

17 октября 2017

RSG International Ltd (ГК «КОРТРОС»)

Ведущие аналитики:

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

Евгений Обыдов, заместитель
директора
+7 (495) 139-0488
evgeny.obydov@acra-ratings.ru

Компоненты кредитного рейтинга		Вес
Отраслевой риск-профиль	Очень высокий риск	30%
Операционный риск-профиль	а	32,1%
Рыночная позиция	Средняя	
Бизнес-профиль	Сильный	
Географическая диверсификация	Очень сильная	
Корпоративное управление	Средний уровень	
Финансовый риск-профиль	bbb-	37,9%
Размер	Средний	
Рентабельность	Высокая	
Долговая нагрузка	Средняя	
Обслуживание долга	Низкое покрытие	
Ликвидность	Сильная	
Денежный поток	Средний	
ОСК	bb+	
Аналитические корректировки	0	
Финальная ОСК	bb+	
Поддержка	0	
Государственная поддержка	0	
Групповая поддержка	0	
Иностранная поддержка	0	
Кредитный рейтинг	BB+ (RU)	

Ключевые факторы
рейтинговой оценки

Отраслевой риск [RSG International Ltd](#) (далее — Компания, Группа, ГК «КОРТРОС», «КОРТРОС») оценивается как **очень высокий** в связи с выраженной цикличностью отрасли, высоким уровнем просроченной задолженности и значительным количеством компаний, допустивших дефолт на протяжении последних пяти лет. Отраслевая принадлежность является сильным ограничивающим фактором для рейтинга Компании.

Сильный операционный профиль обусловлен высокой диверсификацией портфеля проектов и очень сильной географической диверсификацией. Около 20% площадей, ввод которых в эксплуатацию запланирован в период с 2017 по 2019 год, относится к сегментам элитного жилья и жилья бизнес-класса, 80% приходится на комфорт-класс. Компания присутствует в восьми регионах. На столичные регионы (Москву, Подмосковье и Санкт-Петербург) с 2017 по 2019 год придется более 39% ввода площадей, доля Московского региона в EBITDA составляет более 50%. Бизнес характеризуется стабильной структурой сроков и условий реализации: Компании удастся продать большую часть площадей уже к моменту сдачи объекта.

Средний уровень корпоративного управления определяется адекватным уровнем стратегического управления, системы управления рисками, структуры управления и структуры Группы, а также высоким уровнем финансовой прозрачности. Компания имеет установленные долгосрочные цели, в том числе в части роста объемов ввода жилья, выхода в новые регионы, показателей долговой нагрузки, рентабельности, объема дивидендных выплат.

По мнению АКРА, существующие элементы системы управления рисками позволяют в значительной степени контролировать ключевые операционные риски ГК «КОРТРОС». Агентство отмечает низкий уровень наблюдаемых кредитных, валютных и процентных рисков. Функции финансового риск-менеджмента в Компании регламентируются со стороны группы «Ренова». Структура Группы усложнена, под каждый проект создается отдельное юридическое лицо, однако такая ситуация характерна для отрасли в целом.

Высокая рентабельность во многом обусловлена способностью Компании выполнять план продаж, а также стратегией выбора объектов застройки. Целевым ориентиром при выборе проектов с точки зрения рентабельности является IRR (внутренняя норма доходности) не ниже 30%. Особенностью деятельности Компании вне Екатеринбурга является нишевой характер выбора объектов застройки. Объекты ГК «КОРТРОС», вне зависимости от их класса, в большинстве случаев имеют уникальные конкурентные преимущества, что позволяет Группе выполнять план продаж даже в условиях неблагоприятных изменений на рынке жилья, а высокая доля объектов бизнес-класса и элитного жилья в общем объеме объектов, запланированных к вводу в эксплуатацию с 2017 по 2019 год, служит предпосылкой для роста рентабельности.

Низкие показатели обслуживания долга при средней долговой нагрузке. По итогам 2016 года отношение FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам составило 0,74х. В 2017 году АКРА ожидает роста указанного показателя до 1,13х, с 2018 по 2019 год — до 2,22–2,83х. АКРА отмечает, что при расчете данного показателя по итогам 2016 года не учитывался эффект от продажи проекта «Топ-Проджект»; с учетом поступлений от этой сделки показатель отношения FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам в 2016 году равнялся 2,38х. Отношение общего долга к FFO до чистых процентных платежей по состоянию на 31.12.2016 составило 10,69х, однако в прогнозном периоде по мере роста объемов ввода жилья Агентство ожидает снижения показателя: в 2017 году — до 5,55х, в 2018-м — до 2,81х и в 2019-м — до 2,12х. Агентство обращает внимание на то, что с учетом поступлений от продажи проекта «Топ-Проджект» отношение общего долга к FFO до чистых процентных платежей по итогам 2016 года достигло 3,32х. Вместе с тем АКРА отмечает, что благодаря значительному объему аккумулированных Компанией свободных денежных средств отношение чистого долга к FFO до чистых процентных платежей по итогам 2016 года равнялось 3,9х, или 1,21х — с учетом поступлений по сделке с «Топ-Проджект». Агентство ожидает снижения данного показателя в 2017 году до 2,58х, в 2018-м — до 1,02х и в 2019-м — до 0,71х.

