

Для получения более  
подробной информации:  
Лоренцо Слюсарев, Москва, 7  
(495) 783-41-32  
Изабелла Листовска,  
Франкфурт, 49 (0) 693 399 91-27

Адреса электронной почты  
аналитиков:

[lorenzo\\_sliusarev@standardandpoors.com](mailto:lorenzo_sliusarev@standardandpoors.com)  
[izabella\\_listowska@standardandpoors.com](mailto:izabella_listowska@standardandpoors.com)  
[CorporateFinanceEurope@standardandpoors.com](mailto:CorporateFinanceEurope@standardandpoors.com)

Дата публикации:  
21.03.2007

## ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» — кредитный рейтинг

*(Перевод с английского)*

Кредитный рейтинг компании: В/Стабильный/В

Рейтинг по национальной шкале: ruA-

### Основные факторы, влияющие на уровень рейтинга

Позитивные факторы:

- ведущая строительная компания в Санкт-Петербурге и прилегающих районах;
- вертикально интегрированная структура, помогающая более эффективно контролировать качество и стоимость выполняемых работ;
- высокий рост масштабов бизнеса, доходов и прибыльности;
- благоприятная рыночная конъюнктура, обусловленная позитивными изменениями в экономике, а также в уровнях дохода и потребления населения России.

Негативные факторы:

- агрессивная стратегия развития, в том числе региональной экспансии;
- возрастающая степень регулирования и частые изменения в нормативной базе, создающие потенциальную необходимость в корректировке выбранной модели бизнеса;
- работа в отрасли, отличающейся высокой цикличностью и подверженностью экономическим и политическим рискам;
- рост конкуренции;
- недостаточно развитая, непрозрачная и сложная административная и нормативная среда.

### Обоснование

Уровень рейтингов ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» (ЛСС) ? ведущей российской строительно-монтажной компании, базирующейся в Санкт-Петербурге, сдерживают:

агрессивный рост ЛСС, еще не сложившаяся и довольно сложная регулятивная среда, в которой работает компания, недостаточная прозрачность и предсказуемость административной системы России, слабая рыночная диверсификация и малый размер бизнеса ЛСС. Кроме того, рейтинг сдерживают циклический характер строительно-монтажной отрасли, ее зависимость от колебаний экономической конъюнктуры, а также неопределенность политического, правового и делового климата в России.

Указанные риски смягчают: быстрый рост российской промышленности, на фоне которого ЛСС реализует свою вертикально интегрированную, конкурентоспособную бизнес-модель, солидная рыночная позиция и устоявшаяся деловая репутация компании, а также способность ее менеджмента эффективно контролировать издержки и поддерживать конструктивные отношения с администрацией. Положительное влияние на кредитоспособность ЛСС оказывают и такие факторы, как умеренная долговая нагрузка и достаточный уровень ликвидности.

На волне экономического подъема и благоприятной рыночной конъюнктуры компания проводит агрессивную стратегию развития, предусматривающую возможность экспансии за пределами базового рынка (Северо-Запад России), в частности освоение рынков Москвы и регионов. Помимо проблемы роста потребностей в капитале (решаемой при наличии доступных источников ресурсов), расширение географии деятельности чревато рисками, связанными с конкуренцией, а также административной средой и особенностями региональных рынков.

Несмотря на быстрый подъем, обусловленный текущей динамикой рынка, строительная отрасль России весьма чувствительна к экономической конъюнктуре и потребительскому спросу, которые, в свою очередь, зависят от изменчивого политического, административного и делового климата. Кроме того, система регулирования строительной отрасли еще недостаточно зрелая и сформировавшаяся. По этой причине нельзя исключать, что компания будет сталкиваться с новыми проблемами и ей придется периодически пересматривать свою бизнес-модель. Сравнительно небольшая величина и слабая диверсификация бизнеса повышают чувствительность ЛСС к внешним рискам.

