

STANDARD & POOR'S

11.12.2009

ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» — кредитный рейтинг

(Перевод с английского)

Текущие рейтинги

В/Стабильный/В

Рейтинг по российской шкале:

ruA/—/—

Основные факторы, влияющие на уровень рейтинга

Позитивные факторы:

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

Негативные факторы:

- низкие показатели ликвидности вследствие того, что значительную долю в структуре долга составляют краткосрочные долговые обязательства, и постоянные потребности в рефинансировании;
- сильный циклический спад на российском рынке недвижимости;
- недостаточная прозрачность и предсказуемость административной системы России;
- высокий уровень риска отрасли недвижимости вследствие волатильности объемов и цен;
- ограниченные масштаб и диверсификация бизнеса.

Обоснование

Уровень рейтингов российской строительно-монтажной компании ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» (ЛСС) сдерживают агрессивный профиль финансовых рисков компании в соответствии с нашей классификацией, подверженность компании рискам ликвидности вследствие того, что значительную долю в структуре долга составляют краткосрочные долговые обязательства, и постоянные потребности в рефинансировании. Негативное влияние на рейтинги оказывает также по-прежнему 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, низкий спрос может сохраниться на протяжении 2010 г. 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 и недавнее расширение бизнеса 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. Все эти факторы приобретают еще большее значение в период спада в отрасли. 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 основные проблемы административного и правового характера и продемонстрировала проактивное управление финансами, устоявшиеся отношения с кредитными организациями и традиционно хороший доступ к российскому рынку кредитных ресурсов.

Основные изменения показателей бизнеса и рентабельности

Операционные показатели ЛСС продолжают подвергаться негативному влиянию резкого замедления темпов развития региональных рынков жилья, которое сохраняется с конца 2008 г. Хотя тенденции операционной деятельности компании вселяют надежду, мы полагаем, что давление на спрос и цены на жилье сохранится в ближайшее время вследствие негативной динамики макроэкономических показателей и низкого уровня доверия клиентов. Вместе с тем мы считаем, что влияние этого фактора на операционные показатели ЛСС будет сглаживаться продемонстрированной компанией способностью управлять портфелем проектов застройки в условиях снижения спроса и относительно устойчивым притоком заказов клиентов в течение 10 месяцев 2009 г., хотя их объем оказался существенно меньше, чем в 2008 г., когда он был очень значительным. В настоящее время доля отказов от объектов жилья и неплатежей 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 хорошие показатели рентабельности в 2009 г., рентабельность по EBITDA составит 20-30%, поскольку падение цен на жилье и сокращение объема новых заказов могут быть компенсированы снижением цен на строительные материалы и мерами по сокращению затрат. Негативным фактором является то, что в случае дальнейшего падения курса рубля по отношению к доллару возникает 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 и, по данным компании, на 30 ноября 2009 г. долг

составлял 4,5 млрд руб. Мы оцениваем это обстоятельство как положительное для кредитоспособности, особенно в условиях слабых рынков.

В целом финансовый профиль ЛСС пострадал гораздо меньше, чем у некоторых компаний с аналогичным уровнем рейтинга, однако в ближайшее время денежный поток ЛСС может оказаться под давлением вследствие сокращения объема заказов в 2009 г. по сравнению с прошлым годом. На основании результатов компании за 12 месяцев, закончившихся 30 июня 2009 г., можно сделать вывод о том, что показатели кредитоспособности ЛСС выше наших требований для данного уровня рейтингов, с отношением долга к EBITDA около 1,0 раза и отношением долга к капиталу — около 50%. Однако эти показатели не являются самыми значимыми, учитывая характер развития рынка жилья и применяемый компанией метод учета на основе заверщенного контракта.

Ликвидность

Несмотря на рефинансирование долговых обязательств в последнее время, ликвидность ЛСС оценивается как «слабая» в соответствии с нашей классификацией вследствие того, что компания подвержена рискам, связанным с потребностями в рефинансировании, и в связи с отсутствием доступных источников ликвидности для покрытия полного объема долговых обязательств в ближайшие 12 месяцев. Тем не менее мы полагаем, что подверженность ЛСС риску ликвидности уменьшилась по сравнению с началом года — после того, как компания получила несколько двусторонних кредитов от банков, что помогло ей улучшить дюрацию долга и лучше распределить сроки его погашения.