Сильная ликвидность ГК «КОРТРОС» обеспечивается наличием невыбранных объемов финансовых ресурсов по открытым кредитным линиям на сумму 9,53 млрд руб., а также значительным объемом свободных денежных средств на счетах Компании. Коэффициент текущей ликвидности, по оценкам АКРА, в 2017 году составит 7,6х, в 2018-м — 8х и в 2019-м — 2,4х.

Ключевые допущения

- выполнение планов строительства и продаж в заявленные сроки;
- в расчетах АКРА были учтены строящиеся объекты и объекты, планируемые к вводу в эксплуатацию согласно текущему финансовому плану Компании, а также планируемая в 2019 году консолидация проекта «Мелькомбинат» и два новых проекта Компании, находящихся на ранней стадии планирования;
- прогнозируемый среднегодовой рост цен реализации квадратного метра в проекте «Академический» (Екатеринбург) на 3,8% в период с 2017-го по 2019-й.

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 отношения FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам выше 2,5х;
- улучшение практик корпоративного управления.

К негативному рейтинговому действию могут привести:

- падение отношения FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам ниже 1,0х;
- снижение средних цен реализации более чем на 10% к 2019 году при сохранении прогнозного темпа роста цен на строительные работы и материалы;
- существенное ухудшение доступа к внешним источникам ликвидности;
- регуляторные изменения, способные оказать существенное негативное влияние на показатели Компании.

Краткая информация о компании

ГК «КОРТРОС» — застройщик жилой недвижимости с широкой географией присутствия (восемь регионов) и высокой диверсификацией проектов по форматам: жилые комплексы комфорт-класса — 80%, бизнес-класса — 16%, элитное жилье — 4%. Компания создана в 2005 году с целью реализации в Екатеринбурге масштабного проекта «Академический» (10 млн кв. м, до 2048 года). В 2016 году Компания заняла 13-е место по объемам ввода жилых площадей среди российских девелоперов, при этом совокупный портфель проектов составляет более 9 млн кв. м. «КОРТРОС» входит в группу «Ренова», доля которой в Компании составляет 75% минус одна акция; 25% плюс одна акция Компании принадлежат президенту ГК «КОРТРОС» В. М. Голубицкому.

Факторы рейтинговой оценки

Отраслевой риск-профиль

АКРА оценивает базовый риск отрасли жилищного строительства как очень высокий в связи с ее выраженной цикличностью, высоким уровнем просроченной задолженности и значительным количеством компаний, допустивших дефолт на протяжении последних пяти лет.

Отраслевой риск-профиль оценивается как очень высокий.

В среднем по России уровень обеспеченности жильем отстает от общеевропейских показателей (39–40 кв. м на человека). АКРА ожидает, что данный фактор будет и дальше способствовать росту строительства в стране. Дополнительное влияние на динамику спроса на жилье окажут ставки по ипотеке, снижающиеся вслед за сокращением ключевой ставки ЦБ РФ.

Агентство отмечает повышенные риски для сегмента жилищного строительства в связи с прогнозируемыми низкими темпами роста располагаемых доходов населения. Тем не менее ожидаемое снижение ставок по ипотеке, напрямую связанное с политикой ЦБ РФ по сокращению ключевой ставки, будет способствовать расширению спроса в основном, массовом, сегменте рынка жилой недвижимости, в котором объекты Компании представлены наиболее широко.

Операционный риск-профиль

Рыночная позиция и географическая диверсификация

«КОРТРОС» присутствует в восьми регионах России. На текущий момент Компания реализует проекты в Екатеринбурге, Москве и Московской области, Перми, Санкт-Петербурге и Ярославле. Крупнейший проект «Академический» (общая площадь более 10 млн кв. м), не имеющий аналогов по масштабам в России и рассчитанный на период вплоть до 2048 года, Компания реализует с 2005 года

Географическая диверсификация оценивается как очень сильная.

Рыночная позиция оценивается как средняя.

Бизнес-профиль оценивается как сильный.