Вместе с тем положительное влияние на финансово-экономические и операционные показатели ЛСС оказывают такие факторы, как относительно прочная рыночная позиция компании на ее базовом рынке Северо-Запада России, а также устоявшаяся деловая репутация и известность торговой марки. Вертикально интегрированная структура бизнеса позволяет менеджменту ЛСС контролировать не только ход реализации проектов, но также качество и стоимость строительных работ. Кроме того, эффективная модель вертикальной интеграции в значительной мере способствует поддержанию конкурентоспособности ЛСС, о чем свидетельствует тот факт, что компания занимает довольно солидную позицию на сильно фрагментированном строительном рынке. Поддержанию кредитоспособности ЛСС способствует устоявшаяся деловая репутация компании, в частности наличие управленческой команды, придерживающейся взвешенной политики в сфере управления издержками и финансовыми рисками и эффективно решающей важнейшие проблемы административного и правового характера.

Учитывается и такой позитивный фактор, как умеренный уровень долговой нагрузки компании. По оценкам, в кратко- и среднесрочной перспективе объем общего долга будет превышать EBITDA менее чем в 3 раза и будет примерно втрое меньше суммарных активов.

## **Ликвидность**

Уровень ликвидности оценивается как умеренный, его поддержанию способствует отсутствие крупных обязательств с близкими сроками погашения и в целом сравнительно необременительный график погашения задолженности. Положительными факторами также являются значительный

остаток денежных средств, наличие невыбранных кредитных линий и приемлемый уровень долга. В краткосрочном периоде ЛСС, скорее всего, не потребуются прибегать к существенным долговым заимствованиям для финансирования капиталовложений и роста. Тем не менее финансовая гибкость компании в большей степени будет поддерживаться финансированием в форме авансовых платежей новых клиентов, учитывая, что величина свободного денежного потока компании в ближайшем будущем станет, по-видимому, отрицательной.

## Прогноз

Прогноз “Стабильный” по рейтингам ЛСС отражает наше мнение о том, что конкурентоспособная, вертикально интегрированная модель бизнеса поможет компании сохранять текущий уровень кредитоспособности в ближайшей перспективе. Мы ожидаем, что бизнес-профиль компании будет поддерживаться благоприятными макроэкономическими факторами и высоким спросом на жилую и коммерческую недвижимость в строительной отрасли. Наличие в ЛСС профессиональной управленческой команды, придерживающейся взвешенной финансовой политики и жесткого контроля над издержками, помогут сдержать рост кредитного риска для компании. Рейтинги могут быть повышены при условии дальнейшего повышения финансовых и операционных показателей ЛСС, для достижения чего компании необходимо продуманно расширять и диверсифицировать свой бизнес, сохраняя при этом взвешенный подход к финансовой политике. Это должно происходить на фоне благоприятной динамики развития отрасли и позитивных изменений в регулятивной и административной среде.

И, наоборот, негативное влияние на уровень рейтингов могут оказать либо существенный рост бизнес-риска, вызванный агрессивной экспансией компании на новых, “неопробованных” рынках, либо рост неопределенности в административной сфере, либо заметное ухудшение операционных показателей компании в сочетании со значительным ухудшением ее финансового профиля.

## Характеристика бизнеса: вертикально интегрированная региональная строительная компания

ЛСС базируется в Санкт-Петербурге (Россия) и представляет собой вертикально интегрированную строительную компанию, специализирующуюся преимущественно на проектах застройки и строительства объектов жилой и коммерческой недвижимости. Компания присутствует на рынке более 19 лет и является одним из лидеров (около 16% в 2005 г.) Петербургского строительного рынка, который отличается сильной фрагментацией. По нашим оценкам, выручка компании по итогам 2006 г. превысит 6 млрд руб. (примерно 228 млн долл.).

Профиль бизнес-рисков: быстрый рост бизнеса на фоне малой предсказуемости рынка

## Основной рынок и характеристики отрасли: высокий спрос способствует росту бизнеса

Российский рынок строительных услуг быстро растет под влиянием высокого спроса на жилую и коммерческую недвижимость, который обусловлен благоприятной экономической средой и повышением уровня располагаемого дохода. Ожидается, что в кратко- и среднесрочной перспективе эта отрасль будет продолжать динамично развиваться благодаря сохранению высоких цен на сырьевые товары, а также вследствие относительно низких пока показателей жилой и коммерческой площади в расчете на одного жителя. В 2005 г. годовой объем нового жилищного строительства в стране достиг 43 млн кв. м - на 7% больше, чем в 2004 г. Между тем количество метров жилья на душу населения в России составляет 20 кв. м - менее половины от показателя стран ЕС (40-60 кв. м).

