

04.04.2008

**ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» — кредитный рейтинг**

(Перевод с английского)

**Основные факторы, влияющие на уровень рейтинга**
**Позитивные факторы:**

- ведущая строительная компания в Санкт-Петербургском регионе;
- вертикально интегрированная структура, позволяющая более эффективно контролировать весь цикл и стоимость выполняемых работ;
- значительный рост масштабов бизнеса, доходов и прибыльности;
- благоприятная рыночная конъюнктура, обусловленная позитивными экономическими и демографическими изменениями в России;
- стремление проводить взвешенную политику в сфере развития бизнеса, маркетинга и финансового риска.

**Кредитный рейтинг**

В/Позитивный/В

*Рейтинг по российской шкале*

ruA/—/—

**Негативные факторы:**

- агрессивная стратегия роста, включая региональную экспансию;
- работа в отрасли, отличающейся высоким уровнем риска;
- высокая степень фрагментированности и конкуренции рынков;
- неопределенность, связанная с изменениями политического и делового климата в России;
- ограниченная диверсификация бизнеса;
- негативная величина свободного операционного денежного потока.

**Обоснование**

Уровень рейтингов российской строительно-монтажной компании ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» (ЛСС) сдерживают: амбициозные планы экспансии компании, циклический характер строительно-монтажной отрасли с повышающейся зависимостью от колебаний экономической конъюнктуры и неопределенности, связанной с изменениями политического и делового климата в России, а также недостаточная прозрачность и предсказуемость административной системы России. К числу других негативных факторов относятся зависимость группы от динамики развития сектора недвижимости лишь в одном российском регионе, высокий уровень риска отрасли, в том числе высокая конкуренция и циклический характер изменения объемов и цен, склонность инвесторов в недвижимость к спекулятивным операциям, а также негативная величина свободного операционного денежного потока вследствие значительных потребностей в оборотном капитале.

Указанные риски смягчают: ведущие позиции группы на основном рынке (Северо-Запад России), устоявшаяся деловая репутация компании и известность торговой марки. ЛСС контролирует все этапы реализации проектов, что позволяет компании эффективно управлять качеством работ и затратами. Кроме того, управленческая команда ЛСС проводит взвешенную политику в сфере развития бизнеса,

маркетинга и финансового риска, включая осмотнительное управление ликвидностью. Компания способна эффективно решать важнейшие проблемы административного и правового характера.

ЛСС смогла повысить рентабельность благодаря активной коммерческой деятельности на рынке недвижимости Санкт-Петербурга, на котором сохраняется устойчивый рост цен на жилье, а также благодаря повышению внимания руководства к управлению рисками и увеличению экономии на масштабе. В результате рентабельность по EBITDA за полный 2007 г., как ожидается, составит 25-30% по сравнению с 10% в 2006 г. Мы считаем, что значительное количество проектов ЛСС и по-прежнему высокий рыночный спрос будут поддерживать высокие операционные показатели в краткосрочной и среднесрочной перспективе. Тем не менее показатели операционной маржи могут снизиться в случае очередного замедления роста цен на недвижимость.

На волне экономического подъема и благоприятной рыночной конъюнктуры компания проводит агрессивную стратегию роста, связанную с высокими потребностями в капиталовложениях. В результате совокупный долг ЛСС увеличился с 2,6 млрд руб. по состоянию на 31 декабря 2006 г. до 6,5 млрд руб. на 31 декабря 2007 г. (6,0 млрд руб. на 7 марта 2008 г. — после досрочного погашения рублевых облигаций серии 01). Это увеличение компенсировалось устойчивым ростом выручки и EBITDA, который может продолжиться и в дальнейшем. Ожидается, что отношение совокупного долга к EBITDA и обеспеченность активов (отношение совокупных активов к совокупному долгу) за полный 2007 г. составит 3,2 по обоим показателям по сравнению с 3,5 и 5,3 соответственно — в 2006 г.