По информации, имеющейся у аналитиков Standard & Poor's, компания должна иметь возможность погасить долговые обязательства и амортизационные выплаты сроком погашения в 2010 г. в объеме порядка 100 млн долл., при этом ей потребуется рефинансирование лишь небольшого объема долга. Более того, в настоящее время компания завершает выпуск облигаций на сумму 2,0 млрд руб. Успешное размещение облигаций обеспечит полное выполнение обязательств по погашению долга до конца 2010 г. и улучшит характеристики ликвидности ЛСС.

Поступление взносов и авансовых платежей новых клиентов остается одним из важнейших компонентов финансовой гибкости ЛСС для финансирования текущих операций и частичного погашения долга. По данным, полученным от руководства компании, ЛСС имеет около 75 млн долл. законтрактованных денежных потоков в 2010 г. и около 35 млн долл. в 2011 г., хотя существует риск неплатежей по обязательствам некоторых договоров или пересмотра их условий в сложившейся ситуации.

Недавно проведенная 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

Необеспеченным облигациям на сумму 2 млрд руб. (65 млн долл.), которые предполагает выпустить российская строительно-монтажная компания ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» (В/Стабильный/В), присвоен рейтинг «В» и рейтинг по российской шкале «ruA» — на том же уровне, что и кредитный рейтинг эмитента. Этому долгу присвоен рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта на уровне «4», что соответствует среднему уровню ожидаемого возмещения долга после дефолта (30-50%).

Кредитным нотам (*credit-linked notes* — *CLN*) объемом 100 млн руб. (24,4 млн долл. в обращении в настоящий момент), выпущенным компанией Golden Ring Finance S.A. под

гарантии ЛСС, присвоен рейтинг «В» — на том же уровне, что и кредитный рейтинг компании-гаранта. Этому долгу присвоен рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта на уровне «4», что соответствует среднему уровню ожидаемого возмещения долга после дефолта (30-50%).

Дополнительную информацию см. в статье «ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» — рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта», опубликованной в RatingsDirect 11 декабря 2009 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. Мы считаем эти два фактора важнейшими факторами сохранения характеристик кредитоспособности, соответствующих уровню рейтингов.

Мы рассмотрим возможность понижения рейтинга, если ЛСС не удастся надлежащим образом решить вопрос погашения краткосрочного долга. Давление на рейтинги могут оказать отказ ЛСС от взвешенной стратегии развития новых проектов или дополнительное резкое снижение спроса на жилье. Неблагоприятные изменения в несформировавшейся системе регулирования и административной системе России также могут привести к негативным рейтинговым действиям. Повышение рейтингов в ближайшее время маловероятно вследствие неблагоприятного состояния рынка недвижимости и неопределенности относительно восстановления роста.

Характеристика бизнеса

ЛСС базируется в Санкт-Петербурге и специализируется преимущественно на проектах застройки и строительства объектов жилой (90% выручки) и коммерческой (10%) недвижимости. Компания присутствует на рынке более 20 лет и является одним из лидеров петербургского строительного рынка, который отличается сильной фрагментацией. За 12 месяцев, закончившихся 30 июня 2009 г., выручка компании составила около 18 млрд руб.

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

Профиль бизнес-рисков: подверженность высокому отраслевому риску, однако прочное положение на региональном рынке

Мы оцениваем профиль бизнес-рисков ЛСС как «слабый» на основании следующих причин:

- Отрасль строительства и недвижимости подвержена высокому риску вследствие сильной конкуренции и ограниченных барьеров для входа на рынок, высоких потребностей в капитале, постоянной подверженности рискам спекулятивного строительства и циклических колебаний цен и объемов продаж. В частности, мы считаем российский рынок недвижимости чувствительным к изменениям экономической и политической среды, которая развивается, но еще далека от стадии зрелости.
- Система регулирования в России является сложной, развивающейся, для нее характерна недостаточная прозрачность и предсказуемость. Очень длительный, как правило, процесс получения разрешений на выполнение проектов, от начальной

стадии до получения свидетельства о завершении, требует установления и поддержания отношений с местными органами власти и глубокого знания местных административных процедур.

- Ограниченный масштаб бизнеса и диверсификации ЛСС. Компания зависит от динамики развития сектора недвижимости лишь в одном российском регионе. Кроме того, специфика рынка, в частности, необходимость устанавливать эффективные рабочие отношения с соответствующими представителями местных органов власти, сильно затрудняет диверсификацию бизнеса и его расширение на различные рынки.
- Показатели рентабельности сильно зависят от циклических колебаний спроса, цен продажи и затрат на материалы.