Россия является одним из мировых лидеров по темпам роста цен на жилье, уступая лишь ЮАР и Гонконгу, где также наблюдается бум жилищного строительства. Благоприятная рыночная динамика создает все условия для дальнейшего роста бизнеса ЛСС и его диверсификации в форме расширения присутствия компании в ряде регионов, включая Москву и другие экономически перспективные региональные рынки. Для ЛСС основным рынком является Санкт-Петербург - 2-й по величине экономический центр России. Его характерные особенности - быстроразвивающаяся экономика и непрерывно растущий приток инвестиций (многие крупные иностранные корпорации основывают здесь свои предприятия), устойчивый рост доходов и спроса на жилье.

Позитивное влияние благоприятных рыночных и отраслевых факторов несколько снижают существующие риски. Они связаны с особенностями рынков недвижимости и строительных услуг - их высокой цикличностью, зависимостью от экономической и политической среды России, которая постепенно развивается, но еще не скоро достигнет стадии зрелости. Также учитываются: непрозрачность режима регулирования и административной системы, которая накладывается на операционные риски, порождает неопределенность и задерживает процесс выполнения проектов; коррупция, противоречия в политике и действиях региональных властей, препятствующие географической диверсификации и региональной экспансии компании, а кроме того, малодифференцируемый характер продукции компании (так как клиенты предпочитают покупать квартиры без отделки).

### **Режим регулирования: формирование отрасли сопряжено с неопределенностью**

Система регулирования строительной отрасли, как и многих других ключевых отраслей экономики России, еще не сформировалась. С одной стороны, существует строгая, детально разработанная и довольно сложная нормативная база, которая регламентирует самые разные стадии проекта - от его начального рассмотрения и утверждения до конкретных этапов строительства и приемки. С другой стороны, покупатели недвижимости не получают необходимой правовой поддержки. По сути, они рассматриваются наподобие привилегированных инвесторов, которые в значительной степени разделяют риски по проекту с компанией-застройщиком. Можно предположить, что участие регулирующего органа в этих процессах будет усиливаться - особенно в связи с большим количеством примеров, когда граждане вносили немалую предоплату за строящееся жилье и в итоге теряли свои сбережения, поскольку финансируемый ими объект так и не был построен. Другая немаловажная проблема в области регулирования связана с тем, что ЛСС приходится предпринимать значительные усилия для налаживания и поддержания отношений с администрацией регионов, в которых компания уже работает или планирует работать. На своем основном Петербургском рынке компания имеет хорошие, устоявшиеся отношения с властями, но удастся ли ей установить подобные отношения в других регионах - сказать трудно, а неудача может негативно отразиться на ее потенциале роста. Кроме того, существует очевидный фактор неопределенности, связанный с приближающимися выборами, которые могут сопровождаться перестановками в правящей элите и изменениями в административной и регулятивной среде.

### **Конкуренция: вертикальная интеграция дает преимущества в конкуренции**

Петербургский рынок, на котором в основном работает ЛСС, сильно фрагментирован: на долю 15 крупнейших девелоперов приходится менее 50% общего объема строительства (2005 г.). Однако рынок консолидируется, что, с одной стороны, дает ЛСС возможность укрепить свое лидерство, а с другой стороны, создает угрозу того, что конкурирующие игроки увеличат свой бизнес и добьются роста эффекта масштаба. В настоящее время совершаемые ЛСС слияния и поглощения

ограничиваются сделками, которые позволяют компании получить дополнительные права на землю и площади для новых проектов. Поэтому мы не ожидаем, что в краткосрочной перспективе компания станет крупным ядром консолидации. Поддержанию конкурентоспособности ЛСС способствует ее вертикально интегрированная бизнес-модель, позволяющая эффективнее контролировать затраты и качество на всех стадиях выполняемых проектов. Другими факторами, усиливающими позиции компании на ее базовом рынке, являются продолжительный срок присутствия на рынке, известность торговой марки, прочные связи с администрацией и рост масштаба бизнеса. За пределами базового рынка, в частности в высокодоходной Москве и ряде перспективных регионов с быстрорастущей экономикой, где компания планирует расширить свое присутствие, ее конкурентоспособность ниже в силу факторов небольшой величины бизнеса и ограниченной известности бренда.