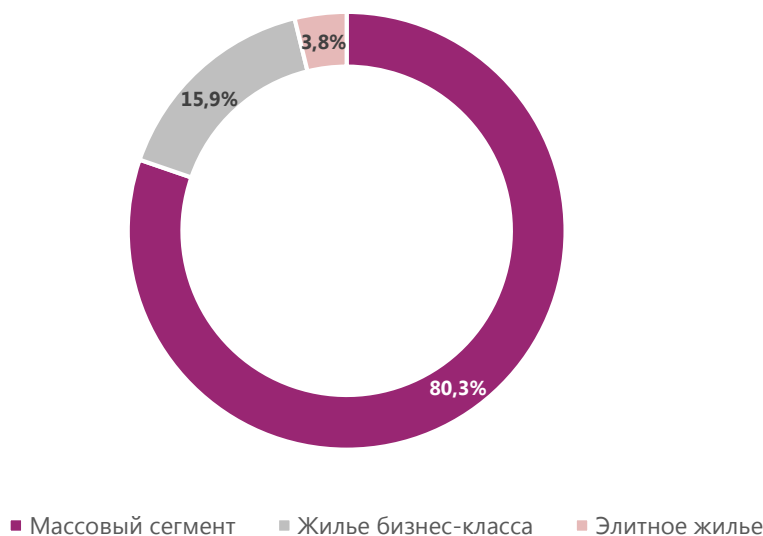
(с момента своего основания) на территории Свердловской области, в Екатеринбурге. С 2017 по 2019 год доля вводимых в Екатеринбурге площадей составит 41,6%. За аналогичный период на долю Московского региона придется 35,5% (включая проект «Мелькомбинат», консолидация которого ожидается в 2019 году), на долю Перми, Санкт-Петербурга и Ярославля — 15,4%, 3,7% и 3,5% соответственно. Географическая диверсификация, согласно методологии АКРА, характеризуется широким охватом регионов, включая премиальные (Москву и Московскую область), что позволяет оценить ее как очень высокую.

В 2016 году среди российских девелоперов Компания заняла 13-е место по объемам ввода жилых площадей. «КОРТРОС» присутствует во всех основных сегментах рынка жилищного строительства. Компания одной из первых начала работать в формате государственно-частного партнерства (проект «Академический» имеет статус экспериментального проекта комплексного развития территории; госинвестиции в строительство дорог и социальных объектов в рамках проекта с 2013 по 2016 год составили 2,4 млрд руб.).

Бизнес-профиль

На рынке современного жилищного строительства ключевым для Компании является сегмент недвижимости комфорт-класса. С 2017 по 2019 год совокупная площадь введенных в эксплуатацию объектов недвижимости составит 836 тыс. кв. м, из которых 80,3% придется на проекты комфорт-класса, 15,9% — на сегмент бизнес-класса, 3,8% — на проекты в элитном сегменте. Подобная структура позволяет Компании охватывать все потенциальные группы потребителей. АКРА оценивает диверсификацию проектов ГК «КОРТРОС» как очень высокую.

Рисунок 1. Структура ввода жилья ГК «КОРТРОС» с 2017 по 2019 год

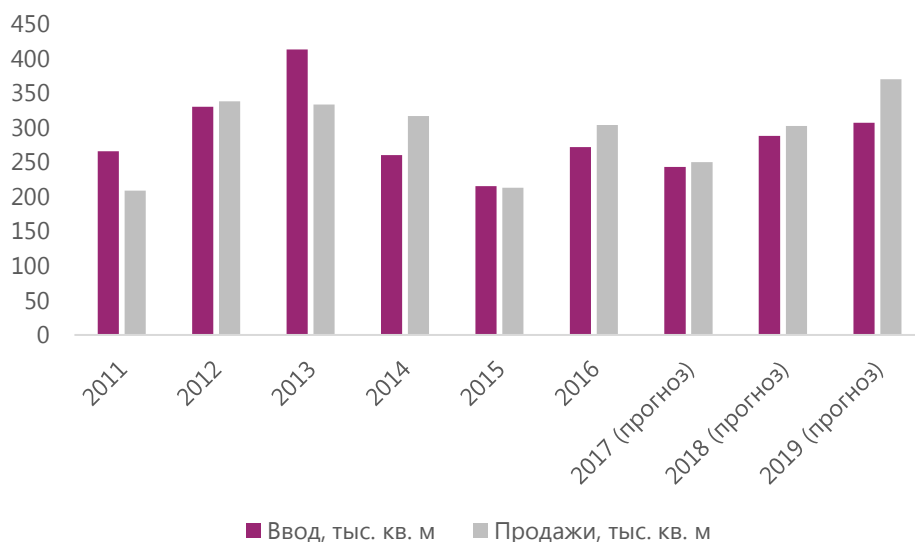


Источник: Росстат, прогноз АКРА

Особенностью деятельности Компании вне Екатеринбурга является нишевой характер выбора объектов застройки. Большинство объектов ГК «КОРТРОС», вне зависимости от их класса, имеют уникальные конкурентные преимущества, такие как транспортная доступность (например, проект «Мелькомбинат», находящийся в шаговой доступности от делового центра «Москва-Сити», рядом с Третьим транспортным кольцом), наличие развитой инфраструктуры (проект «Астра» в центре Перми), экологический фактор (проект «Живописная» с видом на Строгинскую пойму), хорошие видовые характеристики. Кроме того, Компания активно развивает направление «умный дом». В рамках проекта «Академический»

«КОРТРОС» имеет возможность активно управлять сроками запуска новых очередей, при этом усилия по комплексному освоению территории окупаются за счет повышения стабильности спроса. Конкурентные преимущества проектов позволяют Компании соблюдать планы продаж даже в условиях неблагоприятных изменений на рынке жилья. Бизнес характеризуется стабильной структурой сроков и условий реализации: Компании удастся продать большую часть площадей уже к моменту сдачи объекта.