### **Ликвидность**

Ликвидность ЛСС в настоящий момент оценивается как адекватная для данного уровня рейтинга. По состоянию на 7 марта 2008 г. компания имела 5,6 млрд руб. невыбранных кредитных линий, из которых 1,4 млрд руб. являются краткосрочными, в то время как долг ЛСС составляет 0,74 млрд руб. сроком погашения до марта 2009 г. Хотя потребности компании в капиталовложениях в краткосрочной перспективе не предусматривают существенного использования долга, ее финансовая гибкость зависит от внешнего финансирования в форме авансовых платежей клиентов.

Мы ожидаем, что ЛСС будет и в дальнейшем иметь достаточную свободу маневра в рамках финансовых ковенантов по выпуску кредитных нот (CLN), в частности, поддерживая отношение долга к EBITDA на уровне менее 4 и обеспеченность процентных выплат денежным потоком — более 2,5.

### **Прогноз**

Прогноз «Позитивный» по рейтингам ЛСС отражает наше мнение о том, что рейтинги компании могут быть повышены на одну ступень, если ЛСС и в дальнейшем будет придерживаться взвешенной финансовой политики, при которой отношение долга к EBITDA будет сохраняться на уровне в 3,5 раза или ниже, и успешно контролировать весь цикл работ — от незавершенного строительства до цикла конверсии денежных средств — в условиях быстрого роста. Напротив, негативное влияние на прогноз или рейтинги может оказать неожиданное ухудшение текущей рентабельности и рыночной конъюнктуры, слишком агрессивная экспансия на новые рынки или в новые направления бизнеса или негативные изменения несформировавшейся системы регулирования и административной системы.

### **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 (около 10% в 2007 г.) петербургского строительного рынка, который отличается сильной фрагментацией. Выручка компании по итогам 2007 г. составила около 8,0 млрд руб.

### **Профиль бизнес-рисков: уязвимый; вместе с тем позитивным фактором является ведущее положение компании на развивающихся, но высокорискованных рынках**

Негативное влияние на профиль бизнес-рисков ЛСС оказывают особенности высокорискованной отрасли и меняющиеся экономические и правовые условия, а также недостаточный уровень диверсификации и особенности бизнеса, которые несколько сдерживают возможности компании по диверсификации и экспансии бизнеса на различные рынки. Эти негативные факторы частично компенсируются надежной бизнес-моделью ЛСС, успешным опытом работы управленческой команды и сохраняющимися благоприятными рыночными условиями с высоким потенциалом роста.

## **Характеристики отрасли и привлекательность рынка: высокие базовые показатели поддерживают рост спроса, несмотря на высокие отраслевые риски**

Несмотря на некоторое снижение после значительного роста цен, особенно в 2006 г., высокий спрос на новую жилую и коммерческую недвижимость в России, как ожидается, сохранится в краткосрочной и среднесрочной перспективе, чему будут способствовать следующие факторы:

- высокие макроэкономические показатели: в 2007 г. рост ВВП превысил 8%, и ожидается, что в 2008 г. он составит 5-6% благодаря значительному объему иностранных инвестиций и впечатляющему потенциалу промышленного производства;
- благоприятные демографические тенденции, в частности повышение уровня располагаемого дохода и стремление к повышению уровня жизни, учитывая очень низкий показатель количества метров жилья на душу населения в России (20 кв. м) по сравнению с европейскими нормами (50 кв. м), значительный дефицит качественного жилья, миграцию из пригородов в крупные города и возможность повышения цен на жилую недвижимость, что способствует развитию незрелого в настоящий момент рынка аренды;
- государственная политика поддержки жилищных программ;
- последовательное улучшение условий кредитования, в том числе снижение процентных ставок по ипотечному кредитованию и увеличение сроков кредитования.

Для ЛСС основным рынком является Санкт-Петербург — 2-й по величине город страны и экономический центр России, характерная особенность которого — быстрорастущая экономика. В соответствии с сохраняющейся тенденцией увеличения инвестиций в регион многие крупные иностранные корпорации открывают здесь производство, результатом чего является устойчивый рост доходов и спроса на жилье.

