

STANDARD & POOR'S

26.03.2009

ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» — кредитный рейтинг

(Перевод с английского)

Кредитный рейтинг

В/Стабильный/В

Рейтинг по национальной шкале

ruA/--/--

Основные факторы, влияющие на уровень рейтинга

Позитивные факторы:

- ведущие позиции группы на рынке Санкт-Петербурга и области, устоявшаяся деловая репутация компании и известность торговой марки;
- высокий уровень вертикальной интеграции, позволяющий более эффективно контролировать весь цикл и стоимость выполняемых работ;
- стремление проводить взвешенную политику в сфере развития бизнеса, маркетинга и финансового риска.

Негативные факторы:

- очень низкие показатели ликвидности;
- сильный циклический спад на российском рынке недвижимости;
- неопределенность, связанная с изменениями политического и делового климата в России;
- высокий уровень риска отрасли недвижимости вследствие высокой конкуренции и волатильности объемов и цен;
- недостаточная прозрачность и предсказуемость административной системы России;
- ограниченный масштаб и недостаточно высокая диверсификация бизнеса.

Обоснование

Уровень рейтингов российской строительно-монтажной компании ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» (ЛСС) сдерживают: очень низкие показатели ликвидности, сильный циклический спад на российском рынке недвижимости в Российской Федерации (рейтинг по обязательствам в иностранной валюте: ВВВ/Негативный/А-3; по обязательствам в национальной валюте: ВВВ+/Негативный/А-2), который может продлиться как минимум до конца 2009 г., и недостаточная прозрачность и предсказуемость административной системы России. К числу других негативных факторов рейтинга относятся риск, присущий строительной отрасли, который Рейтинговая служба Standard & Poor's оценивает как высокий вследствие высокой конкуренции и волатильности объемов и цен, зависимость компании от динамики

развития сектора недвижимости лишь в одном российском регионе и по-прежнему агрессивный уровень финансового рычага, хотя он несколько снизился в последние годы.

Указанные риски смягчают: ведущие позиции группы на основном рынке (Санкт-Петербург и регион в целом), устоявшаяся деловая репутация компании и известность торговой марки. В соответствии с информацией, предоставленной компанией, мы полагаем, что способность ЛСС контролировать все этапы реализации проектов должна позволить ей эффективно управлять качеством работ и затратами. Кроме того, компания способна эффективно решать важнейшие проблемы административного и правового характера.

Основные изменения показателей бизнеса и рентабельности

После нескольких лет работы в условиях благоприятной рыночной ситуации операционные показатели ЛСС снизились вследствие ухудшения условий кредитования и экономического развития в России, что серьезно препятствует развитию рынка жилья в стране. Несмотря на значительно менее благоприятную ситуацию на рынке, мы полагаем, что влияние этого фактора на показатели ЛСС может сглаживаться тем фактом, что определенное количество квартир, строительство которых должно быть завершено в 2009 г., распродано уже на этапе строительства, а также способностью компании сократить количество новых проектов застройки. В настоящее время доля отказов от квартир, продаваемых на этапе строительства, и дефолтов по обязательствам пока является умеренной, но может увеличиться вследствие падения располагаемых доходов и общего уровня доверия потребителей. По мнению Standard & Poor's, деятельность ЛСС остается довольно устойчивой к риску сокращения доступа к ипотечному финансированию, поскольку за счет ипотечных кредитов финансируется лишь небольшая часть договоров клиентов компании. Негативным обстоятельством является то, что дальнейшее падение курса рубля по отношению к доллару создает риск для компании вследствие несоответствия долговых обязательств, номинированных в долларах, и денежного потока, который в основном номинирован в рублях, хотя в договорах на приобретение жилья компания максимально привязывает цены к доллару США. После благоприятной динамики рентабельности по EBITDA этот показатель может снизиться примерно с 20% за 12 месяцев, закончившихся 30 июня 2008 г., в результате снижения цен на недвижимость и замедления спроса.