Рисунок 2. Динамика ввода в эксплуатацию и продаж жилья ГК «КОРТРОС» с 2011 по 2019 год



Источник: данные Компании, расчеты АКРА

Компания не имеет собственных мощностей по производству строительных материалов — при осуществлении строительных работ «КОРТРОС» полностью полагается на услуги подрядных организаций. В Екатеринбурге крупнейшим подрядчиком Компании является ООО «Техстрой», в Москве — ГК «Домстрой» (29 и 27% от общей суммы контрактов Компании). Выбор поставщиков и подрядчиков осуществляется в рамках тендеров, регулируемых утвержденным Компанией положением о закупках. Тендерные процедуры, помимо прочего, включают оценку финансового состояния контрагентов.

Корпоративное управление

Уровень корпоративного управления Компании оценивается как средний.

Компанией определены долгосрочные цели. Так, к 2023 году планируется увеличить годовые объемы ввода жилья в основных регионах присутствия «КОРТРОС» (в Московском регионе — до 241,5 тыс. кв. м, в Перми — до 138 тыс. кв. м), а также сохранить годовые объемы ввода жилья в Екатеринбурге на уровне 120 тыс. кв. м. Бизнес-стратегия Компании предусматривает выход в новые регионы (Нижний Новгород, Казань, Волгоград, Ростов-на-Дону, Красноярск, Тюмень). «КОРТРОС» ставит целью улучшить такие финансовые показатели, как долговая нагрузка (долг на уровне 3х EBITDA), рентабельность (IRR проектов не менее 30%, достижение рентабельности по EBITDA в 20%, снижение доли административных и управленческих расходов в выручке до 3%), а также объем дивидендных выплат (до 50% от чистой прибыли). Стратегия Компании нацелена на поддержание оптимального уровня диверсификации проектов, укрепление репутации и развитие бренда. Планирование осуществляется согласно утвержденному регламенту годового планирования и отчетности и предполагает составление годового бюджета и трехлетнего прогноза.

Выбор объектов инвестирования утверждается инвестиционным комитетом, функционирующим на основе положения об инвестиционном комитете.

АКРА отмечает последовательность реализации Компанией стратегии. Отклонения от стратегии связаны в основном с ухудшением конъюнктуры рынка. «КОРТРОС» также имеет прецедент реализации непрофильного проекта: гостиница, построенная структурами «Реновы» в Краснодарском крае в рамках возведения олимпийских объектов, была за символическую плату передана на баланс Компании. Управляя проектом в течение непродолжительного времени, «КОРТРОС» существенно увеличил его рентабельность и с прибылью продал сторонней организации в 2016 году.

Существующие элементы системы управления рисками (регулирующее тендерные процедуры положение о закупках, регламент формирования бюджета движения денежных средств (БДДС) месяца), по мнению АКРА, в значительной степени позволяют контролировать ключевые операционные риски Компании. Благодаря постоянному контролю, осуществляемому комитетом по аудиту, риски искажения финансовой отчетности сведены к минимуму. Валютные риски фактически отсутствуют: Компания не имеет валютной выручки и валютного долга, вследствие чего не занимается операциями хеджирования. Несмотря на низкий наблюдаемый уровень кредитных, валютных и процентных рисков, Агентство обращает внимание на то, что функции финансового риск-менеджмента в Компании не регламентированы.

В рамках проводимой деофшоризации орган управления ГК «КОРТРОС» будет представлен советом директоров, в состав которого войдут представители ООО «Ренова-Холдинг Рус» и «Тонстон инвестментс лимитед». На переходный период сохраняется структура наблюдательного совета.

Структура Группы усложнена, под каждый проект создается отдельное юридическое лицо, при этом указанные юрлица ведут свою деятельность независимо друг от друга. Такую юридическую схему использует большинство компаний отрасли, поэтому АКРА не относит наличие большого количества фирм-застройщиков для каждого проекта к факторам, усложняющим структуру Компании.

RSG International Ltd на полугодовой основе готовит отчетность по МСФО, в которой достаточно подробно, с примечаниями, раскрываются основные результаты деятельности Компании, и размещает отчетность в свободном доступе на своей странице в сети Интернет. АКРА считает качество предоставляемой информации приемлемым.