Позитивное влияние благоприятных рыночных и отраслевых факторов снижают отраслевые риски:

- циклический характер рынков недвижимости и строительных услуг, также сильно зависящих от экономической и политической среды России, которая постепенно развивается, но еще не скоро достигнет стадии зрелости;
- высокие потребности в оборотном капитале, поскольку платежи от клиентов обычно поступают после оттока средств на приобретение земли и финансирование застройки;
- высокий уровень конкуренции и недостаточно высокие барьеры для входа на рынок.

## **Режим регулирования: сложная и еще не сформировавшаяся система**

Система регулирования строительной отрасли, как и многих других ключевых отраслей экономики России, находится в стадии развития. 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 как инвесторы, которые в полной мере разделяют риски по проекту с компанией-застройщиком. Поэтому 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 администрациями регионов, в которых компания уже работает или планирует работать. На своем основном петербургском рынке ЛСС имеет хорошие, устоявшиеся отношения с руководством города, но удастся ли компании установить подобные отношения в других регионах — сказать трудно, поскольку региональные администрации придерживаются иной политики, чем в Санкт-Петербурге, что может помешать планам экспансии ЛСС на эти рынки.

## **Конкуренция: значительная доля рынка, однако недостаточный уровень диверсификации**

Петербургский рынок сильно фрагментирован: на долю восьми крупнейших девелоперов приходится около трети общего объема строительства. Барьеры для входа на рынок относительно низки, и ЛСС приходится конкурировать с небольшими местными компаниями. Поддержанию конкурентоспособности ЛСС способствует ее вертикально интегрированная бизнес-модель, позволяющая эффективнее контролировать затраты и качество на всех стадиях выполняемых проектов. 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.

Продолжающаяся консолидация рынка дает ЛСС возможность укрепить свое лидерство, но в то же время повышает угрозу того, что конкурирующие игроки расширят свой бизнес. 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.

В среднесрочной перспективе ЛСС планирует выйти на перспективные региональные рынки, для которых характерны ускоренные темпы роста, хотя конкурентное преимущество компании может сдерживаться ее недостаточными размерами и небольшой известностью на других рынках. В среднесрочной перспективе в случае реализации планов роста бизнеса и фокусировании на географической диверсификации ЛСС может столкнуться с рядом препятствий. К их числу относятся конкуренция со стороны региональных компаний, необходимость развивать узнаваемость своего бренда и способность установить эффективные рабочие отношения с властями муниципалитетов, в которых предстоит работать.

### **Бизнес-модель и управление рисками: эффективное управление качеством работ и затратами благодаря контролю на всех этапах проекта**

За время своего относительно длительного присутствия на рынке (свыше 20 лет) ЛСС сумело построить успешную бизнес-модель, позволяющую контролировать практически все стадии выполняемого проекта. В число действующих подразделений и аффилированных компаний (в которых ЛСС принадлежат крупные миноритарные пакеты акций) входят организации, производящие основные строительные материалы и оказывающие услуги в сфере строительства, что повышает эффективность регулирования затрат, контроль качества и обеспечивает бесперебойность поставок. Порядка 90% производственных потребностей ЛСС удовлетворяется за счет материалов и услуг, создаваемых собственными силами, поэтому компания относительно мало зависит от внешних поставщиков.

ЛСС проводит рискованную политику застройки и не осуществляет предпродажную маркетинговую деятельность до начала строительных работ. Успех этой рискованной стратегии до сих пор обеспечивался благоприятной рыночной конъюнктурой: 80-90% объектов недвижимости обычно продается на этапе строительства, однако это делает компанию уязвимой к потенциальным негативным изменениям спроса.

В прошлом ЛСС успешно приобретало земельные участки на аукционах или непосредственно у собственников. Компания работает с земельными участками, которые она либо взяла в аренду (50%), либо приобрела в собственность. Права собственности на землю помогают ЛСС обеспечивать наличие новых проектов и добиваться высоких показателей операционной маржи в случае повышения цен на землю в период реализации проекта. Однако приобретение земли в собственность связывает капитал и отягощает его структуру.