Основные тенденции показателей денежного потока и структуры капитала

К началу спада на рынке жилой недвижимости баланс ЛСС характеризовался агрессивным уровнем финансового рычага вследствие проведения амбициозной стратегии роста на протяжении нескольких последних лет, а также необходимости ликвидировать разрыв между потребностями в капиталовложениях, с одной стороны, и имеющимися денежными собственными средствами и авансовыми платежами клиентов, с другой стороны. По состоянию на 31 декабря 2008 г. совокупный долг на балансе ЛСС составлял около 7,4 млрд руб. (247 млн долл.), однако часть этого долга была впоследствии погашена за счет внутренних источников денежных средств. На основании предварительной финансовой отчетности за 2008 г., полученной от компании, можно сделать вывод, что ЛСС смогла сохранить показатели кредитоспособности на уровне, соответствующем уровню рейтингов с отношением долга к EBITDA (pro forma) около 3,5. Обеспечиваемые руководством финансовая дисциплина и взвешенный подход к новому графику развития с учетом сложных рыночных условий будут важнейшими факторами, обеспечивающими поддержание показателей кредитоспособности в соответствии с уровнем рейтингов.

Ликвидность

В соответствии с нашими критериями рейтинга в настоящий момент мы оцениваем ликвидность ЛСС как очень слабую, поскольку считаем, что она зависит от внешнего финансирования, привлекаемого на кредитном рынке, который переживает стрессовую ситуацию.

По информации, имеющейся у Standard & Poor's, в начале марта 2009 г. ЛСС провела успешную реструктуризацию обязательств по кредитным нотам (CLN), что привело к удлинению графика погашения долга и более равномерному распределению сроков его погашения. Тем не менее часть краткосрочного долга сохранилась. Информация, полученная от руководства компании, свидетельствует о том, что по состоянию на 1 марта 2009 г. ЛСС имела около 54 млн долл. доступных средств в рамках

кредитных линий и свободные остатки денежных средств в размере около 17 млн долл. По нашему мнению, имеющиеся у ЛСС источники ликвидности являются недостаточными для покрытия довольно значительных долговых обязательств, срок погашения которых наступает во 2-м полугодии 2009 г.

Мы предполагаем, что взносы и авансовые платежи новых клиентов смогут лишь частично ликвидировать разрыв в финансировании, поэтому компании, возможно, придется реструктурировать значительную часть долговых обязательств с наступающими сроками погашения или привлечь дополнительное финансирование из других источников. Мы полагаем, что компания сможет удовлетворить свои потребности в рефинансировании благодаря активному управлению финансами со стороны руководства, сложившимся отношениям с кредитными организациями и традиционно хорошему доступу к российскому рынку кредитных ресурсов. Данные ЛСС позволяют сделать вывод о том, что она является крупнейшей компанией по строительству жилья в Санкт-Петербурге и регионе в целом, что также должно способствовать доступу к финансированию.

По информации Standard & Poor's, ЛСС находится в завершающей стадии переговоров с потенциальными кредиторами о нескольких вариантах финансирования, любой из которых в случае его предоставления должен быть достаточным для покрытия большинства или всех краткосрочных долговых обязательств компании.

Недавно проведенная успешная реструктуризация обязательств по кредитным нотам устранила ковенанты, предусматривающие поддержание определенных коэффициентов (maintenance covenants), и компания обязана выполнять только ковенанты, регулирующие возможность привлечения дополнительного долга (incurrence covenants). По информации Standard & Poor's, в настоящее время документация по другим банковским кредитам и облигациям ЛСС не содержит финансовых ковенантов.

