

# STANDARD & POOR'S

11.06.2010

## ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» — краткое обоснование кредитного рейтинга

**Кредитный рейтинг:** В/Стабильный/В

### Обоснование

Уровень рейтингов российской строительно-монтажной компании ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» (ЛСС) отражает профиль бизнес-рисков компании, который Рейтинговая служба Standard & Poor's оценивает как «слабый», и профиль финансовых рисков, оцениваемый нами как «агрессивный». Негативное влияние на профиль бизнес-рисков ЛСС оказывают волатильность, присущая строительно-монтажной отрасли, по-прежнему низкий, хотя и постепенно растущий, спрос на жилую недвижимость в Российской Федерации (рейтинг по обязательствам в иностранной валюте: ВВВ/Стабильный/А-3; по обязательствам в национальной валюте: ВВВ+/Стабильный/А-2), 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, способность эффективно решать основные проблемы административного и правового характера и известность торговой марки. Мы также полагаем, что способность ЛСС контролировать все этапы реализации проектов должна позволить компании эффективно управлять качеством работ и затратами.

Негативное влияние на профиль финансовых рисков ЛСС оказывают относительно высокий уровень финансового рычага, по-прежнему недостаточные показатели ликвидности и волатильность денежных потоков. Мы также отмечаем сложность анализа, связанную с применением компанией метода учета на основе завершенных контрактов, что снижает уровень определенности относительно текущей операционной деятельности ЛСС. Положительное влияние на профиль финансовых рисков оказывают активное управление ликвидностью, наличие денежных средств и эквивалентов в размере порядка 1,5 млрд руб. (около 50 млн долл.) по состоянию на 31 мая 2010 г., повышающих финансовую гибкость компании, снижение валютного риска и традиционно хороший доступ к российскому рынку кредитных ресурсов и корпоративных облигаций.

### Основные тенденции показателей денежного потока и структуры капитала

Спад на региональном рынке жилой недвижимости, начавшийся в конце 2008 г., продолжает негативно сказываться на деятельности ЛСС. Мы учитываем в рейтингах компании тот факт, что в 2010 г. спрос и цены на жилье останутся существенно ниже, чем в 2007 г. и в 1-м полугодии 2008 г., хотя могут быть выше уровня 2009 г. вследствие негативной динамики макроэкономических показателей и низкого уровня доверия клиентов.

Мы полагаем, что после периода относительно низкой активности в строительной отрасли в 1-м квартале 2010 г., которая, по нашему мнению, обусловлена сезонностью, неопределенными перспективами развития рынка и ограниченными финансовыми средствами, компания может увеличить капиталовложения в строительство до конца 2010 г. По данным, полученным от руководства компании, приток средств от клиентов также увеличивается по сравнению с относительно низким уровнем 1-го квартала. Однако, по нашему мнению, негативное влияние на приток заказов клиентов по-прежнему оказывает вероятность новых шоковых потрясений в экономике.

По нашим оценкам, показатели рентабельности ЛСС в 2010 г. будут ниже рекордных уровней, достигнутых перед началом экономического спада, вследствие сохранения низких цен на жилье, однако негативное влияние этого фактора должно частично компенсироваться снижением цен на строительные материалы и мерами по сокращению затрат.

Выручка ЛСС за 2009 г. увеличилась на 40% и составила 18,2 млрд руб., показатель операционной маржи повысился с 29,2% в 2008 г. до 32,5%. Вместе с тем мы отмечаем, что ЛСС ведет учет с помощью метода завершенных контрактов, поэтому выручка и прибыль, отраженные в 2009 г., в основном связаны с проектами, которые были реализованы и частично завершены до начала экономического спада, что снижает значение этих показателей для анализа.

### **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, однако в 2009 г. компания смогла сократить объем долга. По состоянию на 31 декабря 2009 г. совокупный долг на балансе ЛСС составлял 6 млрд руб., а денежные средства — 2,2 млрд руб. Мы также отмечаем, что компания имела гарантии объемом 1,8 млрд руб. по обязательствам клиентов перед банками. В период после 31 декабря 2009 г. объем совокупного долга ЛСС незначительно сократился, поскольку компания использовала остатки денежных средств для погашения долга. Поскольку показатель чистого долга ЛСС практически не изменился, мы полагаем, что величина свободного операционного денежного потока (FOCF) за первые пять месяцев 2010 г. была почти нейтральной, поскольку приток средств от клиентов покрывал отток средств на финансирование застройки, уплату налогов, процентные расходы, капиталовложения и потребности в оборотном капитале.

Мы полагаем, что значение свободного операционного денежного потока ЛСС может стать негативным, а объем долга может увеличиться, если отток денежных средств на финансирование новой застройки не будет компенсироваться притоком средств от клиентов, что мы считаем одним из основных рисков. Однако, по нашему мнению, в течение 2009 г. ЛСС обеспечивал взвешенное управление своей деятельностью. Мы также отмечаем, что после размещения компанией рублевых облигаций в декабре 2009 г. и мае 2010 г. доля ее долговых обязательств, номинированных в долларах, сократилась примерно до 30%, что снижает подверженность ЛСС валютному риску.

### **Ликвидность**

По нашему мнению, показатели ликвидности ЛСС улучшились. Однако мы полагаем, что они ниже достаточных. На 30 марта 2010 г. краткосрочный долг ЛСС объемом 80 млн долл. покрывался денежными средствами и их эквивалентами в размере 41 млн долл. и доступными подтвержденными кредитными линиями объемом 49 млн долл. Позиция ликвидности улучшилась после размещения облигаций объемом 2 млрд руб. (около 65 млн долл.) в мае 2010 г. Тем не менее, по нашему мнению, потребность инвестировать в новые проекты застройки и значительные потребности в рефинансировании долга во 2-м квартале 2011 г. и 1-м квартале 2012 г. (56 млн долл.) могут оказать негативное влияние на показатели ликвидности ЛСС. Мы полагаем, что поступление взносов и авансовых платежей новых клиентов остается одним из важнейших компонентов финансовой гибкости ЛСС для финансирования текущих операций и частичного погашения долга.

Реструктуризация обязательств по кредитным нотам в 2009 г. 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 1-й серии на сумму 2 млрд руб. (65 млн долл.) и 2-й серии на сумму 2 млрд руб., выпущенным ЛСС, 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 «4», что соответствует среднему уровню ожидаемого возмещения долга после дефолта (30-50%).

Кредитным нотам (credit-linked notes — CLN) объемом 100 млн руб. (8,1 млн долл. в обращении), 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 «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 операционные условия, ЛСС сможет генерировать нейтральное или умеренно-негативное значение свободного операционного денежного потока в 2010 г. 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 для сохранения характеристик кредитоспособности, соответствующих уровню рейтингов.

Давление на рейтинги может оказать отказ ЛСС от взвешенной стратегии управления долгом и развитием новых проектов. Мы также можем понизить рейтинг, если приток денежных средств от клиентов ЛСС не увеличится во 2-м полугодии 2010 г. и в 2011 г. Неблагоприятные изменения в несформировавшейся регулятивной 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.

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

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

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

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

[Andrey\\_Nikolaev@standardandpoors.com](mailto:Andrey_Nikolaev@standardandpoors.com)

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

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