, но наши ожидания экстраординарной государственной поддержки компенсируют давление на рейтинги этих компаний. Увеличение капитальных расходов может ограничить возможность повышения оценок SACP ПАО «РусГидро» и РЖД. Для таких экспортёров, как ПАО «Газпром», НЛМК, ПАО «Северсталь», ПАО «Полюс», ПАО «ГМК "Норильский никель"» и ПАО «Уралкалий», влияние роста капитальных расходов нивелируется благоприятными ценами на сырье. Это увеличивает денежные потоки этих компаний и тем самым обуславливает повышение ключевых показателей кредитоспособности. Кроме того, мы полагаем, что в некоторых случаях гибкая дивидендная политика, предусматривающая зависимость дивидендов от величины FOCF (НЛМК, ПАО «Северсталь») или уровня долга (ПАО «ГМК "Норильский никель"»), останется без изменений.

Уязвимость российских компаний для увеличения капитальных расходов

Россети	Рейтинг	BBB-	Низкая
	SACP	bb	Низкая
РусГидро	Рейтинг	BBB-	Низкая
	SACP	bb+	Низкая
Ростелеком	Рейтинг	BB+	Высокая
	SACP	bb+	Высокая
РЖД	Рейтинг	BBB-	Низкая
	SACP	bb+	Средняя
Газпром*	Рейтинг	BBB	Низкая
	SACP	bbb-	Низкая
ФосАгро	Рейтинг	BBB-	Высокая
	SACP	bbb-	Высокая
Норникель	Рейтинг	BBB-	Средняя
	SACP	bbb-	Средняя
Евраз	Рейтинг	BB	Высокая
	SACP	bb	Высокая
Металлоинвест	Рейтинг	BB	Высокая
	SACP	bb	Высокая
НЛМК	Рейтинг	BBB-	Низкая
	SACP	bbb-	Низкая
Северсталь	Рейтинг	BBB-	Низкая
	SACP	bbb-	Низкая
Полюс	Рейтинг	BB-	Низкая
	SACP	bb-	Низкая
Уралкалий	Рейтинг	BB-	Средняя
	SACP	bb-	Средняя

*Мы приводим рейтинг «Газпрома» по обязательствам в национальной валюте. Рейтинг компании по обязательствам в иностранной валюте –«BBB-». SACP–stand-alone credit profile–оценка характеристик собственной кредитоспособности. Источник: S&P Global Ratings.

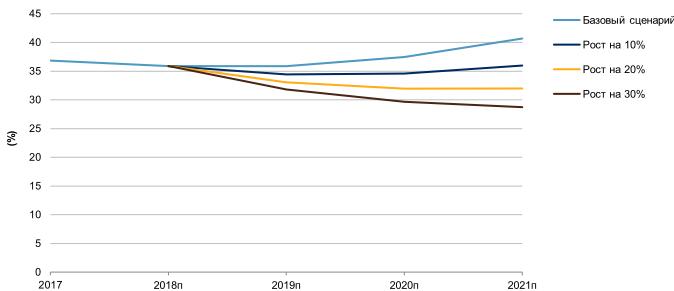
Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

В рамках нашего базового сценария мы полагаем, что среднее отношение «FFO / долг» российских инфраструктурных компаний увеличится примерно с 35% в 2018 г. до более чем 40%. При увеличении капитальных расходов на 10% этот показатель останется относительно стабильным, при увеличении капитальных расходов на 30% среднее значение показателя снизится до уровня чуть менее 30% (см. диаграмму 3). В таких условиях потенциальное давление на оценку SACP, скорее всего, будет компенсировано увеличением государственной поддержки. В случае компаний-экспортеров мы ожидаем рекордно высокого среднего значения отношения «FFO / долг» в 2018 г. в связи с высокими ценами на сырьевые товары и слабым курсом рубля (см. диаграмму 4). Даже при увеличении капитальных расходов таких компаний на 30% медианное значение показателя останется на высоком уровне — более 60%.

Как инвестиционные планы России повлияют на экономический рост и кредитоспособность компаний?