Московский рынок, в отличие от Петербургского, очень жестко контролируется городскими властями, которые не разрешают передачу земли в частную собственность. Кроме того, свыше 60% общего объема строительства в Москве приходится на долю трех крупнейших компаний. ЛСС уже давно начал осваивать Московский рынок и знаком с его спецификой (большие возможности сопряжены с высокой конкуренцией), и на сегодняшний день у компании имеется ряд проектов в стадии разработки.

В среднесрочной перспективе, расширяя свое присутствие в регионах, ЛСС может столкнуться с рядом проблем, в том числе с конкуренцией со стороны региональных компаний, необходимостью развивать узнаваемость своего бренда и налаживать эффективные деловые отношения с властями муниципалитетов, в которых предстоит работать.

### **Производственная деятельность: продолжительное присутствие на рынке**

За время своего присутствия на рынке (свыше 19 лет) ЛСС сумело построить вертикально интегрированную структуру бизнеса, позволяющую держать под контролем практически все стадии выполняемого проекта - от первоначального эскиза до его полного воплощения в жизнь. В число действующих подразделений ЛСС входят организации, производящие основные строительные материалы и оборудование, что повышает эффективность регулирования затрат, контроля качества и обеспечения бесперебойных поставок. Порядка 90% производственных потребностей ЛСС удовлетворяется за счет материалов и услуг, создаваемых собственными силами, поэтому компания относительно мало зависит от внешних поставщиков.

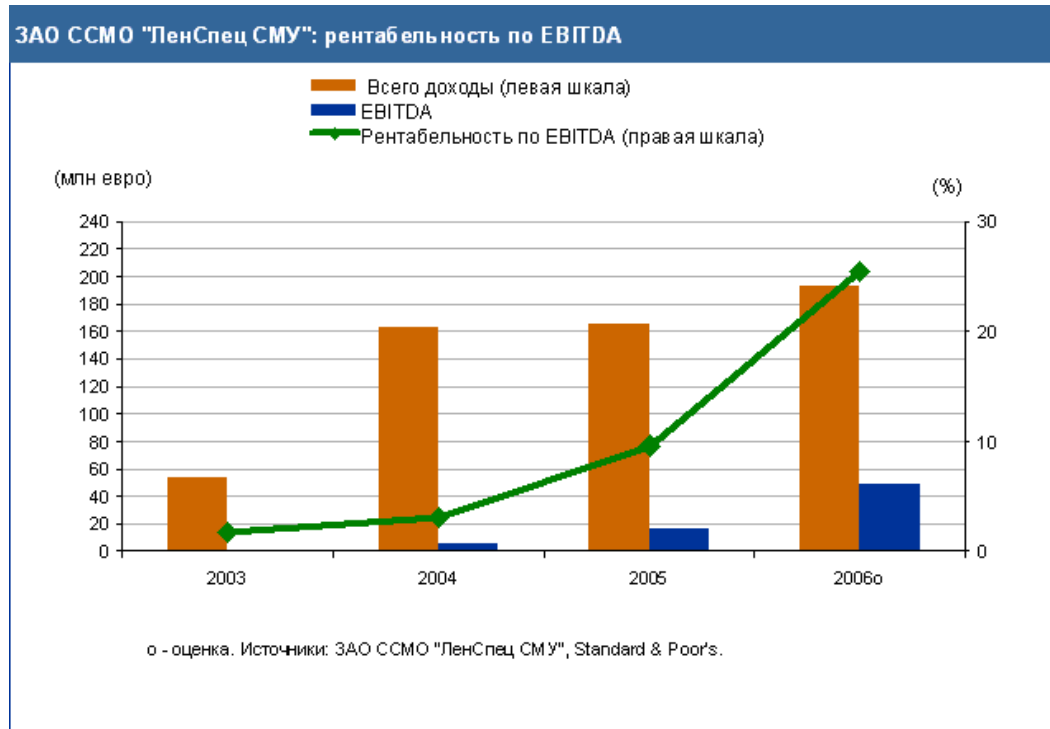
Уровень производственной и географической диверсификации ЛСС недостаточно высок, что в противоположность фактору вертикальной интеграции негативно влияет на профиль бизнес-рисков компании. Основная часть выручки ЛСС и его базовая деятельность связаны преимущественно со строительством элитного жилья в Северо-Западном регионе, прежде всего в пределах Санкт-Петербурга. Дальнейшая взвешенная операционная и географическая диверсификация бизнеса компании позволит ей укрепить свой бизнес-профиль, но для этого необходимо время.