Анализ структуры долга

Приоритетному необеспеченному долгу, выпущенному компанией Golden Ring Finance S.A. под гарантии ЛСС, присвоен рейтинг «В» — на том же уровне, что и кредитный рейтинг ЛСС. Этому долгу присвоен рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта на уровне «4», что соответствует среднему уровню ожидаемого возмещения долга после дефолта (30-50%). Кроме того, по состоянию на 31 декабря 2008 г. у ЛСС имелись необеспеченные рублевые облигации на сумму 580 млн руб. (остаток в обращении после погашения части выпуска на общую сумму 1,5 млрд руб.) с рейтингом по российской шкале «ruA», и банковский долг в размере, эквивалентном примерно 229 млн долл., не имеющий рейтинга.

Дополнительную информацию см. в статье «ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» — рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта», опубликованной в RatingsDirect 30 июля 2008 г. Более подробную информацию о классификации юрисдикций по степени дружественности к кредиторам, и в частности анализ процедур банкротства в России, см. в статьях «Корректировки рейтингов ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта и кредитных рейтингов с учетом особенностей юрисдикции» и «Удовлетворение требований кредиторов и правовые основы банкротства в России», опубликованных в RatingsDirect 20 июня и 7 мая 2008 г.

Прогноз

Прогноз «Стабильный» по рейтингам ЛСС отражает наше мнение о том, что, несмотря на сложные в настоящее время условия на финансовых рынках, ЛСС сможет рефинансировать свои краткосрочные долговые обязательства. Кроме того, мы полагаем, что группа сможет обеспечить отношение скорректированного долга к EBITDA на уровне около 3,5 раза, что соответствует ее рейтингу «В», за счет взвешенного управления затратами и уровня финансового рычага.

Мы рассмотрим вопрос о понижении рейтинга, возможно, больше, чем на одну ступень, если ЛСС не удастся надлежащим образом решить проблему, связанную с погашением краткосрочного долга в ближайшие несколько месяцев, или если показатель операционного денежного потока (который уязвим к отмене заказов и неисполнению обязательств клиентами) значительно ухудшится. Неблагоприятные

изменения в несформировавшейся системе регулирования и административной системе России также могут привести к негативным рейтинговым действиям.

Повышение рейтингов в ближайшее время маловероятно вследствие сложных рыночных условий и повышения неопределенности относительно перспектив бизнеса компании.

Характеристика бизнеса

ЛСС базируется в Санкт-Петербурге и специализируется преимущественно на проектах застройки и строительства объектов жилой (85%) и коммерческой (15%) недвижимости. Компания присутствует на рынке более 20 лет и является одним из лидеров петербургского строительного рынка (с долей рынка около 13% в 2008 г.), который отличается сильной фрагментацией. Выручка компании по итогам 2008 г. составила около 11,8 млрд руб.

ЛСС является частной компанией. Ее основным акционер — семья Заренковых, миноритарные пакеты акций принадлежат российскому фонду прямых инвестиций Baring Vostok (15%) и членам руководства группы.

Профиль бизнес-рисков: ведущее положение компании на циклических высокорискованных рынках с высоким уровнем конкуренции

Основными рисками для уязвимого бизнес-профиля ЛСС являются следующие:

- Высокие риски строительной отрасли вследствие жесткой конкуренции и недостаточно высоких барьеров для входа на рынок, значительные потребности в оборотном капитале, зависимость от кредитоспособности субподрядчиков, постоянная подверженность рискам спекулятивного строительства и циклических колебаний цен продажи и объемов. В частности, мы считаем, что российский рынок недвижимости чувствителен к экономической и политической среде России, которая постепенно развивается, но еще не скоро достигнет стадии зрелости.
- Сложная и еще не сформировавшаяся система регулирования и недостаточная прозрачность и предсказуемость административной системы России. В целом очень длительный процесс согласования проектов от начального рассмотрения и утверждения до приемки требует установления и сохранения отношений с местными органами власти и хорошего знания административных процедур на местном уровне.
- Недостаточно большой объем бизнеса и недостаточный уровень диверсификации, а также зависимость компании от динамики развития сектора недвижимости лишь в одном российском регионе. Кроме того, особенности рынка, в частности необходимость устанавливать эффективные рабочие отношения с соответствующими представителями местных органов власти, сильно затрудняют диверсификацию и экспансию на другие рынки.
- Рентабельность сильно зависит от динамики цен продаж и затрат на материалы. После достаточно высокой рентабельности, обусловленной благоприятной ситуацией на рынке жилья в недавнем прошлом, рентабельность по EBITDA в ближайшем будущем может снизиться в результате циклического спада.