Финансовый риск-профиль

Основные предпосылки прогнозирования финансовых показателей и принципы их учета в рейтинговой модели

В качестве источника прогноза ряда показателей использовался подготовленный АКРА макроэкономический прогноз на период 2017–2021 годов (см. прогноз [«Рецессия закончилась. Что дальше?»](#) от 28 марта 2017 года).

Для оценки будущих финансовых показателей Агентство построило модель денежных потоков Компании на горизонте 2017–2019 годов. Предпосылки модели основывались как на конкретных данных, предоставленных Компанией (в частности, на пообъектном финансовом плане), так и на ожидаемой Агентством динамике цен на недвижимость, материалы и строительные работы, а также динамике продаж и структуры себестоимости. В своих расчетах АКРА учитывало строящиеся объекты и объекты, планируемые к запуску согласно текущему финансовому плану ГК «КОРТРОС», планируемую консолидацию проекта «Мелькомбинат» в 2019 году, а также два новых проекта Компании, находящихся на ранней стадии планирования.

При прогнозировании цен реализации АКРА полагалось на оценки Компании, которые Агентство рассматривает как консервативные: рост цен реализации по отдельным объектам в основном определяется степенью готовности объекта. С учетом того, что для проекта «Академический» не предусмотрены продажи по договорам долевого участия (квартиры продаются только в сданных очередях), прогноз динамики цен в Екатеринбурге с 2017 по 2019 год предполагает их среднегодовой рост на 3,8%.

Для целей справедливого учета фактических и прогнозных данных в рейтинговой модели финансовые показатели усреднялись путем взвешивания. Наибольшие веса имели показатели 2016 и 2017 годов (по 30%), показателям 2015-го и 2018-го были присвоены веса по 15%, на показатели 2014-го и 2019-го пришлось по 5%. При расчете коэффициентов ликвидности учитывались только прогнозные показатели 2017–2019 годов в соотношении 60%–30%–10% соответственно.

Размер и рентабельность

FFO до чистых процентных платежей и налогов позволяет определить размер бизнеса на уровне ниже среднего, однако за счет портфеля текущих проектов (в стадии строительства и проектирования находятся проекты недвижимости общей площадью 9,06 млн кв. м, из которых более 1,5 млн кв. м приходится на проекты вне Екатеринбурга) размер Компании оценивается как средний. Выручка ГК «КОРТРОС» за 2016 год составила 20,6 млрд руб. АКРА отмечает, что выручка ввиду принятого метода ее признания (только по факту сдачи объекта) является запаздывающим показателем размера бизнеса. По итогам 2016 года FFO до чистых процентных платежей и налогов составил 2,45 млрд руб. (-37,2% к 2015-му). При условии выполнения Компанией плана продаж Агентство ожидает в 2017 году роста выручки ГК «КОРТРОС» до 23,6 млрд руб. (+14,7% к 2016 году) и увеличения FFO до чистых процентных платежей и налогов до 2,54 млрд руб. (+3,5%). Благодаря росту объемов ввода жилья и увеличению в общем объеме вводимых объектов доли объектов бизнес-класса и сегмента элитной недвижимости прогнозируется повышение показателя FFO до чистых процентных платежей и налогов в 2019 году до 8 млрд руб., при этом выручка достигнет 36 млрд руб.

Высокая рентабельность во многом определяется способностью Компании выполнять планы продаж, а также стратегией выбора объектов застройки. При выборе проектов с точки зрения рентабельности целевой ориентир Компании — IRR не ниже 30%. В перспективе «КОРТРОС» планирует выйти на уровень рентабельности по EBITDA в 20%. По итогам 2016 года рентабельность Компании по FFO до процентов и налогов составила 11,9%. В 2017-м, согласно прогнозу АКРА, ожидается снижение показателя до 10,7%. АКРА ожидает, что в 2018 и 2019 годах за счет роста объемов ввода жилья по отношению к объемам портфеля проектов Компании рентабельность постепенно повысится, до 19,4 и 22,3% соответственно. Агентство ожидает, что к 2018 году показатель отношения коммерческих и административных расходов к выручке, который в 2016 году находился на уровне 5%, снизится до 3,3% (что в целом близко к запланированному Компанией в указанном году сокращению данного показателя — до 3%), а в 2019-м по сравнению с предыдущим годом поднимется до 4,2%.

Денежные потоки

Динамика операционного денежного потока ГК «КОРТРОС» (как и любой другой девелоперской компании) во многом зависит от изменения средней степени реализации проектов в ее портфеле. Проекты на раннем этапе реализации в большинстве случаев генерируют отрицательный денежный поток. Таким образом, большая доля таких проектов негативно сказывается на операционном денежном потоке, что и имело место в 2015 и 2016 годах, когда операционный денежный поток составил -116,5 и 195,9 млн руб. соответственно.