### **Рентабельность: маржа прибыли повышается благодаря быстрому росту цен на жилье**

Операционная рентабельность компании улучшается, чему способствует благоприятная конъюнктура рынка, характеризующаяся стремительным ростом цен на жилье. Кроме того, повышению рентабельности помогают растущий эффект масштаба и преимущества вертикальной интеграции, в том числе эффективное и взвешенное управление издержками. Мы полагаем, что в кратко- и среднесрочной перспективе показатель рентабельности по EBITDA останется достаточно

высоким - между 25 и 30% (см. диаграмму 1). Однако рост операционной рентабельности ЛСС могут замедлить такие факторы, как предстоящая региональная экспансия компании и неопределенность перспектив развития экономической среды и политической ситуации в России, которая нарастает в связи с парламентскими и президентскими выборами, намеченными на 2007-й и 2008 г. С другой стороны, усилия ЛСС в области контроля за издержками и управления ростом должны оказать определенное позитивное влияние на уровень операционной рентабельности.

Диаграмма 1



## Профиль финансовых рисков: ключевая роль заемных средств в финансировании агрессивной программы развития

### Бухгалтерский учет и отчетность

ЛСС представляет аудированную финансовую отчетность, которая составляется как по российским стандартам бухгалтерской отчетности, так и по МСФО. Какой-либо существенной корректировки данных финансовой отчетности компании не требуется, так как у компании нет существенных забалансовых обязательств. В табл. 1 приведены сделанные Standard & Poor's корректировки финансовой отчетности компании за год, завершившийся 31 декабря 2005 г.

Таблица 1. Сравнение данных, приведенных в отчетности ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» за 2005 г., с показателями, скорректированными Standard & Poor's\*

млн руб.				
Данные отчетности ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ»				
	Акционерный капитал	Операционная прибыль (после отчислений на износ и амортизацию)	Операционные денежные потоки	Операционные денежные потоки
	626	494	(1 537)	(1 537)
Корректировки Standard & Poor's				
Переклассификация неоперационных доходов и расходов	—	22	—	—
Переклассификация денежного потока, сформированного процентными, дивидендными и налоговыми выплатами	—	—	1	1
Переклассификация денежного потока с учетом изменений оборотного капитала	—	—	—	2 000
Другое	42	—	—	—
Итоговые корректировки Standard & Poor's	42	22	1	2 001
Показатели с учетом корректировок Standard & Poor's				
	Собственный капитал	ЕВИТ	Операционные денежные потоки	Операционный денежный поток до изменения оборотного капитала
	668	516	(1 535)	465

\* В данной таблице приводятся сделанные Standard & Poor's корректировки показателей финансовой отчетности компании за год, завершившийся 31 декабря 2005 г. В первом разделе, озаглавленном «Данные отчетности ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ», представлены показатели, приведенные в отчетности компании. Во втором разделе, озаглавленном «Корректировки Standard & Poor's», представлены сделанные нами корректировки этих показателей отчетности. В третьем разделе, озаглавленном «Показатели с учетом корректировок Standard & Poor's», представлены показатели, которые мы используем для расчета коэффициентов, приводимых в настоящем отчете. Следует обратить внимание на то, что два указанных в отчетности показателя (операционная прибыль до износа и амортизации и операционные денежные потоки) используются для расчета более одного скорректированного показателя (соответственно операционная прибыль до износа и амортизации и EBITDA; операционный денежный поток и операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале). Поэтому в первом разделе некоторых таблиц эти показатели могут быть указаны дважды.

***Корпоративное управление, толерантность к риску и финансовая политика: агрессивный рост, обусловленный рыночной конъюнктурой***

Финансовая политика ЛСС довольно агрессивна, что отчасти обусловлено динамичным развитием отрасли и высоким спросом на строительные услуги в России. Однако усилия менеджмента, который придерживается взвешенной политики в сфере управления издержками и финансовыми рисками, позволяют уменьшить потенциальные проблемы, связанные с агрессивным ростом. Уровень использования заемных средств в этом году должен достичь исторического максимума, в то время как величина свободного финансового потока компании должна, по нашим оценкам, стать положительной в среднесрочной перспективе. Что касается финансовой гибкости компании, то в ближайшем будущем ее поддержанию будут способствовать необременительный график погашения долговых обязательств и хороший доступ к внешним источникам финансирования.