Диаграмма 3

Российские инфраструктурные компании: Показатель "FFO / долг" в рамках стресс-теста, предусматривающего увеличение капитальных расходов на 10%, 20% и 30%

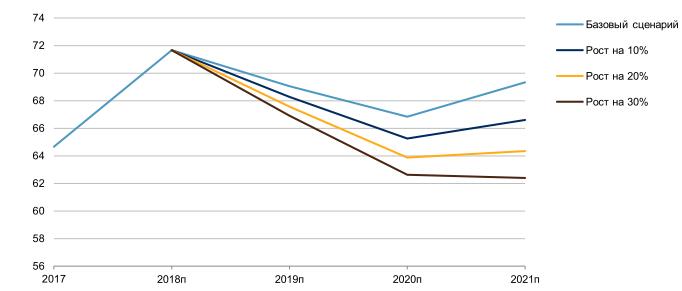


FFO (funds from operations) -- денежный поток от операционной деятельности до изменений оборотного капитала, П - прогноз. Источник: S&P Global Ratings.

Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Диаграмма 4

Российские компании-экспортеры: Показатель "FFO / долг" в рамках стресс-теста, предусматривающего увеличение капитальных расходов на 10%, 20%, 30%



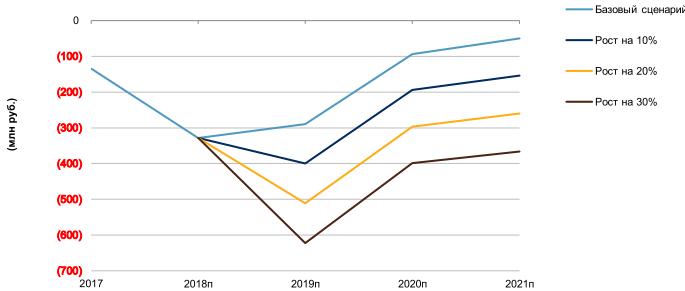
FFO (funds from operations) - денежный поток от операционной деятельности до изменений оборотного капитала, П - прогноз. Источник: S&P Global Ratings.

Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

В рамках нашего стресс-теста увеличение капитальных расходов обусловит значительную отрицательную величину денежного потока от операционной деятельности, генерируемого инфраструктурными компаниями, особенно в 2019 г. (см. диаграмму 5). Тем не менее фактическое снижение может быть не столь значительным, поскольку многие инфраструктурные компании, связанные с государством, как правило, закладывают высокие капитальные расходы в краткосрочный инвестиционный бюджет, но затем переносят их на последующие годы. В целом значение FOCF компаний-экспортеров останется положительным даже при увеличении капитальных расходов на 30% (см. диаграмму 6). Ожидаемый минимум в 2019 г. обусловлен завершением ПАО «Газпром» нескольких крупных проектов.

Диаграмма 5

Российские инфраструктурные компании: Показатели FOCF в рамках стресс-теста, предусматривающего увеличение капитальных расходов на 10%, 20% и 30%

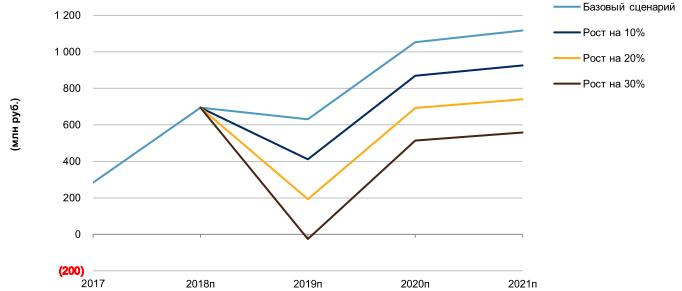


FOCF (free operating cash flow) -- свободный денежный поток от операционной деятельности. П - прогноз. Источник: S&P Global Ratings.

Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Диаграмма 6

Российские компании-экспортеры: Показатель "FFO / долг" в рамках стресс-теста, предусматривающего увеличение капитальных расходов на 10%, 20% и 30%



FFO (funds from operations) - денежный поток от операционной деятельности до изменений оборотного капитала. Источник: S&P Global Ratings.

Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Тем не менее увеличение капитальных расходов может ухудшить оценки SACR и рейтинги, если возникнут проблемы с ликвидностью. В сценарии, предусматривающем рост капитальных расходов на 30%, компаниям из нашей выборки, имеющим рейтинги S&P Global Ratings, потребуется привлечь более 2,5 трлн руб. дополнительного финансирования в виде долговых обязательств или собственного капитала. С начала 2018 г. рыночные и геополитические факторы ограничивали доступ российских компаний на международные финансовые рынки. Несмотря на то, что Центральный банк Российской Федерации (Банк России) снизил ограничение на размер максимального кредита одному клиенту, российская банковская система по-прежнему характеризуется высоким уровнем концентрации на

крупнейших корпоративных заемщиках, что потенциально повышает риски в случае, если у кого-либо из этих заемщиков возникнут трудности. Вместе с тем мы полагаем, что финансирование рассматриваемых в настоящее время проектов по силам российской банковской системе (объем банковских кредитов корпоративным заемщикам составляет 32,7 трлн руб. по состоянию на октябрь 2018 г.).