Размер Компании оценивается как средний.

Рентабельность Компании оценивается как высокая.

Свободный денежный поток оценивается как средний.

С 2017 по 2019 год, по мере увеличения в портфеле Компании доли проектов с высокой степенью готовности, Агентство ожидает роста операционного потока ГК «КОРТРОС».

Так, согласно оценке АКРА, в 2017 году операционный денежный поток вырастет до 424 млн руб., а по итогам 2018 и 2019 годов составит 1678 млн и 1476 млрд руб. соответственно. При прогнозировании денежного потока Агентство опиралось на запланированные Компанией темпы продаж и строительства (включая закладываемое в планы повышение цен на квартиры по мере роста готовности объектов), а также на свой прогноз темпов роста цен на недвижимость, строительные работы и материалы. У Агентства нет оснований полагать, что планы продаж и расходов на строительство будут существенно пересмотрены.

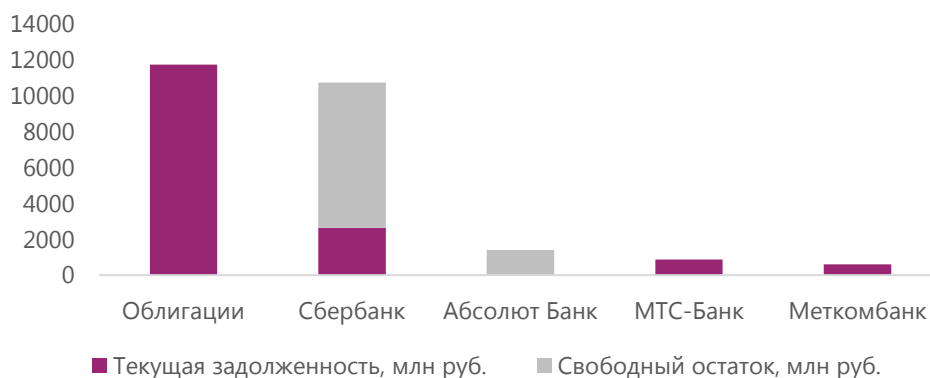
Показатель рентабельности по FCF, который с 2014 по 2016 год находился в пределах от 24,2% до -5,1%, в 2017, 2018 и 2019 годах, по оценкам АКРА, составит -5,7%, 4,5% и 0,1% соответственно. При прогнозировании FCF Агентство исходило из заявленного Компанией максимального уровня дивидендных выплат (50% от чистой прибыли). При этом АКРА отмечает, что с 2017 по 2018 год дивиденды в заявленном объеме могут быть выплачены из не учитываемых при расчете FCF поступлений от продажи земельных участков (ожидаемая общая сумма поступлений — 2,9 млрд руб.).

Долговая нагрузка и обслуживание долга

На 01.05.2017 кредитный портфель «КОРТРОС» составил 15,82 млрд руб.: облигационные займы — 11,73 млрд руб., банковский долг — 4,09 млрд руб. (из них 1,82 млрд руб. — в рамках проектного финансирования).

С 2014 по 2016 год показатель отношения общего долга к FFO до чистых процентных платежей находился в пределах 3,45–10,69х. В 2017, 2018 и 2019 годах АКРА ожидает снижения показателя (за счет роста FFO в прогнозном периоде) до 5,55х, 2,81х и 2,12х соответственно. Агентство отмечает, что при расчете данного показателя по итогам 2016 года не учитывался эффект от продажи проекта «Топ-Проджект»; с учетом поступлений от продажи «Топ-Проджект» отношение общего долга к FFO до чистых процентных платежей по итогам 2016 года составило 3,32х. Вместе с тем АКРА обращает внимание на то, что благодаря значительному объему аккумулированных Компанией свободных денежных средств отношение чистого долга к FFO до чистых процентных платежей составило по итогам 2016 года 3,9х, или 1,21х — с учетом поступлений по сделке с «Топ-Проджект». Агентство ожидает снижения данного показателя в 2017 году до 2,58х, в 2018-м — до 1,02х и в 2019-м — до 0,71х. Долговая нагрузка «КОРТРОС» оценивается как средняя.

Рисунок 3. Структура кредитного портфеля и лимитов RSG International Ltd (данные на 01.05.2017)



Источник: данные Компании

Долговая нагрузка Компании оценивается как средняя.

Покрываемость процентных платежей Компании оценивается как низкое.