Негативное влияние этих рисков смягчают следующие факторы.

- Надежная бизнес-модель ЛСС и успешный опыт работы управленческой команды. За более чем 20 лет работы ЛСС смогла создать успешную модель бизнеса.
- Ведущие позиции компании, поддержанию которых способствует вертикально интегрированная бизнес-модель ЛСС, позволяющая эффективнее контролировать затраты и качество почти на всех стадиях выполняемых проектов. Риск кредитоспособности субподрядчиков невелик, поскольку большинство субподрядчиков входят в структуру группы ЛСС и полностью контролируются ею.
- Более крупные размеры ЛСС по сравнению с аналогичными компаниями, более продолжительный период присутствия на рынке, известность торговой марки и прочные связи с администрацией обеспечивают компании ряд конкурентных преимуществ. К ним относятся синергия затрат, более высокий уровень покупательной способности, а зачастую и возможность приоритетного заключения сделок с государственными органами (обычно в рамках федеральных

жилищных программ), поскольку власти предпочитают работать с партнерами, занимающими прочное положение на рынке.

- Способность эффективно решать важнейшие проблемы административного и правового характера.

Характеристика финансового риска: агрессивная финансовая политика и высокие потребности в оборотном капитале оказывают давление на операционный денежный поток

Основными недостатками финансовых рисков ЛСС являются:

- агрессивная финансовая политика. В последние годы ЛСС проводила амбициозную стратегию роста, результатом чего стал высокий уровень долга в балансе компании;
- подверженность валютным рискам. Девальвация рубля по отношению к доллару представляет собой риск для компании из-за несоответствия долга, деноминированного в долларах, и денежного потока, деноминированного в основном в рублях;
- негативное влияние на операционный денежный поток оказывают значительные потребности в оборотном капитале, поскольку платежи от клиентов обычно поступают после оттока средств на финансирование застройки и приобретение земли;
- краткосрочный характер долговых обязательств. Необходимость привлекать дополнительное финансирование и постоянно рефинансировать краткосрочный долг повышает финансовый риск, в частности, в сложных условиях на финансовых рынках;
- очень низкий уровень ликвидности в соответствии с нашими критериями рейтинга. Мы считаем, что ЛСС зависит от внешнего финансирования.

Негативное влияние этих факторов частично компенсируется следующими обстоятельствами:

- Руководство ЛСС продемонстрировало стремление обеспечивать достаточно взвешенный контроль затрат и умеренное желание подвергать компанию финансовым рискам, что несколько сглаживает риски, связанные с агрессивной финансовой политикой компании. В соответствии с внутренней финансовой политикой группа должна поддерживать отношение долга к EBITDA на уровне, меньшем или равном 3,5 раза. Компания максимально возможным образом привязывает указанные в договоре цены на недвижимость к доллару в целях снижения валютного риска.
- Активное управление финансами, сложившиеся отношения с кредитными организациями и традиционно хороший доступ к российскому рынку кредитных ресурсов. Данные компании позволяют сделать вывод о том, что ЛСС является крупнейшей компанией по строительству жилья в Санкт-Петербурге и регионе в целом, что также должно способствовать доступу к финансированию.
- Показатели кредитоспособности соответствуют уровню кредитных рейтингов. На основании предварительных финансовых результатов в 2008 г. отношение долга к EBITDA составляло около 3,5, обеспеченность активов — около 5,0.