Инфраструктурные компании

- ПАО «Россети». В нашем рейтинге ПАО «Россети» уже учитывается потенциальное увеличение капитальных расходов на 10-20% по сравнению с текущим уровнем. Даже если капитальные расходы компании увеличатся на 30% и будут полностью финансироваться за счет долга, но при этом показатели ликвидности останутся адекватными, отношение «FFO / долг» снизится с ожидаемого нами в настоящее время уровня 30-35% до 20-30%. Пороговое значение для понижения рейтинга — 20%.
- ПАО «РусГидро». Компания демонстрирует значительную устойчивость к увеличению капитальных расходов и показатель ее долговой нагрузки остается в диапазоне 35-40%, соответствующем нашей оценке SACP на уровне «bb+». Даже если отношение «FFO / долг» снизится до менее чем 35%, а оценка SACP — до «bb», высокая, по нашему мнению, вероятность получения поддержки со стороны государства обусловит сохранение рейтинга на текущем уровне. Мы не ожидаем, что показатель долговой нагрузки ПАО «РусГидро» снизится до уровня ниже 20%, что соответствует оценке SACP на уровне «bb-», даже в случае повышения капитальных расходов на 30%. И ПАО «Россети», и ПАО «РусГидро» продали принадлежавшие им пакеты акций ПАО «ИнтерРАО» в 2018 г., но решения об использовании поступлений от продажи пока нет. Эти поступления могут увеличить финансовые запасы в случае дополнительных капитальных расходов.
- РЖД. В нашем базовом сценарии уже учитывается программа увеличения капитальных расходов на 2018 г. и последующие годы, что в настоящее время ограничивает оценку SACP на уровне «bb+» и рейтинг по обязательствам в национальной валюте на уровне «BBB-». Мы прогнозируем отношение «FFO / долг» в диапазоне 20-30%, отмечая снижение этого показателя с 33% в 2017 г., в связи с крупными инвестициями, в частности в развитие БАМа и Транссиба. В случае дополнительного увеличения капитальных расходов на 30% отношение «FFO / долг» может снизиться до уровня менее 20%, и оценка SACP может оказаться под давлением. Мы полагаем, что политика РЖД направлена на обеспечение гибкости капитальных расходов в зависимости от ряда факторов, в том числе от наличия государственного финансирования в рамках проектов, выполняемых по инициативе государства. Тем не менее, с учетом чрезвычайно высокой, по нашему мнению, вероятности получения поддержки со стороны государства, понижение рейтинга может произойти лишь в случае понижения оценки SACP до «b+», что маловероятно даже при условии повышения капитальных расходов на 30%.
- ПАО «Ростелеком». В сценарии повышения капитальных расходов показатель «долг / EBITDA» ПАО «Ростелеком» может приблизиться к 2,5x, а отношение «FOCF / долг» — составить менее 5%, что обусловит давление на рейтинг, если увеличение капитальных расходов не будет компенсировано увеличением EBITDA, поступающей от новых активов, или проведением взвешенной финансовой политики.

Компании-экспортеры

- ПАО «Газпром». Благоприятные цены на газ позволяют компании поддерживать отношение «FFO / долг» на уровне выше 40%, что соответствует нашим ожиданиям относительно оценки SACP на уровне «bbb-». Мы отмечаем, что отношение «FFO / долг» составляет значительно более 30% — значения, соответствующего оценке SACP на уровне «bb+» и рейтингу по обязательствам в национальной валюте на уровне «BBB».
- НЛМК и ПАО «Северсталь». Обе компании имеют минимальную долговую нагрузку и генерируют

высокие денежные потоки благодаря благоприятным ценам на рынке стали, низким затратам, завершенным капиталовложениям в модернизацию и повышению эффективности операционной деятельности. Кроме того, дивидендная политика, предусматривающая зависимость дивидендных выплат от показателей FOCF, предполагает сокращение выплат акционерам в случае увеличения капиталовложений. В целом обе компании, по нашему мнению, способны абсорбировать даже более чем 30%-ный рост капитальных расходов, прежде чем возникнет риск несоответствия фактического значения отношения «FFO / долг» уровню, предусмотренному для рейтингов «BBB-» (60%).