Негативное влияние этих рисков частично компенсируется следующими факторами:

- Руководство ЛСС продемонстрировало опыт и умение эффективно управлять основными административными и правовыми рисками. За более чем 20 лет работы ЛСС смог сформировать успешную модель бизнеса.
- Ведущие позиции на консолидирующемся рынке, чему способствует вертикальная интеграция деятельности, обеспечивающая повышение контроля затрат и качества проектов почти на каждом этапе. Подверженность рискам, связанным с кредитоспособностью субподрядчиков, невысока, поскольку большинство субподрядчиков входят в группу ЛСС и полностью контролируются компанией.
- Более крупные размеры ЛСС по сравнению с аналогичными компаниями и длительный опыт работы. Узнаваемость торговой марки компании и имеющиеся у нее административные ресурсы обеспечивают ей ряд конкурентных преимуществ. К ним относятся синергия затрат, более высокая покупательная способность и во многих случаях — приоритетное право заключения сделок с государством (как правило, в рамках федеральных жилищных программ), поскольку государственные органы положительно относятся к контрагентам, с которыми у них сложились хорошие отношения.
- Хорошая рентабельность. ЛСС продемонстрировала способность корректировать затраты с учетом сокращения объемов работ и цен продаж и, таким образом, сохранить показатели операционной маржи.

Профиль финансового риска: агрессивный вследствие амбициозной стратегии роста и слабой ликвидности

Мы оцениваем профиль финансового риска ЛСС как агрессивный на основании следующих причин:

- Группа традиционно проводит очень агрессивную финансовую политику, которая отражается в амбициозной стратегии роста, высокой готовности к привлечению долга и сильной зависимости от краткосрочного долга.
- 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 ЛСС, особенно в сложных условиях на финансовых рынках.

Негативное влияние этих факторов частично компенсируется следующими обстоятельствами:

- Руководство ЛСС продемонстрировало сбалансированный подход к реализации новых проектов застройки и готовность обеспечивать достаточно взвешенный контроль затрат и снижать уровень долга в условиях спада. Компания максимально возможным образом привязывает указанные в договоре цены на недвижимость к доллару в целях снижения валютного риска.
- Проактивное управление финансами, сложившиеся отношения с кредитными организациями и хороший доступ к российскому рынку кредитных ресурсов в предыдущие годы. 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 превышают наши показатели, установленные для рейтинга категории «В». Мы оцениваем показатели компании как соответствующие, учитывая слабый профиль ликвидности ЛСС и сложные рыночные условия. Кроме того, мы полагаем, что ЛСС будет использовать часть этого запаса для инвестиций в расширение бизнеса после восстановления роста на рынках.

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 полностью 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 заверщенного 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, завершившийся 31 декабря 2008 г.—

Данные отчетности ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»						
	Акционерный капитал	Операционная прибыль после износа и амортизации	Процентные расходы	Операционный денежный поток	Операционный денежный поток	Капитальные расходы
Данные отчетности	3 048,0	3 668,8	577,4	2 085,2	2 085,2	371,7
Корректировки Standard & Poor's						
Капитализированные проценты	—	—	78,3	(78,3)	(78,3)	(78,3)
Переклассификация неоперационных доходов (расходов)	—	107,1	—	—	—	—
Переклассификация процентных выплат, дивидендов и сумм налогообложения	—	—	—	(640,0)	(640,0)	—
Переклассификация изменений в оборотном капитале	—	—	—	—	1 269,6	—
Миноритарные пакеты акций	835,7	—	—	—	—	—
Итого корректировки	835,7	107,1	78,3	(718,4)	551,2	(78,3)
Показатели с учетом корректировок Standard & Poor's						
	Акционерный капитал	ЕБИТ	Процентные расходы	Операционный денежный поток	Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале	Капитальные расходы
Скорректированные показатели	3 883,7	3 776,0	655,8	1 366,9	2 636,4	293,4

