

# STANDARD & POOR'S

01.09.2009

ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» — краткое обоснование кредитного рейтинга

*(Перевод с английского)*

**Кредитный рейтинг:** В/Стабильный/В

Уровень рейтингов российской строительно-монтажной компании ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» (ЛСС) сдерживают подверженность компании рискам ликвидности и по-прежнему очень низкий спрос на жилую недвижимость в Российской Федерации (рейтинг по обязательствам в иностранной валюте: ВВВ/Негативный/А-3; по обязательствам в национальной валюте: ВВВ+/Негативный/А-2). По мнению Рейтинговой службы Standard & Poor's, этот низкий спрос может сохраниться по крайней мере на протяжении 2009 г., учитывая ухудшение макроэкономических показателей, низкий уровень доверия потребителей и сокращение ипотечного кредитования. К числу других негативных факторов относятся недостаточная прозрачность и предсказуемость административной системы России и зависимость группы от динамики развития сектора недвижимости лишь в одном российском регионе.

Указанные риски смягчают: ведущие позиции ЛСС на основном рынке (Санкт-Петербург и регион в целом — Северо-Запад России), устоявшаяся деловая репутация компании в завершении строительных проектов 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 благоприятного спроса, с конца 2008 г. операционные показатели ЛСС продолжают подвергаться негативному влиянию резкого замедления темпов развития региональных рынков жилья. Мы полагаем, что влияние этого фактора на операционные показатели ЛСС будет сглаживаться продемонстрированной компанией способностью сокращать количество новых проектов застройки и относительно устойчивым притоком заказов клиентов в последние несколько месяцев, хотя их объем оказался существенно меньше, чем в 2008 г. В настоящее время доля отказов от объектов жилья и дефолтов по обязательствам пока является умеренной, но, по нашему мнению, в существующих экономических условиях такого рода риски сохраняются. Информация, полученная от руководства компанией, позволяет сделать вывод о том, что деятельность ЛСС остается довольно устойчивой к сокращению доступа к ипотечному финансированию, поскольку за счет ипотечных кредитов финансируется лишь небольшая часть договоров клиентов компании.

По нашим оценкам, ЛСС сохранит высокие показатели рентабельности в 2009 г., а рентабельность по ЕБИТДА превысит 20%, поскольку падение цен на жилье и сокращение объема новых заказов в значительной степени могут быть компенсированы снижением

затрат на строительство, в частности на бетон и сталь. 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.

#### *Основные тенденции показателей денежного потока и структуры капитала*

Как и во многих аналогичных компаниях, к началу спада на рынке жилой недвижимости баланс ЛСС характеризовался агрессивным уровнем финансового рычага вследствие того, что на протяжении нескольких последних лет компания придерживалась амбициозной стратегии роста, финансируемого в основном за счет долга. По состоянию на 31 декабря 2008 г. совокупный долг на балансе ЛСС достиг пикового значения — около 6,6 млрд руб., однако часть этого долга была впоследствии погашена за счет внутренних источников денежных средств. По состоянию на 31 августа 2009 г. на основании информации, полученной от компании, совокупный долг на балансе ЛСС составлял около 5,39 млрд руб. В целом финансовый профиль ЛСС соответствует показателям некоторых аналогичных компаний строительной отрасли России. На основании предварительной финансовой отчетности за 1-е полугодие 2009 г. можно сделать вывод о том, что показатели кредитоспособности ЛСС выше наших требований для данного уровня рейтингов, с отношением долга к EBITDA около 1,3 раза и отношением долга к собственному капиталу — около 50%. Однако эти показатели были адекватными, учитывая слабые показатели ликвидности компании и сложные рыночные условия.

#### *Ликвидность*

В последние месяцы ЛСС добилась успехов в улучшении дюрациии долга. Несмотря на это улучшение, мы оцениваем ликвидность ЛСС как слабую в соответствии с нашими критериями рейтинга, поскольку считаем, что она зависит от внешнего финансирования, привлекаемого на кредитном рынке, который переживает нелегкие времена. Информация, полученная от компании, свидетельствует о том, что доступные ликвидные средства ЛСС не покрывает ее финансовые обязательства (долговые обязательства с наступающим сроком погашения и амортизационные выплаты) сроком погашения в течение года.

По состоянию на 31 августа 2009 г. компания имела свободные остатки денежных средств в размере около 20 млн долл. и 49 млн долл. в рамках кредитной линии (для лизинговых сделок и подобных схем финансирования) от одного из региональных банков по сравнению с 36 млн долл. долговых обязательств сроком погашения в 2009 г., 44 млн долл. и 25 млн долл. сроком погашения в 1-м и 2-м квартале 2010 г. соответственно. По информации, имеющейся у Standard & Poor's, ЛСС будет накапливать денежные средства для погашения долга. Однако мы полагаем, что генерируемые компанией денежные потоки могут лишь частично ликвидировать разрыв в финансировании, поэтому компании, возможно, придется пролонгировать значительную часть долговых обязательств с наступающими сроками погашения и (или) привлечь дополнительное финансирование из других источников. Мы считаем, 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 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 августа 2009 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 120 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.

#### **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 руководство компании будет придерживаться финансовой дисциплины и использовать взвешенный подход к графику развития новых проектов с учетом слабого спроса, что является важным фактором сохранения характеристик кредитоспособности, соответствующих уровню рейтингов. Мы полагаем, что группа сможет обеспечить отношение скорректированного долга к EBITDA на уровне около 3,5 раза, что соответствует ее рейтингу «В».

Мы рассмотрим возможность о понижении рейтинга, если ЛСС не удастся надлежащим образом решить вопрос погашения краткосрочного долга 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 неопределенности относительно перспектив бизнеса компании.

#### **Для получения более подробной информации:**

**Изабела Листовска**, Франкфурт, 49 (69) 33-99-91-27

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

#### **Адреса электронной почты аналитиков:**

[Izabela\\_Listowska@standardandpoors.com](mailto:Izabela_Listowska@standardandpoors.com)

[varvara\\_nikanorova@standardandpoors.com](mailto:varvara_nikanorova@standardandpoors.com)

[PublicFinanceEurope@standardandpoors.com](mailto:PublicFinanceEurope@standardandpoors.com)