- ЕВРАЗ. Недавно компания уже объявила о значительном увеличении капитальных расходов — до 830-990 млн долл. в год начиная с 2019 г. (в сравнении с 640-660 млн долл. в 2018 г.). «Позитивный» прогноз по рейтингу компании определяется нашим допущением о том, что показатели ЕВРАЗа могут быть лучше, чем предусмотрено в нашем сценарии, если благоприятные цены на сталь и спрос в России сохранятся в течение более длительного времени, чем мы ожидаем, в результате чего отношение «FFO / долг» будет устойчиво составлять более 45%. Поскольку мы не учитываем дивидендные выплаты в рамках нашего теста, увеличение капитальных расходов может повлиять на перспективы потенциального улучшения показателей, в частности, отношение «FFO / долг» компании может остаться в диапазоне 35-40%, в то время как порог для повышения рейтингов - 45%.
- ПАО «Металлоинвест». Наряду с преимуществами, связанными с высокими ценами на железную руду и ростом премий за повышенное содержание железа, мы принимаем во внимание крупную инвестиционную программу и практику значительных выплат акционерам компании. В то же время, если для целей теста мы допускаем неизменные дивиденды на уровне 600-900 млн долл. в год, то рост капитальных расходов до 30% может оказывать давление на рейтинг, поскольку отношение «FFO / долг» снизится до уровня менее 30% — порогового значения для рейтинга «ВВ».
- ПАО «ГМК "Норильский никель"». Наш базовый сценарий учитывает официальную гибкую дивидендную политику, предусматривающую минимальный уровень дивидендов в размере 1 млрд долл. в год и привязку выплат к уровню долговой нагрузки; в качестве дивидендов распределяется 60% EBITDA при отношении «долг / EBITDA» ниже 1,8x, и выплаты постепенно сокращаются до 30% EBITDA, когда отношение «долг / EBITDA» приближается к 2,2x. Такая гибкость оказывает позитивное влияние на рейтинг ПАО «ГМК "Норильский никель"», но компания имеет значительные потребности в капиталовложениях в несколько важных проектов, связанных с природоохранной деятельностью, модернизацией основных активов и расширением бизнеса, и мы считаем эти потребности менее гибкими. Поэтому в условиях теста, предусматривающих рост капитальных расходов на 30%, отношение «долг / EBITDA» может достичь 2,0x (даже в условиях сокращения дивидендов), но не ранее 2021 г.
- ПАО «Полюс». Принимая во внимание ввод в эксплуатацию Наталкинского месторождения, рост объема добычи и низкие издержки, мы ожидаем высоких показателей денежного потока, способных поддержать характеристики кредитоспособности: отношение «FFO / долг» превышает 30% в сценариях увеличения капитальных расходов на 10%, 20% и 30%.
- ПАО «ФосАгро». Наш базовый сценарий определяется допущением о снижении долговой нагрузки компании начиная с 2018 г. благодаря благоприятным ценовым условиям и ослаблению курса рубля, однако «Негативный» прогноз по рейтингу свидетельствует о том, что запас в рамках показателей невелик. Кроме того, мы учитываем тот факт, что компания прошла пиковый уровень капитальных расходов в 2017 г., поэтому увеличение капитальных расходов в рамках нашего теста замедляет процесс снижения долговой нагрузки в 2019-2021 гг., а отношение «FFO / долг» снижается до уровня менее 45% с ограниченным потенциалом восстановления, что оказывает давление на рейтинг «BBB-».
- ПАО «Уралкалий». Мы полагаем, что восстановление цен на калий на фоне умеренных капитальных расходов и невысоких выплат акционерам будет стимулировать снижение долговой нагрузки компании в 2019-2021 гг. Вместе с тем, согласно нашим расчетам, показатели FOCF и дискреционного денежного потока (величина FOCF за вычетом дивидендов) останутся высокими в эти годы даже с учетом увеличения капитальных расходов на 10-30%.

Новые инфраструктурные проекты – еще не решенное дело

У многих российских коммунальных и инфраструктурных компаний, связанных с государством, традиционно существуют крупные предварительно одобренные бюджеты капитальных расходов, но фактический объем капитальных расходов, как правило, существенно ниже. В частности, капитальные расходы ПАО «РусГидро» постоянно ниже первоначального бюджета на 20-30%. Поскольку вливания капитала со стороны правительства были получены позже, чем ожидалось, РЖД перенесло сроки модернизации Байкало-Амурской и Транссибирской магистралей с 2017 г. на 2019 г. и сосредоточилось на выполнении целевого показателя по объему перевозок, инвестируя средства в меньшем объеме, чем было изначально запланировано.