Для увеличения доли продаж недвижимости с высокой добавленной стоимостью ЛСС предлагает услуги по отделке квартир до стадии готовности для въезда жильцов. Однако лишь 25% покупателей выбирают этот вариант, остальные прибегают к услугам небольших специализированных фирм, что типично для российского рынка. Это подчеркивает стандартизованный характер жилья без отделки, которое в первую очередь продают такие компании, как ЛСС.

### **Структура собственности, менеджмент и корпоративное управление**

ЛСС является частной компанией. Ее основной акционер — семья Заренковых, миноритарные пакеты акций принадлежат российскому фонду прямых инвестиций «Бэрингс Восток» (15%) и членам руководства группы, а также действующим и бывшим менеджерам компаний, входящих в структуру ЛСС, хотя ни одному из них не принадлежит больше 2,5%. В краткосрочной и среднесрочной перспективе изменение структуры собственников не планируется. Однако после 2009 г. группа собирается разместить 10-20% акций на открытом рынке. IPO состоится в России или за рубежом.

### **Рентабельность: зависит от динамики цен продаж и затрат на сырье и материалы**

Рентабельность компании улучшилась, чему способствовал стремительный рост цен на жилье и повышение внимания руководства к управлению рисками и увеличению экономии на масштабе. В результате ожидаемая рентабельность по EBITDA за полный 2007 г. улучшилась примерно до 25-30% против 10% в 2006 г. Мы считаем, что крупный портфель заказов ЛСС и сохраняющийся высокий рыночный спрос должны обеспечивать высокие операционные результаты в 2008-2009 гг., хотя показатели операционной маржи могут снизиться в случае замедления темпов роста цен на недвижимость. Ситуация после 2009 г. является менее определенной, и пока неясно, какова будет динамика операционной маржи в будущем, учитывая неопределенность относительно масштабов изменения цен на недвижимость и земельные участки.

### **Профиль финансовых рисков: высокий уровень долга и финансирование части агрессивной программы развития за счет заемных средств**

Негативное влияние на профиль финансовых рисков ЛСС оказывают низкие показатели генерируемого денежного потока в сочетании со значительными потребностями в оборотном капитале и высоким уровнем долга. Эти негативные факторы частично компенсируются готовностью руководства компании проводить взвешенную политику в сфере развития бизнеса, маркетинга и финансового риска, включая осмотрительное управление ликвидностью.

### **Бухгалтерский учет и отчетность**

ЛСС представляет аудированную финансовую отчетность, которая составляется как по российским стандартам бухгалтерской отчетности, так и по МСФО. В 2007 г. компания начала составлять финансовую отчетность по МСФО за полугодие. Мы не делали какой-либо существенной корректировки данных финансовой отчетности компании (см. табл. 1). 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.

**Таблица 1. Сравнение данных, приведенных в отчетности ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» с показателями, скорректированными Standard & Poor's (млн руб.)\***

--Финансовый год, закончившийся 31 декабря 2006 г.--

	Акционерный капитал	Операционная прибыль после износа и амортизации	Операционный денежный поток	Операционный денежный поток
Данные отчетности	1 004,5	687,8	489,4	489,4
<b>Корректировки Standard &amp; Poor's</b>				
Переклассификация неоперационных доходов (расходов)	—	92,5	—	—
Переклассификация процентных выплат, дивидендов и сумм налогообложения	—	—	(80,8)	(80,8)
Переклассификация изменений в оборотном капитале	—	—	—	153,4
Миноритарные пакеты акций	63,2	—	—	—
Другое	—	—	(1 802,5)	—
<b>Итого корректировки</b>	<b>63,2</b>	<b>92,5</b>	<b>(1 883,3)</b>	<b>72,7</b>
<b>Показатели с учетом корректировок Standard &amp; Poor's</b>				
	<b>Акционерный капитал</b>	<b>ЕБИТ</b>	<b>Операционный денежный поток</b>	<b>Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале</b>

Скорректированные показатели	1 067,8	780,3	(1 393,9)	562,0
------------------------------	---------	-------	-----------	-------

\*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 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.

