

## «Эксперт РА» повысил рейтинг компании «СИБУР Холдинг» до уровня ruAAA

Москва, 6 декабря 2019 г.

Рейтинговое агентство «Эксперт РА» повысило [рейтинг кредитоспособности нефинансовой компании «СИБУР Холдинг»](#) до уровня ruAAA. Прогноз по рейтингу – стабильный. Ранее у компании действовал рейтинг на уровне ruAA+ со стабильным прогнозом.

Повышение рейтинга ПАО «СИБУР Холдинг» (далее – компания, группа, СИБУР) обусловлено завершением в 3 квартале 2019 года основных пусконаладочных работ на масштабном проекте группы – ЗапСибнефтехиме (далее – ЗапСиб), который с 2020 года значительно увеличит вклад нефтехимического сегмента в EBITDA, что будет сопровождаться ростом рентабельности производства и большей устойчивостью бизнес-модели к изменениям цен на нефть. На текущий момент по новому производственному объекту получена промышленная лицензия, в ходе процесса пусконаладки оно уже выпускает тестовую продукцию. По оценке агентства EBITDA группы вырастет в 2020 году до 25% г/г, свободный денежный поток (FCF) выйдет в положительную область, что привело к переоценке факторов долговой нагрузки и соответствующему повышению рейтинга.

ПАО «СИБУР Холдинг» – крупнейшая в России интегрированная нефтехимическая компания. Сегмент «Газопереработка и инфраструктура» отвечает за сырьевое обеспечение группы и включает в себя прием и переработку попутного нефтяного газа (далее – ПНГ) у крупнейших российских нефтяных компаний, фракционирование собственных получаемых, а также закупаемых у крупнейших российских газовых компаний широких фракций легких углеводородов (далее – ШФЛУ) и последующую реализацию природного газа, сжиженного углеводородного газа (далее – СУГ) и нефти. Нефтехимический бизнес группы представлен двумя операционными сегментами: «Олефины и полиолефины» и «Пластики, эластомеры и промежуточные продукты», к которым относятся мощности по производству полиэтилена, полипропилена, пластиков, эластомеров, топливных присадок и ряда других продуктов. В 3 квартале 2019 года СИБУР завершил основные пусконаладочные работы на новом производственном комплексе по производству полиэтилена и полипропилена установленной мощностью 1,5 млн тонн и 0,5 млн тонн соответственно, который будет использовать собственный производимый группой СУГ, таким образом переориентируя объемы с внешних продаж. Это позволит группе, помимо очевидных выгод в виде производства более маржинальной продукции, также обеспечить существенную экономию на транспортных издержках на доставке продукции к конечному потребителю. Большая часть марочного ассортимента выпускаемой продукции будет использоваться в изделиях с длинным циклом применения, а также подлежит вторичной переработке. Высокий уровень диверсификации деятельности группы как по производственным объектам, так и по продуктовой линейке продолжает позитивно оцениваться агентством.

Владея и управляя обширной инфраструктурой по переработке и транспортировке сырья в Западной Сибири, являющейся основным регионом производственной деятельности, СИБУР перерабатывает порядка 57% произведенного в России ПНГ и 70% ШФЛУ. Компания оперирует 8 из 10 газоперерабатывающих заводов в регионе присутствия, управляет сетью трубопроводов, протяженностью более 2,7 тыс. км. Ограниченные возможности альтернативного использования ПНГ для нефтяных компаний, высокие инфраструктурные барьеры для входа новых игроков, а также выгодное географическое расположение вблизи основной ресурсной базы обеспечивают группе высокий уровень конкурентных позиций, которые отражаются в высоком уровне рентабельности: рентабельность компании по EBITDA за 30.06.2018-30.06.2019 (далее – отчетный период), по расчетам агентства, составила 34%. Бизнес профиль группы также поддерживается высоким уровнем диверсификации клиентской базы и низким уровнем зависимости от поставщиков, подкрепленным наличием заключенных долгосрочных контрактов на закупку сырья. Маркетинговые риски по проекту ЗапСиб, по мнению агентства, в значительной степени оптимизированы партнерством с Sinores, одним из лидеров мировой нефтехимической индустрии, который является акционером группы с долей в 10%. С Sinores в 2019 году было подписано дистрибьюторское соглашение, гарантирующее экспорт полиэтилена ЗапСиб на емкий и быстрорастущий рынок Китая.