Мы полагаем, что задержки выполнения новых проектов возможны по следующим основным причинам.

- Процесс согласования является длительным и сложным. Например, получение государственного финансирования требует разработки сложных бизнес-планов. Многие проекты (в частности, цифровизация сетей электроснабжения) находятся на самых ранних этапах, на которых объем работ, структура и затраты проектов еще не определены.
- Некоторые компании могли включить в список проекты, реализацию которых они уже запланировали, другие, вероятно, отложат выполнение своих проектов, чтобы сосредоточиться на уже согласованных. В частности, ПАО «РусГидро» финансирует капиталовложения в генерацию электроэнергии на Дальнем Востоке — проект, который уже является частью плана стратегического развития компании. В то же время совместный проект ПАО «РусГидро» и РУСАЛа по строительству Богучанского алюминиевого завода вряд ли будет выполняться в краткосрочной перспективе.
- Спрос на многие проекты является неопределенным, в частности, он зависит от разработки новых месторождений в отдаленных регионах. Условием некоторых проектов является наличие спроса или финансирования — строительство железнодорожного моста на Сахалин (по оценкам, расходы составят 540 млрд руб.) или автодороги «Меридиан», связывающей Казахстан и Беларусь (стоимость составит, по оценкам, 500 млрд руб.).
- Ограничения, связанные с управлением и импортозамещением. Крупными проектами, особенно в отдаленных регионах, трудно управлять. Кроме того, учитывая риски, обусловленные санкциями, правительство хочет, чтобы в новых проектах использовались российское оборудование и технологии. Значимость связанных с этим вопросов безопасности представляется нам очевидной. Например, после того как в отношении Виктора Вексельберга, контролирующего акционера крупной электрогенерирующей компании ПАО «Т Плюс» (нет рейтинга S&P Global Ratings), были введены санкции в апреле 2018 г., было неясно, смогут ли иностранные поставщики обслуживать ее оборудование. Однако сотрудничество с небольшим числом поставщиков, часть которых тоже находится под действием различных санкций (например, ОАО «Силовые машины» или ПАО «Ростехнологии»), может еще больше осложнить управление проектом. Кроме того, в проекте могут быть вынужденно использованы традиционные технологии, если доступ к новым технологиям ограничен санкциями, или если соображения безопасности поставок превалируют над вопросами технической эффективности. В частности, модернизация мощностей в электроэнергетике в рамках ДПМ-2 основана на традиционных технологиях теплогенерации, поставляемых российскими компаниями.
- Задержки финансирования, в том числе государственного финансирования, и неустойчивый доступ на международные рынки капитала в контексте санкций и смены экономического цикла. Из 6,3 трлн руб. инвестиций в транспортную инфраструктуру, запланированных государством, 3,1 трлн руб. (или 49%) должны финансироваться из государственного бюджета, но лишь 1,6 трлн руб. (25%) предусмотрены существующим бюджетом, хотя по-прежнему требуют решений в индивидуальном порядке. Остальная часть государственного финансирования (1,5 трлн руб., или 24% общего объема) еще не подтверждена (см. диаграмму 7).

Диаграмма 7

Комплексный план развития магистральной транспортной инфраструктуры: Источники финансирования

- Федеральный бюджет - предусмотрено предельными значениями
- Федеральный бюджет - дополнительные потребности
- Региональные бюджеты
- Финансирование компаний



Copyright © 2018 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Компании-экспортеры стоят на своем

У российских нефтегазовых компаний есть ряд проектов, в которые они инвестируют в настоящее время, однако очень немногие из этих проектов будут выполняться после 2021 г. Российские производители стали в основном завершили запланированные капиталовложения и сосредоточились на небольших текущих проектах. Поэтому неудивительно, что основная часть проектов объемом 11 трлн руб., представленных компаниями правительству, включает профильные инвестиции, которые уже учтены в инвестиционных программах компаний на ближайшие 8-10 лет. Насколько мы понимаем, большинство экспортеров, вероятнее всего, будут придерживаться принципа «что хорошо для нас, то хорошо для страны» и постараются доказать правительству, что инвестиции, которые они все равно включили бы в свои планы, окажут позитивное влияние на экономику, занятость и экологию регионов.