***Состояние денежных потоков: крупные капиталовложения требуют привлечения средств***

Состояние денежных потоков компании продолжает улучшаться благодаря существенному росту EBITDA. Тем не менее компании придется финансировать значительную часть своих крупных капиталовложений в новые проекты за счет внешних источников ресурсов - в основном авансовых платежей клиентов. В результате мы ожидаем умеренное увеличение финансового рычага компании. После 2007 г. собственных средств компании вместе с авансовыми платежами клиентов должно быть достаточно для финансирования ее проектных инвестиций и покупки земельных участков, что должно содействовать стабилизации долговой нагрузки. Уровень заемных средств относительно постепенно растущего масштаба бизнеса ЛСС должен снизиться до более умеренных значений, что может благоприятно отразиться на показателях достаточности денежных потоков.

***Структура капитала и покрытие активов: долговая нагрузка растет, но остается управляемой***

Уровень долга компании оценивается как приемлемый: по нашим оценкам, к концу 2006 г. отношение общего долга к EBITDA должно было составлять менее 3 раз (см. диаграмму 2), а в дальнейшем оно понизится. В 2007-2008 гг. компании, по всей видимости, придется привлекать заемные средства, чтобы закрыть дефицит финансирования своих существенных капиталовложений (для этих целей используются как доступные внешние источники заемного капитала, так и авансовые платежи клиентов). Ожидается, что величина финансового рычага в номинальном выражении увеличится на 60 млн евро в 2007 г. и на 40 млн евро в 2008 г. Это не



Диаграмма 3

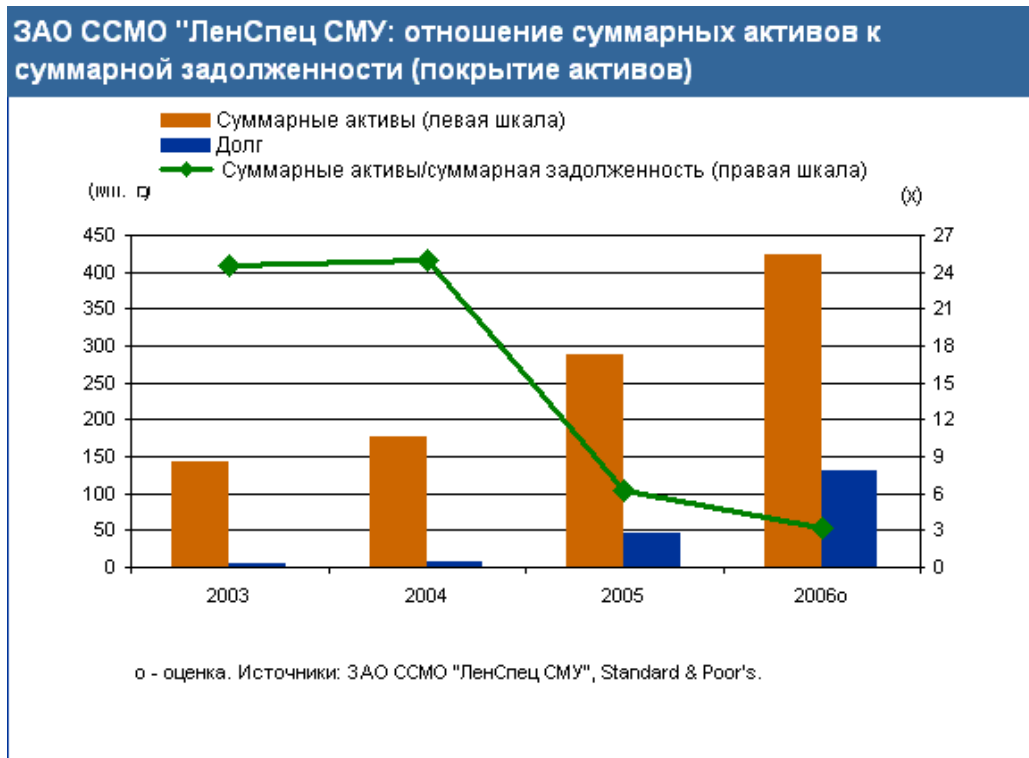


Таблица 2. ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» в сравнении с компаниями, имеющими аналогичные рейтинги\*