Финансовые показатели и корректировки

ЛСС представляет аудированную финансовую отчетность, которая составляется как по российским стандартам бухгалтерской отчетности, так и по МСФО. Мы не делали какой-либо существенной корректировки данных финансовой отчетности компании. Забалансовые обязательства включают гарантии по арендованному оборудованию и специфические для отрасли гарантии исполнения контрактов и завершения проектов, которые мы учитывали в анализе, но не включали в наш расчет финансовых коэффициентов.

Мы отмечаем, что авансовые платежи от клиентов не были включены в совокупную долговую нагрузку ЛСС, так как они не имели подтвержденных финансовых гарантий и компенсировались материальными запасами и дебиторской задолженностью. Вместе с тем эти платежи представляют собой альтернативную форму финансирования и не должны исключаться из анализа структуры баланса и структуры капитала компании.

ЛСС учитывает выручку от продаж и прибыль после завершения строительства и продажи объектов недвижимости, что является более консервативным подходом, чем метод процента выполнения. Учет с помощью метода завершеного контракта обычно характеризуется задержкой между моментом получения компанией денежных средств от клиентов в ходе реализации проекта и моментом учета соответствующей выручки и маржи. Таким образом, текущий приток и отток денежных средств относятся к работам, по которым выручка и маржа будут учитываться только через несколько лет.

При проведении анализа мы считаем, что операционный денежный поток является более точным показателем фактического генерирования денежного потока ЛСС. Использование операционного денежного потока до изменения в оборотном капитале — показателя, чаще всего применяемого для определения кредитоспособности при присвоении рейтингов промышленным компаниям, — может привести к искажению информации, поскольку он не включает такие показатели, как авансовые платежи клиентов, затраты на завершение строительства будущих объектов или капиталовложения в земельные участки; все эти показатели учитываются как изменения в оборотном капитале.

Таблица 1

Сравнение данных, приведенных в отчетности ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ», с показателями, скорректированными Standard & Poor's (млн руб.)*

Финансовый год, закончившийся 31 декабря 2007 г.

Данные отчетности ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»				
	Акционерный капитал	Операционная прибыль после износа и амортизации	Операционный денежный поток	Операционный денежный поток
Данные отчетности	1783	2058	(3267)	(3267)
Корректировки Standard & Poor's				
Переклассификация неоперационных доходов (расходов)	--	104	--	--
Переклассификация процентных выплат, дивидендов и сумм налогообложения	--	--	(374)	(374)
Переклассификация изменений в оборотном капитале	--	--	--	4644
Миноритарные пакеты акций	315	--	--	--
Другое	--	--	1316	--
Итого корректировки	315	104	942	4,270

Показатели с учетом корректировок Standard & Poor's

	Акционерный капитал	ЕВИТ	Операционный денежный поток	Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале
Скорректированные показатели	2098	2163	(2325)	1003

*Следует обратить внимание на то, что два приведенных в отчетности показателя (операционная прибыль до износа и амортизации и операционный денежный поток) используются для расчета более одного скорректированного показателя (соответственно, операционная прибыль до износа и амортизации и ЕВИТДА; операционный денежный поток и операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале). Поэтому в первом разделе некоторых таблиц эти показатели могут быть указаны дважды.

Таблица 2 |

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» в сравнении с компаниями, имеющими аналогичный рейтинг *

	ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»	ОАО «Группа КД»	ОАО «Южная телекоммуникационная компания»¶	ОАО ТМК¶§
Кредитные рейтинги**	В/Стабильный/В	В-/ Стабильный/--	В/Watch Негативный/--	В+/ Негативный/--
(млн долл.)	Финансовый год, закончившийся 31 декабря 2007 г.			
Выручка	362	97	823	4179
ЕВИТДА	87	33	307	918
Чистая прибыль	42	32	49	487
Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале (FFO)	41	20	193	615
Операционный денежный поток	(95)	15	163	229
Капитальные расходы	54	2	156	662
Долг	271	74	951	1572
Акционерный капитал	85	82	429	2101
Скорректированные коэффициенты				
Операционная прибыль (до износа и амортизации)/ выручка, %	24,1	33,4	37,5	21,8
Обеспеченность процентных выплат показателем ЕВИТ, раз	6,9	6,4	1,8	7,6
Обеспеченность процентных выплат показателем ЕВИТДА, раз	6,8	6,4	3,3	8,9