Число крупных инвестиционных проектов, выполняемых частными российскими компаниями, невелико. Крупнейшим проектом является строительство завода «Ямал СПГ» компанией ПАО «НОВАТЭК», стоимость которого оценивается почти в 30 млрд долл. Это редкий пример российского проекта, выполняемого в срок и в соответствии с бюджетом, и компания рассматривает возможность реализации новых проектов по производству СПГ, в частности «Арктик СПГ-2». Другой пример - завершение строительства нефтехимического комплекса «СИБУРа» в Западной Сибири; общая стоимость проекта составляет около 5,5 млрд долл. Компания рассматривает возможность строительства аналогичного комплекса стоимостью около 7 млрд долл. на Дальнем Востоке. ПАО

«ЕвроХим» продолжает капиталовложения в два проекта по производству калия — Усольский калийный комбинат и ООО «ЕвроХим — ВолгаКалий», общая стоимость которых равна 6-7 млрд долл. Для ПАО «Газпром» в нашем базовом сценарии мы прогнозируем пик капитальных расходов в 2019 г., когда компания завершает несколько крупных проектов, в числе которых «Сила Сибири», «Северный поток-2» и «Турецкий поток». После этого ПАО «Газпром» (а также правительство страны, являющееся контролирующим акционером) будет решать, как лучше использовать значительный денежный поток от операционной деятельности: для финансирования дополнительных проектов (например, «Сила Сибири-2» и «Балтийский СПГ») или для увеличения дивидендов. Насколько мы понимаем, инвестиции в социально значимые проекты, в том числе в инфраструктуру газовой отрасли, в любом случае являются обязанностью компании.

Оставшаяся часть рассматриваемых проектов делится на две категории: «хорошо бы выполнить» и непрофильные. Реализация проектов первого типа более вероятна, если правительство предоставит поддержку, например в форме стабильного режима регулирования и налоговых льгот. Проекты второго типа в настоящий момент находятся в стадии обсуждения. Они относятся к сферам здравоохранения, цифровизации и экологии - последние особенно важны для многих российских металлургических и горнодобывающих компаний: ПАО «ГМК "Норильский никель"» инвестирует значительные средства в сокращение выбросов соединений серы, аналогичные экологические программы включены в список ЕВРАЗа, ПАО «Металлоинвест», НЛМК и ПАО «Северсталь».

Основной вопрос заключается в том, заставит ли правительство экспортно ориентированные частные компании инвестировать в проекты с неопределенной перспективой отдачи. Мы полагаем, что правительство может обратиться по крайней мере к некоторым экспортёрам с просьбой принять участие в финансировании инфраструктуры в отдаленных районах, где они работают. Так, ПАО «Россети» реализует долгосрочный проект стоимостью 14 млрд руб., в рамках которого ПАО «ГМК "Норильский никель"» финансирует часть расходов на строительство линии электропередачи в Восточной Сибири для Быстринского горнообогатительного комбината. Насколько мы понимаем, ПАО «Газпром» может инвестировать в собственную железную дорогу, которая будет связана с «Северным широтным ходом».

Мы не считаем, что правительство возложит на компании, имеющие наши рейтинги, обязательство финансировать крупные инфраструктурные проекты, которые не принесут им непосредственной выгоды. Вместе с тем мы не можем полностью исключать возможности того, что государство может оказывать такое давление на олигархов — собственников рейтингуемых компаний или на банки, связанных с государством.

Основные источники финансирования инфраструктуры — косвенные

Мы ожидаем, что компании-экспортёры и инфраструктурные компании будут привлекать долг для финансирования предполагаемого увеличения капитальных расходов и попробуют перенести хотя бы часть этих расходов за баланс, на совместные предприятия. По нашему мнению, потенциальное увеличение капитальных расходов, вероятнее всего, будет финансироваться за счет установления долгосрочных тарифов, сокращения дивидендных выплат, стабильного режима налогообложения, а не за счет государственного финансирования. Ранее, когда российское правительство уже пыталось поддержать экономику в период рецессии при помощи инвестиций в развитие инфраструктуры, фактическое финансирование со стороны государства быстро прекратилось в 2016-2017 гг., когда показатели денежного потока компаний улучшились. В частности, в 2015 г. ПАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы» (ФСК ЕЭС) выпустило долгосрочные инфраструктурные облигации, но не получило вливаний капитала для электрификации Байкало-Амурской и Транссибирской магистралей. Вместо этого компания получила значительную плату за присоединение от крупных новых ГЭС и АЭС с рассрочкой платежей и с процентной ставкой 6%.