	ЛенСпец СМУ	ЗАО JFC Group Co. Ltd.	Rapsod Trade Ltd.	ОАО «Торговый дом «Копейка»	Kaufman & Broad S.A.	Technical Olympic USA Inc.
Кредитный рейтинг компании на 19 декабря 2006 г.	В/Стабильный/В	В-/Стабильный/—	В-/Позитивный/—	В-/Стабильный/—	BB+/Credit Watch Негативный/—	В/Негативный/—
Страна	Россия	Россия	Россия	Россия	Франция	США
млн евро	За год, завершившийся 31 декабря 2005 г.					
Выручка - всего	165,4	307,1	28,2	477,8	1 048,7	2 079,0
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	8,9	11,3	9,3	7,8	52,5	Н/Д
ЕБИТДА	15,8	30,9	7,2	35,3	145,2	Н/Д

Денежный поток от операционной деятельности до изменения оборотного капитала (FFO)	13,7	15,4	7,6	29,1	68,9	Н/Д
Капитальные расходы	15,4	66,3	4,9	108,9	3,0	Н/Д
Свободный операционный денежный поток	(60,5)	(41,8)	(0,2)	(81,0)	33,5	Н/Д
Денежные средства и инвестиции	7,1	4,4	4,9	1,3	71,5	Н/Д
Долг	46,1	111,7	25,0	131,9	258,1	Н/Д
Обыкновенный акционерный капитал	18,4	43,8	41,8	119,4	242,0	Н/Д
Совокупные активы (заявленные)	287,1	178,8	61,4	272,5	1 061,6	2 046,2
Скорректированные показатели						
Операционная прибыль /продажи, %	9,6	10,1	25,4	7,4	13,8	11,7
Обеспеченность процентных выплат показателем EBITDA, раз	14,3	2,8	4,6	3,6	6,8	3,0
FFO/долг, %	29,6	13,8	30,3	22,1	26,7	23,7
Долг/EBITDA, раз	2,9	3,6	3,5	3,7	1,8	3,8
Суммарные активы/долг, раз	6,2	1,6	2,5	2,1	4,1	Н/Д

Свободный операционный денежный поток /долг, %	(131,0)	(37,4)	(0,9)	(61,4)	13,0	(16,9)
Долг/совокупный капитал, %	70,1	71,9	37,2	52,5	50,3	49,1
Обеспеченность процентных выплат показателем ЕБИТ, раз	13,7	2,4	7,7	2,4	5,7	3,4
Доходность капитала, %	35,0	20,4	29,4	11,1	26,9	18,4
* Полностью скорректировано. Долг скорректирован на сумму избыточных денежных средств и инвестиций. Использован обменный курс: 1 евро = 1,184 долл. США; 1 евро = 34,034 рубля. Н/Д - нет данных.						

	За год, завершившийся 31 декабря		
	2005	2004	2003
млн евро			
Выручка - всего	165,4	162,4	53,5
ЕБИТДА	15,8	5,0	0,9
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	8,9	2,8	0,5
Денежный поток от операционной деятельности до изменения оборотного капитала (FFO)	13,7	0,3	(0,3)
Капитальные расходы	15,4	9,8	11,1
Денежные средства и инвестиции	7,1	8,1	3,0
Долг	46,1	7,1	5,8
Обыкновенный акционерный капитал	18,4	8,6	3,7
Скорректированные показатели			
Операционная прибыль /продажи (до износа и амортизации), %	9,6	3,1	1,7
Обеспеченность процентных выплат показателем ЕБИТ, раз	13,7	28,3	2,2
Обеспеченность процентных выплат показателем ЕБИТДА, раз)	14,3	33,7	8,5
Доходность капитала, %	35,0	32,6	2,4
FFO/долг, %	29,6	4,8	(5,6)
Долг/ ЕБИТДА, раз	2,9	1,4	6,4
* Полностью скорректировано. Использован обменный курс: 1 евро = 34,034 рубля для 2005 г., 37,85 руб. для 2004 г. и 36,70 руб. для 2003 г. Н/С - несущественный показатель.			