Авансовые платежи клиентов не были включены в совокупный долг компании, так как у них отсутствовали подтвержденные финансовые гарантии и они 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. При учете с помощью метода завершеного контракта обычно возникает задержка 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.

### **Корпоративное управление, толерантность к риску и финансовая политика**

ЛСС проводит агрессивную финансовую политику, что отчасти обусловлено благоприятной динамикой развития отрасли. Однако проявленная руководством готовность придерживаться взвешенной политики в сфере контроля издержек и умеренная готовность брать на себя финансовые риски позволяют уменьшить риски, связанные с агрессивным ростом.

Задача недавно принятой в компании финансовой политики заключается в поддержании отношения долга к EBITDA на уровне, меньшем или равном 3,5 раза, т.е. на несколько более консервативном уровне, чем 4 раза, как это предусмотрено в документации выпуска кредитных нот. Уровень использования заемных средств достиг пика в 2007 г., однако величина свободного финансового потока компании может стать положительной в ближайшем будущем или в среднесрочной перспективе.

### **Достаточность денежного потока: негативная величина операционного денежного потока и возможности улучшения его показателя в краткосрочной или среднесрочной перспективе**

Как ожидается, в 2007 г. величина операционного денежного потока до изменений в оборотном капитале (FFO) должна улучшиться по сравнению с 2006 г. благодаря росту EBITDA. Однако вследствие крупных капиталовложений в новые проекты компании пришлось финансировать значительную часть своих расходов за счет внешних источников, чтобы ликвидировать разрыв между потребностями в оборотных средствах и генерируемым денежным потоком и авансовыми платежами клиентов. В результате долг компании существенно увеличился и в значительной степени нейтрализовал увеличение генерируемого денежного потока, а отношение операционного денежного потока до изменений в оборотном капитале к долгу за полный 2007 г., как ожидается, составит около 20% по сравнению с 22% в 2006 г. Уровень заемных средств относительно постоянно растущего масштаба бизнеса ЛСС может снизиться до более умеренного значения, что может благоприятно отразиться на показателях достаточности денежных потоков в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

### **Структура капитала и обеспеченность активов: высокий уровень финансового рычага после наблюдавшегося в последнее время быстрого роста**

Агрессивная стратегия роста компании и высокие потребности в капитале привели к увеличению совокупного долга с 2,6 млрд руб. по состоянию на 31 декабря 2006 г. до 6,5 млрд руб. на 31 декабря 2007 г. (6,0 млрд руб. по состоянию на 7 марта 2008 г. после досрочного погашения выпуска рублевых облигаций серии 01). Однако это увеличение было компенсировано устойчивым ростом выручки и EBITDA, который, как мы полагаем, сохранится. Ожидается, что отношение совокупного долга к EBITDA и обеспеченность активов (отношение совокупных активов к совокупному долгу) за полный 2007 г. составит около 3,2 по обоим показателям по сравнению с 3,6 и 5,3 соответственно в 2006 г., что отвечает уровню рейтингов.

Структура активов ЛСС состоит в основном из дебиторской задолженности и незавершенного строительства, что является типичным для сектора; на долю этих активов приходится более трех четвертей совокупных активов. Таким образом, доля основных средств относительно невелика и включает главным образом земельные участки. Основная часть обязательств состоит из авансовых платежей клиентов и кредиторской задолженности, которые мы считаем альтернативным источником финансирования.