Наши выводы поддерживаются следующими факторами. Во-первых, правительство рассматривает возможность установления тарифов для ПАО «Россети» и РЖД на 10 лет, чтобы при следующем ежегодном пересмотре тарифов компании не потеряли экономию, возникшую вследствие инвестиций.

Повышение предсказуемости тарифов важнее для кредитного качества, чем единовременные вливания в капитал. В целом риск политического вмешательства при установлении тарифов и частые изменения режима регулирования являются основными факторами, которые сдерживают кредитное качество российских регулируемых энергоснабжающих компаний. Насколько мы понимаем, российское правительство требует от ОСГ выплачивать дивиденды в размере 50% чистой прибыли (намного ниже текущих уровней), при этом позволяя многим ОСГ платить меньше в связи с высокими капитальными расходами. В частности, ПАО «Газпром» выплачивает дивиденды в размере, гораздо меньшем, чем 50% чистой прибыли, а РЖД планирует сократить свои умеренные дивидендные выплаты в период высоких капитальных расходов. Многие частные компании-экспортеры привязывают размер дивидендных отчислений к величине генерируемого FOCF.

Во-вторых, совместные предприятия и государственно-частные партнерства могут способствовать снижению влияния некоторых проектов на балансовые показатели компаний. Проект по строительству железной дороги «Северный широтный ход», общая стоимость которого, по оценкам, составляет 236 млрд руб., будет выполняться в рамках концессионного соглашения совместным предприятием с участием контролируемой государством РЖД и частных инвесторов (в пропорции 49,9% : 50,1%). Насколько мы понимаем, частных инвесторов, вероятнее всего, пригласят принять участие в строительстве моста на Сахалин. Даже если проекты не консолидируются в отчетности по МСФО, мы будем анализировать стратегию компаний и экономические стимулы для предоставления поддержки и можем внести корректировки в показатели, указанные в отчетности, чтобы при необходимости смоделировать полную или частичную консолидацию.

И, наконец, ключевым фактором является стабильность режима налогообложения, необходимая для выполнения «специальных инвестиционных контрактов», благодаря чему можно будет зафиксировать режим налогообложения на срок действия контракта и, возможно, предложить дополнительные льготы инвесторам. С учетом поправок 2018 г. специальные инвестиционные контракты могут применяться в отношении проектов, выполнение которых уже началось, если они соответствуют определенным критериям.

ПЕРЕВОД ТОЛЬКО В ИНФОРМАЦИОННЫХ ЦЕЛЯХ. Данный перевод предоставляется в целях более точного и полного понимания нашего отчета на английском языке, опубликованного на наших сайтах <http://www.capitaliq.com> и <http://www.standardandpoors.com>, и только в информационно-справочных целях.

Настоящая статья не содержит сообщения о рейтинговом действии.

Контакты

ВЕДУЩИЙ КРЕДИТНЫЙ АНАЛИТИК

Елена Ананькина
Москва
(7) 495-783-4130
elena.anankina@spglobal.com

ВТОРЫЕ КРЕДИТНЫЕ АНАЛИТИКИ

Сергей Горин
Москва
(7) 495-783-4132
sergei.gorin@spglobal.com

ВТОРЫЕ КРЕДИТНЫЕ АНАЛИТИКИ

Карен Вартапетов
Франкфурт
(49) 69-33-999-225
karen.vartapetov@spglobal.com

ВТОРЫЕ КРЕДИТНЫЕ АНАЛИТИКИ

Александр Грязнов
Москва
(7) 495-783-4109
alexander.griaznov@spglobal.com

АССИСТЕНТЫ АНАЛИТИКА

Илья Тафинцев
Москва

АССИСТЕНТЫ АНАЛИТИКА

Игорь Голубничий
Москва

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ КОНТАКТЫ

Infrastructure Finance Ratings Europe
InfrastructureEurope@spglobal.com

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ КОНТАКТЫ

Industrial Ratings Europe
Corporate_Admin_London@spglobal.com

Copyright © 2018. S&P Global Market Intelligence. Все права защищены.