Информация по рейтингам (по состоянию на 21.03.2007)*		
ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ»		
Кредитный рейтинг компании		В/Стабильный/В
Рейтинг по национальной шкале		ruA-/—/—
Рейтинг приоритетных необеспеченных обязательств		
Рейтинг по национальной шкале		ruA-
История кредитного рейтинга компании		
22.12.2006	по обязательствам в иностранной валюте	В/Стабильный/В
22.12.2006	по обязательствам в национальной валюте	В/Стабильный/В
22.12.2006		В/Стабильный/—
22.12.2006	Рейтинг по национальной шкале	ruA-/—/—
Бизнес-профиль		Уязвимый
Финансовый профиль		Очень агрессивный
Сроки погашения долга	На 30 сентября 2006 г. 2007 г.: 6,5 млн долл. 2008 г.: 6,3 млн долл. 2009 г.: 14,0 млн долл. 2010 г. и в последующие периоды: 66,8 млн долл.	
* Все рейтинги, приводимые в настоящем отчете, - это кредитные рейтинги по международной шкале, если не указано иное. Все кредитные рейтинги по международной шкале, присваиваемые Standard & Poor's, являются сопоставимыми по всем странам. Кредитные рейтинги по национальной шкале, присваиваемые Standard & Poor's, относятся к эмитентам или обязательствам в пределах соответствующей страны.		

Published by Standard & Poor's, a Division of The McGraw-Hill Companies, Inc. Executive offices: 1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020. Editorial offices: 55 Water Street, New York, NY 10041. Subscriber services: (1) 212-438-7280. Copyright 2007 by The McGraw-Hill Companies, Inc. Reproduction in whole or in part prohibited except by permission. All rights reserved. Information has been obtained by Standard & Poor's from sources believed to be reliable. However, because of the possibility of human or mechanical error by our sources, Standard & Poor's or others, Standard & Poor's does not guarantee the accuracy, adequacy, or completeness of any information and is not responsible for any errors or omissions or the result obtained from the use of such information. Ratings are statements of opinion, not statements of fact or recommendations to buy, hold, or sell any securities.

Standard & Poor's uses billing and contact data collected from subscribers for billing and order fulfillment purposes, and occasionally to inform subscribers about products or services from Standard & Poor's, our parent, The McGraw-Hill Companies, and reputable third parties that may be of interest to them. All subscriber billing and contact data collected is stored in a secure database in the U.S. and access is limited to authorized persons. If you would prefer not to have your information used as outlined in this notice, if you wish to review your information for accuracy, or for more information on our privacy practices, please call us at (1) 212-438-7280 or write us at: [privacy@standardandpoors.com](mailto:privacy@standardandpoors.com). For more information about The McGraw-Hill Companies Privacy Policy please visit [www.mcgraw-hill.com/privacy.html](http://www.mcgraw-hill.com/privacy.html).

Analytic services provided by Standard & Poor's Ratings Services ("Ratings Services") are the result of separate activities designed to preserve the independence and objectivity of ratings opinions. Credit ratings issued by Ratings Services are solely statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, hold, or sell any securities or make any other investment decisions. Accordingly, any user of credit ratings issued by Ratings Services should not rely on any such ratings or other opinion issued by Ratings Services in making any investment decision. Ratings are based on information received by Ratings Services. Other divisions of Standard & Poor's may have information that is not available to Ratings Services. Standard & Poor's has established policies and procedures to maintain the confidentiality of non-public information received during the ratings process.

Ratings Services receives compensation for its ratings. Such compensation is normally paid either by the issuers of such securities or by the underwriters participating in the distribution thereof. The fees generally vary from US\$2,000 to over US\$1,500,000. While Standard & Poor's reserves the right to disseminate the rating, it receives no payment for doing so, except for subscriptions to its publications.

Permissions: To reprint, translate, or quote Standard & Poor's publications, contact: Client Services, 55 Water Street, New York, NY 10041; (1) 212-438-9823; or by e-mail to: [research\\_request@standardandpoors.com](mailto:research_request@standardandpoors.com).

**The McGraw-Hill Companies**