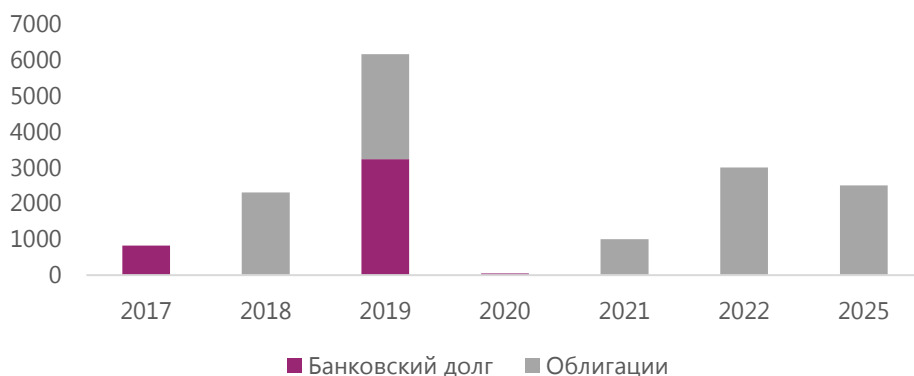
Ликвидность Компании оценивается как сильная.

Показатели обслуживания долга находятся на низком уровне. Так, по итогам 2016 года отношение FFO до чистых процентных платежей к процентным платежам составило 0,74х (с учетом поступлений от продажи проекта «Топ-Проджект» упомянутый показатель по итогам указанного года достиг 2,38х). По итогам 2017 года АКРА ожидает роста показателя до 1,13х, а в период с 2018 по 2019 год — до 2,22–2,83х.

Ликвидность

Сильная ликвидность ГК «КОРТРОС» обеспечивается наличием невыбранных объемов финансовых ресурсов по открытым кредитным линиям на сумму 9,53 млрд руб. а также значительным объемом свободных денежных средств на счетах Компании (8,85 млрд руб. на 31.12.2016 и 11 млрд руб. на 07.06.2017). Коэффициент текущей ликвидности, по оценкам АКРА, в 2017 году составит 7,6х, в 2018-м — 8х и в 2019-м — 2,4х. При расчете прогнозной ликвидности в качестве источников учитывались действующие кредитные линии Компании по состоянию на 07.06.2017.

Рисунок 4. Временная структура долга RSG International Ltd (данные на 01.05.2017)



Источник: данные Компании

Качественная оценка ликвидности находится на высоком уровне. С учетом накопленных объемов денежных средств и генерируемого операционного денежного потока график погашения можно признать комфортным, несмотря на то что пиковый период в нем приходится на 2019 год. Диверсификация источников финансирования является высокой, существенная часть финансирования привлекается на российском рынке публичного долга. Имеется существенный запас прочности по ковенантам в кредитных соглашениях.

Аналитические корректировки

Финансовая политика

Агентство оценивает финансовую политику рейтингуемого лица как нейтральную. «КОРТРОС» планирует в будущем распределять в виде дивидендов до 50% чистой прибыли, при этом в период с 2014 по 2016 год дивиденды выплачивались лишь в 2015 году и составили 68% чистой прибыли за год. Всего же за указанный период Компания распределила в виде дивидендов лишь 19% прибыли. Агентство исходит из того, что в соответствии с целями по размеру долговой нагрузки и планами привлечения внешних заимствований «КОРТРОС» не будет привлекать дополнительные заемные средства для увеличения дивидендных выплат.

Поддержка

Группа

«КОРТРОС» входит в группу «Ренова», доля которой в Компании составляет 75% минус одна акция; 25% плюс одна акция Компании принадлежат президенту ГК «КОРТРОС» В. М. Голубицкому. Группа «Ренова» включает в себя фонды прямых и

портфельных инвестиций и компании, владеющие и управляющие промышленными и финансовыми активами в различных отраслях экономики (металлургия, энергетика, девелопмент, телекоммуникации). Различные направления деятельности собственника изолированы друг от друга, поэтому Агентство не видит необходимости корректировать кредитный рейтинг ГК «КОРТРОС». Необходимо отметить, что в ходе рейтингового анализа АКРА не располагало информацией о финансовом состоянии материнских структур.

Государство

Компания не является организацией с влиянием государства по методологии АКРА.

Рейтинги выпусков

Кредитный рейтинг на уровне BB+(RU) присвоен следующим биржевым процентным документарным на предъявителя облигациям ООО «РГС-Финанс» (поручителем по всем выпускам выступает RSG International Ltd, холдинговая структура группы «КОРТРОС»):

серии БО-01 (регистрационный номер 4B02-01-36399-R, ISIN RegS RU000A0JUAG0), срок погашения — 11.11.2025, объем эмиссии — 3 млрд руб.;

серии БО-02 (регистрационный номер 4B02-02-36399-R, ISIN RegS RU000A0JVSA3), срок погашения — 18.09.2018, объем эмиссии — 3 млрд руб.;

серии БО-06 (регистрационный номер 4B02-06-36399-R, ISIN RegS RU000A0JWQX7), срок погашения — 22.08.2019, объем эмиссии — 3 млрд руб.;

серии БО-07 (регистрационный номер 4B02-07-36399-R, ISIN RegS RU000A0JXN13), срок погашения — 01.04.2022, объем эмиссии — 3 млрд руб.;

серии БО-10 (регистрационный номер 4B02-10-36399-R, ISIN RegS RU000A0JWLJ7), срок погашения — 18.06.2021, объем эмиссии — 1 млрд руб.