Модификация, обратная разработка, воспроизведение или распространение контента (в том числе рейтингов, результатов кредитного анализа и данных о кредитоспособности, оценок, моделей, компьютерных программ и иных приложений и выходных данных, полученных на основе Контента) полностью или частично — в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было способами, а также его хранение в базах данных и поисковых системах без предварительно полученного письменного разрешения S&P Global Market Intelligence или его аффилированных лиц (вместе — S&P Global) запрещены. Незаконное или несанкционированное использование Контента запрещено. Компания S&P Global и независимые провайдеры, а также их директора, должностные лица, акционеры, сотрудники или агенты (далее — «Стороны S&P Global») не гарантируют точность, полноту, своевременность и пригодность Контента. Стороны S&P Global не несут ответственности ни за какие ошибки или упущения (по неосторожности и других обстоятельствах) независимо от их причины, за последствия использования Контента, а также за защиту и хранение данных, введенных пользователем. Контент предоставляется на условиях «как есть». СТОРОНЫ S&P GLOBAL НЕ ДАЮТ НИКАКИХ ВЫРАЖЕННЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, В ЧАСТНОСТИ (НО НЕ ТОЛЬКО) ГАРАНТИЙ СООТВЕТСТВИЯ НАЗНАЧЕНИЮ ИЛИ ПРИГОДНОСТИ К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ В КАКИХ-ЛИБО ИНЫХ ЦЕЛЯХ, ГАРАНТИЙ ОТСУТСТВИЯ ПРОГРАММНЫХ ОШИБОК И ДЕФЕКТОВ, ГАРАНТИЙ БЕСПРЕБОЙНОЙ РАБОТЫ КОНТЕНТА И ЕГО СОВМЕСТИМОСТИ С ЛЮБЫМИ НАБОРАМИ АППАРАТНЫХ ИЛИ ПРОГРАММНЫХ УСТАНОВОК. Стороны S&P Global ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные, случайные, присуждаемые в порядке наказания, компенсаторные, штрафные, определяемые особыми обстоятельствами дела убытков и издержек, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущененный доход, упущенную выгоду и скрытые издержки или убытки, причиненные по неосторожности), связанные с каким бы то ни было использованием Контента, — даже будучи предупрежденными о возможности таких последствий.

Результаты кредитного анализа и других видов анализа, включая рейтинги и утверждения, содержащиеся в Контенте, представляют собой мнения, причем мнения на дату их выражения, и не являются констатацией факта. Мнения S&P Global Market Intelligence, исследования, и подтверждения рейтинга (описанные ниже) не являются рекомендацией покупать, удерживать до погашения или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения и не касаются вопроса пригодности той или иной ценной бумаги. S&P Global Market Intelligence не обязуется обновлять Контент после публикации в той или иной форме (том или ином формате). Полагаться на Контент не следует, поскольку он не может заменить собой знания, способность суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных и иных бизнес-решений. S&P Global Market Intelligence не выполняет функции фидуциария или инвестиционного консультанта, за исключением случаев регистрации в качестве такового. S&P Global Market Intelligence получает информацию из источников, являющихся, по его мнению, надежными, но не проводит аудит и не берет на себя обязанность по проведению всесторонней проверки или независимой верификации получаемой информации. Материалы, имеющие отношение к кредитным рейтингам, включая периодические обоснования кредитных рейтингов и соответствующие полные отчеты (но не только эти виды публикаций), могут публиковаться по разным причинам, необязательно зависящим от действий Рейтингового комитета.

Некоторые виды деятельности бизнес-подразделений S&P Global осуществляются раздельно для обеспечения их независимости и объективности. Поэтому одни бизнес-подразделения S&P Global могут располагать информацией, которой нет у других бизнес-подразделений. В S&P Global действуют правила и процедуры, предназначенные для обеспечения конфиденциальности определенной непубличной информации, получаемой в ходе каждого аналитического процесса.

S&P Global Ratings не принимает какого-либо участия в подготовке и создании кредитных оценок S&P Global Market Intelligence. Для различения моделей кредитных оценок вероятности дефолта S&P Global Market Intelligence от кредитных рейтингов, присваиваемых S&P Global Ratings, используется буквенное обозначение в нижнем регистре.

S&P Global может получать вознаграждение за присвоение рейтингов и определенные виды кредитного анализа. Как правило, оно выплачивается эмитентами или андеррайтерами ценных бумаг, а также должниками по обязательствам. S&P Global оставляет за собой право на распространение своих мнений и аналитических материалов. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P Global публикуются на веб-сайтах — www.standardandpoors.com (доступ — бесплатный), а также www.ratingsdirect.com и www.globalcreditportal.com (доступ по подписке), но могут распространяться и другими способами, в том числе через публикации S&P Global и независимых дистрибуторов. Дополнительную информацию, касающуюся стоимости рейтинговых услуг, можно получить по адресу: www.standardandpoors.com/usratingsfees.