Значительный рост цен на нефть в 2018 году благоприятно повлиял на прибыльность сегмента газопереработки и

совокупную EBITDA группы, которая составила около 207 млрд руб. (+20% г/г). В 2019 году на показателях компании негативно сказались сразу несколько факторов: 1) коррекция цен на нефть: по сорту Brent средние цены упали с 71 доллара за баррель в 2018 году до уровней около 65 долларов за баррель; 2) падение спредов по нефти и СУГ к ценам на нефть из-за роста предложения СУГ в США вслед за ростом добычи сырой нефти и ПНГ; 3) снижение спредов по нефтехимической корзине товаров группы к нефти из-за роста предложения на рынке со стороны США и Китая, а также снижения темпов роста мирового спроса по причине торговых войн. В результате EBITDA компании за полугодие 2019 года год к году, по расчетам агентства, сократилась на 9%. За 9 месяцев 2019 года снижение год к году составило уже около 16% преимущественно из-за сегмента газопереработки. При этом рентабельность сегмента полиолефинов за указанный период выросла за счет того, что снижение стоимости сырья (нафты и СУГ) происходило с темпом, превышающим падение цен на конечную продукцию, демонстрируя наличие у компании механизма естественного хеджирования. Масштаб этого хеджирования существенно вырастет с 2020 года после выхода проекта ЗапСиб на полную мощность. Агентство считает, что давление на прибыльность сегмента газопереработки будет сохраняться в ближайшие годы, не ожидая роста цен на нефть и СУГ со средних уровней 2019 года. Однако это будет компенсироваться запуском проекта ЗапСиб, а также ожидаемым частичным восстановлением цен на полиолефины с 2021 года по мере поглощения растущим спросом новых объемов предложения со стороны США и Китая.

Уровень прогнозной ликвидности группы на горизонте от 30.06.2019 (далее – отчетная дата) до конца 2020 года продолжает оцениваться как высокий: агентство ожидает, что операционный денежный поток компании с остатком денежных средств будут полностью покрывать все направления использования ликвидности. При этом дополнительным буфером ликвидности будет являться значительный объем подтвержденных долгосрочных кредитных линий, с учетом которого коэффициент прогнозной ликвидности оценивается на уровне более 1,25x. Основная часть капитальных затрат, которые были учтены агентством при оценке фактора – остаточные платежи по проекту ЗапСиб. В рамках оценки прогнозной ликвидности агентство не закладывало потенциальный отток ликвидности на проект Амурского ГХК, так как по нему еще не было принято окончательное инвестиционное решение и, соответственно, не были подписаны обязывающие соглашения на поставку необходимого оборудования. Этот проект укладывается в стратегию группы по эффективной монетизации доступного по долгосрочным контрактам сырья в новых регионах присутствия и использования газоперерабатывающей инфраструктуры третьих сторон. При прогнозировании дивидендов агентство ориентировалось на обновленную дивидендную политику группы, предусматривающую распределение 35% скорректированной чистой прибыли по МСФО.

Завершение основных пусконаладочных работ на проекте ЗапСиб привело к переоценке агентством фактора общей долговой нагрузки, который оценивается на основании прогнозных метрик для возможности учета в оценке эффекта от этого проекта. По оценке агентства EBITDA группы вырастет в 2020 году до 25% в сравнении с ожидаемым объемом 2019 года и продолжит свой рост по мере выхода проекта ЗапСиб на полную мощность. При прогнозировании свободного денежного потока в рамках оценки факторов долговой нагрузки в 2020 и 2021 году агентство учло потенциальные инвестиции группы в проект Амурского ГХК, так как оценивает вероятность его реализации в той или иной конфигурации как высокую. Ожидается, что окончательное инвестиционное решение по проекту будет принято до конца 2019 года. В случае принятия положительного решения агентство ожидает вхождения Sinores в совместное предприятие по проекту, которое, как предполагается, не будет включаться в периметр консолидации СИБУРа по стандартам МСФО. Ориентировочная стоимость реализации проекта в расширенной конфигурации по публичной информации оценивается на уровне 11 млрд долл. Базовый сценарий агентства предполагает, что инвестиции СИБУРа в проект в ближайшие два года будут составлять не более трети его прогнозной годовой EBITDA. Окончательная структура финансирования проекта на текущий момент не определена, однако агентство в базовом сценарии предполагает, что регресс по будущему долгу совместного предприятия на уровень группы будет ограничен форматом предоставления нефинансовых гарантий (completion guarantees). Агентство ожидает, что даже с учетом потенциального отвлечения денежных средств на реализацию проекта Амурского ГХК и роста дивидендных выплат свободный денежный поток (FCF) группы выйдет в положительную зону в 2020 году и продолжит рост в 2021 году.

Отношение чистого долга на отчетную дату к EBITDA за отчетный период составило 1,7x. Агентство ожидает, что по итогам 2019 года значение метрики ухудшится до 2,2x из-за неблагоприятной ценовой динамики на рынках конечной продукции с дальнейшим снижением до уровня около 1,5x и ниже за следующие два года за счет эффекта от проекта ЗапСиб, что совокупно оценивается как низкий уровень долговой нагрузки. Агентство отмечает, что потенциальное наличие полного регресса по будущему долгу СП, реализующего проект Амурского ГХК, на СИБУР может удерживать долговые метрики группы от снижения с текущих уровней, однако не ожидает, что даже в этом случае отношение чистого долга к EBITDA будет устойчиво превышать 2x на горизонте инвестиционной фазы этого проекта.