Доходность капитала, %	34,3	27,9	12,1	23,0
FFO/ долг, %	15,1	26,6	20,3	39,1
Операционный денежный поток/ долг, %	(34,9)	19,8	17,2	14,6
Долг/ EBITDA, раз	3,1	2,3	3,1	1,7

*Полностью скорректирован. ¶Полностью скорректирован (в том числе на величину пенсионных обязательств). § Долг скорректирован на величину избыточных средств. **По состоянию на 26 марта 2009 г.

Таблица 3 |

Финансовые показатели ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»*

(млн руб.)	Год, закончившийся 30 июня 2008 г.	Финансовый год, закончившийся 31 декабря 2007 г.		
		2007	2006	2005
Выручка	7804	8903	7712	5629
ЕБИТДА	1644	2145	729	369
Чистая прибыль	970	1,027	433	303
Операционный денежный поток	1123	(2325)	(1394)	(1646)
Капитальные расходы	705	1336	109	525
Долг	5345	6655	2606	1568
Акционерный капитал	3219	2098	1068	654
Скорректированные коэффициенты				
Операционная прибыль (до износа и амортизации) / выручка, %	21,1	24,1	9,5	6,6
Обеспеченность процентных выплат показателем EBIT, раз	2,9	6,9	6,7	9,2
Обеспеченность процентных выплат показателем EBITDA, раз	2,9	6,8	6,3	9,8
Доходность капитала, %	20,6	34,3	25,9	23,6
Операционный денежный поток/ долг, %	21,0	(34,9)	(53,5)	(105,0)
Долг/ EBITDA, раз	3,3	3,1	3,6	4,2

Долг/ долг и акционерный капитал, %	62,4	76,0	70,9	70,6
-------------------------------------	------	------	------	------

*Полностью скорректирован.

Кредитные рейтинги по состоянию на 26 марта 2009 г.*

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»

Кредитный рейтинг	В/Стабильный/В
Рейтинг по национальной шкале	ruA/--/--
Рейтинг приоритетного необеспеченного долга (1 выпуск)	В
Рейтинг по национальной шкале (1 выпуск)	ruA

История присвоения кредитного рейтинга

07.10.2008	<i>По обязательствам в иностранной валюте</i>	В/Стабильный/В
12.12.2007		В/Позитивный/В
22.12.2006		В/Стабильный/В
07.10.2008	<i>По обязательствам в национальной валюте</i>	В/Стабильный/В
12.12.2007		В/Позитивный/В
22.12.2006		В/Стабильный/В
12.12.2007	<i>По национальной шкале</i>	ruA/--/--
22.12.2006		ruA/--/--

Характеристика бизнес-профиля Уязвимый

Характеристика финансового профиля С высоким уровнем долга

Сроки погашения долга:

(По состоянию на 31 декабря 2008)

2009: 197 млн долл.

2010: 38 млн долл.

2011: 12 млн долл.

*Если не указано иное, все рейтинги в отчете даны по международной шкале. Кредитные рейтинги Standard & Poor's по международной шкале сопоставимы для различных стран. Кредитные рейтинги Standard & Poor's по национальной шкале имеют отношение к эмитентам и их долговым обязательствам внутри каждой конкретной страны.

Для получения более подробной информации:

Изабела Листовска, Франкфурт, 49 (0) 693 399 91-27

Варвара Никанорова, Франкфурт, 49 (69) 33-99-91-35

Адреса электронной почты аналитиков:

Izabela_Listowska@standardandpoors.com

Varvara_Nikanorava@standardandpoors.com

CorporateFinanceEurope@standardandpoors.com