**Таблица 2. ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» в сравнении с компаниями, имеющими аналогичный рейтинг**

	<b>ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»</b>	<b>ОАО «Группа КД»</b>	<b>ОАО «Южная телекоммуникационная компания</b>	<b>ЗАО JFC Group Co.Ltd.</b>	<b>АО «Казаньоргсинтез»</b>
Кредитный рейтинг компании*	В/Позитивный/В	В-/Стабильный/—	В/Позитивный/—	В-/Watch Негативный/—	В-/Стабильный/—
<b>Млн долл.</b>	<b>Год, закончившийся 30 июня 2007 г.</b>		<b>—Финансовый год, закончившийся 31 декабря 2006 г.—</b>		
Выручка	385,4	43,2	680,3	381,8	616,6
ЕВИТДА	77,4	9,8	265,2	42,5	163,7
Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале (FFO)	70,3	5,5	105,7	32,6	128,0
Долг	167,0	44,3	946,7	192,0	496,0
Акционерный капитал	78,8	29,0	326,4	Н/Д	528,0
<b>Скорректированные коэффициенты</b>					
ЕВИТДА/выручка, %	20,1	22,7	37,7	11,1	26,5
Обеспеченность процентных выплат показателем ЕВИТДА, раз	17,5	2,2	2,8	Н/Д	4,2
FFO/долг, %	42,1	12,3	11,2	17,0	25,8
Долг/ЕВИТДА, раз	2,2	4,6	3,7	4,5	3,1
Долг / совокупный капитал, %	67,9	60,7	74,4	Н/Д	48,4

\*По состоянию на 14 апреля 2008 г. Н/Д — нет данных.

**Таблица 3. Финансовые показатели ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»**

<b>Млн руб.</b>	<b>Год, закончившийся 30 июня</b>		<b>—По состоянию на 31 декабря—</b>	
	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Выручка	10,212	7,712	5,629	
ЕВИТДА	2,050	729	555	
Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале (FFO)	1,862	562	277	
Долг	4,497	2,606	1,569	
Акционерный капитал	2,089	1,068	654	
<b>Скорректированные коэффициенты</b>				
ЕВИТДА/выручка, %	20,1	9,5	9,9	
FFO/долг, %	42,1	21,6	17,6	
Обеспеченность процентных выплат показателем ЕВИТДА, раз	17,5	6,3	14,7	
Долг/ЕВИТДА, раз	2,2	3,6	2,8	
Долг / совокупный капитал, %	67,9	70,9	70,6	

### Кредитные рейтинги (по состоянию на 4 апреля 2008 г.)\*

#### ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»

Кредитный рейтинг компании

В/Позитивный/В

Рейтинг по российской шкале

ruA/—/—

<b>Рейтинг приоритетного необеспеченного долга</b>		
<i>По обязательствам в иностранной валюте</i>		B
<i>Рейтинг по российской шкале</i>		ruA
<b>История присвоения кредитных рейтингов</b>		
12 декабря 2007 г.	<i>По обязательствам в иностранной валюте</i>	B/Позитивный/B
22 декабря 2006 г.		B/Стабильный/B
12 декабря 2007 г.	<i>По обязательствам в национальной валюте</i>	B/Позитивный/B
22 декабря 2006 г.		B/Стабильный/B
12 декабря 2007 г.	<i>Рейтинг по российской шкале</i>	ruA/—/—
22 декабря 2006 г.		ruA-/—/—
<b>Характеристика бизнес-профиля</b>		Уязвимый
<b>Характеристика финансового профиля</b>		C высоким уровнем долга
<b>Сроки погашения долга</b>		
(По состоянию на 7 марта 2008 г.)		
2008 г.: 18,3 млн долл.		
2009 г.: 62,0 млн долл.		
2010 г.: 1,5 млрд руб.		
2011 г.: 6,1 млн долл.		
2012 г.: 100,0 млн долл.		

\*Если не указано иное, все рейтинги в данном отчете являются рейтингами по международной шкале. Кредитные рейтинги Standard & Poor's по международной шкале сопоставимы для разных стран. Кредитные рейтинги Standard & Poor's по национальной шкале даны по отношению к должникам или обязательствам конкретной страны.

**Для получения более подробной информации:**

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

**Варвара Никанорова**, Франкфурт, 49 (0) 693 399 91-35

**Адреса электронной почты аналитиков:**

[izabela\\_listowska@standardandpoors.com](mailto:izabela_listowska@standardandpoors.com)

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

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