*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 ЕБИТДА; 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 «Уралсвязьинформ»	ОАО «Южная телекоммуникационная компания»	ОАО ТМК	ОАО ОМЗ
Кредитный рейтинг компании	В/Стабильный/В	В+/Стабильный/—	В/Стабильный /—	В/Негативный/—	В- /Стабильный/—
Профиль бизнес-рисков	Слабый	Приемлемый	Слабый	Приемлемый	Слабый
Профиль финансовых рисков	Агрессивный	Агрессивный	С высоким уровнем долга	С высоким уровнем долга	С высоким уровнем долга
Средние показатели за последние три финансовых года					
Выручка	365,1	1 417,9	741,7	4 423,7	933,9
ЕБИТДА	80,4	461,3	281,2	904,0	77,8
Чистая прибыль	34,8	69,3	18,0	376,2	49,7
Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале (FFO)	50,0	340,9	160,8	599,4	58,2
Капитальные расходы	24,9	292,4	144,2	613,4	68,3
Свободный операционный денежный поток	(62,6)	78,5	24,2	(224,1)	(59,7)
Долг	197,8	1 173,9	919,7	2 066,1	422,0
Акционерный капитал	85,1	758,9	327,8	1 919,2	286,7
Скорректированные коэффициенты					
Операционная прибыль (до износа и амортизации)/ выручка, %	22,3	33,3	38,1	20,3	8,3
Обеспеченность процентных выплат показателем ЕБИТДА, раз	6,1	4,2	3,1	6,0	1,9
Доходность капитала, %	34,7	11,0	10,6	19,9	10,0
FFO/долг, %	26,3	29,2	17,6	29,0	13,8
Свободный операционный денежный поток/ долг, %	(28,6)	6,7	2,6	(10,8)	(14,1)
Долг/ЕБИТДА, раз	2,4	2,5	3,3	2,3	5,4

Совокупный долг / долг плюс акционерный капитал, %	69,4	60,7	73,8	51,8	59,5
--	------	------	------	------	------

*По состоянию на 11 декабря 2009 г.

Таблица 3

Финансовые показатели ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»*

	—Финансовый год, завершившийся 31 декабря—				
Млн руб.	2008	2007	2006	2005	2004
Выручка	13 023,6	8 903,2	7 712,0	5 629,2	6 145,2
ЕБИТДА	3 805,8	2 087,1	728,9	369,4	187,8
Чистая прибыль	1 307,0	1 077,4	432,9	303,1	104,8
Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале (FFO)	2 636,4	1 009,1	562,3	276,8	0,0
Капитальные расходы	293,4	1 335,6	109,4	524,6	0,0
Свободный операционный денежный поток	1 073,5	(4 970,4)	299,4	(2 171,1)	0,0
Долг	6 619,4	6 654,8	2 605,6	1 568,5	267,7
Акционерный капитал	3 883,7	2 053,4	1 067,8	653,6	336,7
Скорректированные коэффициенты					
Операционная прибыль (до износа и амортизации)/ выручка, %	29,2	23,4	9,5	6,6	3,1
Обеспеченность процентных выплат показателем ЕБИТ, раз	5,8	6,6	6,7	9,2	28,3
Обеспеченность процентных выплат показателем ЕБИТДА, раз	5,8	6,6	6,3	9,8	33,7
Доходность капитала, %	38,4	33,2	25,9	23,6	32,6

FFO/долг, %	39,8	15,2	21,6	17,6	0,0
Долг/ EBITDA, раз	1,7	3,2	3,6	4,2	1,4
Долг /долг плюс акционерный капитал, %	63,0	76,4	70,9	70,6	44,3

*Полностью скорректированы.

Кредитный рейтинг (по состоянию на 11 декабря 2009 г.)

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»

Кредитный рейтинг В/Стабильный/В

Рейтинг по российской шкале ruA/—/—

Рейтинг приоритетного необеспеченного долга (2 выпуска) В

Рейтинг по российской шкале (2 выпуска) ruA

История присвоения кредитных рейтингов

7 октября 2008 г.	<i>По обязательствам в иностранной валюте</i>	В/Стабильный/В
12 декабря 2007 г.		В/Позитивный/В
22 декабря 2006 г.		В/ Стабильный /В
7 октября 2008 г.	<i>По обязательствам в национальной валюте</i>	В/ Стабильный /В
12 декабря 2007 г.		В/Позитивный/В
22 декабря 2006 г.		В/ Стабильный /—
22 декабря 2006 г.		В/ Стабильный /В
12 декабря 2007 г.	<i>Рейтинг по российской шкале</i>	ruA/—/—
22 декабря 2006 г.		ruA-/—/—

Профиль бизнес-рисков Слабый

Профиль финансовых рисков Агрессивный

Сроки погашения долга

(на 31 декабря 2009 г.)

2010 г.: 102 млн долл.

2011 г.: 23 млн долл.

2012 г.: 14 млн долл.

В последующие годы: 18 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

Андрей Николаев, Москва, 7 (495) 783-41-31

Адреса электронной почты аналитиков:

Izabela_Listowska@standardandpoors.com

Andrey_Nikolaev@standardandpoors.com

PublicFinanceEurope@standardandpoors.com