серии БО-03 (регистрационный номер 4B02-03-36399-R, ISIN RegS RU000A0ZYA74), срок погашения — 11.09.2020, объем эмиссии — 5 млрд руб.

Рейтинговая история

BB+(RU), прогноз «Стабильный»:

21.07.2017 (впервые присвоен),

27.09.2017 (пересмотр и подтверждение).

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, Основных понятий, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности](#), а также [Методологии присвоения кредитных рейтингов отдельным выпускам финансовых инструментов по национальной шкале для Российской Федерации](#).

Впервые кредитный рейтинг был присвоен RSG International Ltd 21.07.2017. Пересмотр кредитного рейтинга и прогноза по нему был произведен 27.09.2017. Очередной пересмотр кредитного рейтинга ожидается в течение одного года с даты рейтингового действия (27.09.2017).

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

Кредитный рейтинг был присвоен на основании данных, предоставленных RSG International Ltd, информации из открытых источников, а также баз данных АКРА. Кредитный рейтинг является запрошенным, RSG International Ltd принимала участие в процессе присвоения кредитного рейтинга.

Факты существенного отклонения информации от данных, зафиксированных в официально опубликованной финансовой отчетности RSG International Ltd, не выявлены.

АКРА не оказывало RSG International Ltd дополнительных услуг. Конфликты интересов в рамках процесса присвоения кредитного рейтинга выявлены не были.

Приложение 1.

Фактические и прогнозные показатели Компании

	Факт			Прогноз		
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Продажи и рентабельность, млн руб.						
Выручка	18 601	22 924	20 590	23 617	28 065	35 990
динамика		23,2%	-10,2%	14,7%	18,8%	28,2%
Валовая прибыль	5 542	5 786	4 989	3 906	6 396	9 566
рентабельность	29,8%	25,2%	24,2%	16,5%	22,8%	26,6%
FFO ¹ до фиксированных платежей и налогов	3 921	3 971	2 528	2 613	5 509	8 095
рентабельность	21,1%	17,3%	12,3%	11,1%	19,6%	22,5%
FFO до чистых процентных платежей и налогов	3 872	3 907	2 454	2 539	5 434	8 020
рентабельность	20,8%	17,0%	11,9%	10,7%	19,4%	22,3%
Чистая прибыль	786	1 302	2 521	853	2 877	4 777
рентабельность	4,2%	5,7%	12,2%	3,6%	10,3%	13,3%
Баланс, млн руб.						
Внеоборотные активы	19 141	17 146	15 764	15 028	13 128	12 978
Чистый оборотный капитал	14 113	17 312	14 290	14 819	16 169	19 620
Скорректированные денежные средства	2 889	3 944	8 852	7 715	11 013	12 318
Капитал	20 315	20 669	19 700	19 292	21 743	25 081
Общий долг	9 799	10 731	13 928	12 991	13 288	14 556
Скорректированный общий долг	10 138	11 180	14 449	13 512	13 809	15 077
Денежные потоки, млн руб.						
FFO	547	1 560	-457	953	3 027	4 927
CFO	4 956	-116	196	424	1 678	1 476
Капитальные затраты + НМА ²	-459	-164	-46	-501	0	0
Выплата дивидендов	0	-891	0	-1 260	-427	-1 439
FCF ³	4 497	-1 172	149	-1 337	1 251	37
рентабельность	24,2%	-5,1%	0,7%	-5,7%	4,5%	0,1%
Выборка открытых кредитных лимитов			-937	297	1 268	0
NFCF ⁴	-362	187	5 266	-1 137	3 298	1 305
Долговая нагрузка и ликвидность						
Общий долг / FFO до чистых процентных платежей	4,1	3,5	10,7	5,6	2,8	2,1
Скорректированный общий долг / FFO до фиксированных платежей	4,1	3,5	10,5	5,6	2,9	2,2
FFO до чистых процентных платежей / процентные платежи	1,3	2,0	0,7	1,1	2,2	2,8
FFO до фиксированных платежей / фиксированные платежи	1,3	2,0	0,8	1,1	2,2	2,8
Коэффициент краткосрочной ликвидности				7,6	8,0	2,4
Операционные показатели и предпосылки						
Ввод жилья, тыс. кв. м	260,4	215,5	272	243	288	307
Продажи жилья, тыс. кв. м	316,8	213	304	250	302,5	370

Источник: консолидированная отчетность Компании по МСФО, расчеты АКРА

¹ Funds from operations (средства от операций)² Нематериальные активы³ Free cash flow (свободный денежный поток)⁴ Net free cash flow (чистый свободный денежный поток)

(С) 2017

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.

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.