Уровень текущей долговой нагрузки также оценивается на низком уровне. Долговой портфель группы имеет долгосрочный характер, покрытие процентных платежей по портфелю показателем EBITDA составляет на

текущий момент значительно более 5х и по ожиданиям агентства будет оставаться на этом уровне в среднесрочной перспективе. Это обеспечивается в том числе преобладанием в структуре долгового портфеля значительно более дешевого валютного финансирования: более 84% в структуре долга на 30.09.2019. Валютные риски СИБУРа при этом хеджируются наличием экспортной выручки: более 40% от общей выручки по итогам 2018 года.

Структура финансирования группы по-прежнему предполагает высокую долю собственных средств (44% в пассивах на отчетную дату), что отразилось в высоком значении коэффициента «стрессовой» ликвидности. Крупнейший кредитор группы – Фонд национального благосостояния, являющийся держателем облигаций на финансирование Запсиба в объеме 1,75 млрд долл. со сроком погашения в 2030 году. Агентство не использует преференций при трактовке этого долга, несмотря на наличие его квази-субординированного статуса по отношению к остальным долговым обязательствам, однако по-прежнему учитывает это, выделяя слабый фактор поддержки со стороны государства.

В блоке корпоративных рисков агентство по-прежнему высоко оценивает качество корпоративного управления группы: совет директоров группы на треть состоит из независимых директоров, в группе утверждена официальная дивидендная политика. Также позитивно оцениваются уровень стратегического обеспечения группы, информационной прозрачности и качество риск-менеджмента.

По данным консолидированной отчетности МСФО выручка группы по итогам 2018 года составила 569 млрд руб., чистая прибыль - 111 млрд руб., активы на 31.12.2018 составили 1 259 млрд руб.

Контакты для СМИ: [pr@raexpert.ru](mailto:pr@raexpert.ru), тел.: +7 (495) 225-34-44.

Кредитный рейтинг ПАО «СИБУР Холдинг» был впервые опубликован 28.12.2017. Предыдущий рейтинговый пресс-релиз по данному объекту рейтинга был опубликован 12.12.2018.

Кредитный рейтинг присвоен по российской национальной шкале и является долгосрочным. Пересмотр кредитного рейтинга и прогноза по нему ожидается не позднее года с даты выпуска настоящего пресс-релиза.

При присвоении кредитного рейтинга применялась методология присвоения рейтингов кредитоспособности нефинансовым компаниям <https://raexpert.ru/ratings/methods/current> (вступила в силу 10.09.2019).

Присвоенный рейтинг и прогноз по нему отражают всю существенную информацию в отношении объекта рейтинга, имеющуюся у АО «Эксперт РА», достоверность и качество которой, по мнению АО «Эксперт РА», являются надлежащими. Ключевыми источниками информации, использованными в рамках рейтингового анализа, являлись данные Банка России, ПАО «СИБУР Холдинг», а также данные АО «Эксперт РА». Информация, используемая АО «Эксперт РА» в рамках рейтингового анализа, являлась достаточной для применения методологии.

Кредитный рейтинг был присвоен в рамках заключенного договора, ПАО «СИБУР Холдинг» принимало участие в присвоении рейтинга.

Число участников рейтингового комитета было достаточным для обеспечения кворума. Ведущий рейтинговый аналитик представил членам рейтингового комитета факторы, влияющие на рейтинг, члены комитета выразили свои мнения и предложения. Председатель рейтингового комитета предоставил возможность каждому члену рейтингового комитета высказать свое мнение до начала процедуры голосования.

АО «Эксперт РА» в течение последних 12 месяцев не оказывало ПАО «СИБУР Холдинг» дополнительных услуг.

Кредитные рейтинги, присваиваемые АО «Эксперт РА», выражают мнение АО «Эксперт РА» относительно способности рейтингуемого лица (эмитента) исполнять принятые на себя финансовые обязательства и (или) о кредитном риске его отдельных финансовых обязательств и не являются установлением фактов или рекомендацией покупать, держать или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения.

Присваиваемые АО «Эксперт РА» рейтинги отражают всю относящуюся к объекту рейтинга и находящуюся в распоряжении АО «Эксперт РА» информацию, качество и достоверность которой, по мнению АО «Эксперт РА», являются надлежащими.

АО «Эксперт РА» не проводит аудита представленной рейтингуемыми лицами отчетности и иных данных и не несет ответственность

за их точность и полноту. АО «Эксперт РА» не несет ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с рейтингом, совершенными АО «Эксперт РА» рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в пресс-релизах, выпущенных АО «Эксперт РА», или отсутствием всего перечисленного.

Представленная информация актуальна на дату её публикации. АО «Эксперт РА» вправе вносить изменения в представленную информацию без дополнительного уведомления, если иное не определено договором с контрагентом или требованиями законодательства РФ. Единственным источником, отражающим актуальное состояние рейтинга, является официальный интернет-сайт АО «Эксперт РА» [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru).