

## ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» — кредитный рейтинг

**Ведущий кредитный аналитик:**

Agris Lauzinieks, London; Agris\_Lauzinieks@standardandpoors.com

**Второй контакт:**

Антон Гейзе, Москва (7) 495-783-4134; anton\_geyze@standardandpoors.com

### Table Of Contents

---

Основные факторы, влияющие на уровень рейтингов

Обоснование

Прогноз

Профиль компании

Профиль бизнес-рисков: слабый ввиду неустойчивости российской регулятивной среды

Профиль финансовых рисков: агрессивный, что обусловлено относительно низким уровнем ликвидности

Финансовые показатели и корректировки

# ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» — кредитный рейтинг

| Текущие рейтинги              |                |
|-------------------------------|----------------|
| Кредитный рейтинг             | В/Стабильный/В |
| Рейтинг по национальной шкале | ruA            |

## Основные факторы, влияющие на уровень рейтингов

### Позитивные:

- Стабильная доля строительного рынка Санкт-Петербурга и Ленинградской области, устоявшаяся деловая репутация и хорошая узнаваемость бренда;
- высокий уровень вертикальной интеграции, позволяющий эффективно контролировать весь цикл и стоимость выполняемых работ;
- удовлетворительные показатели ликвидности.

### Негативные:

- цикличность спроса и цен на рынке жилой недвижимости, отражающая уровень потребительского доверия и доступность потребительского финансирования;
- подверженность риску изменения законодательства о надзоре за проведением землеустройства и строительства;
- долгий операционный цикл и «связанность» капитала вложениями в земельные банки;
- подверженность рискам, связанным с волатильностью цен на стройматериалы и затрат на рабочую силу.

## Обоснование

Уровень рейтингов российской строительно-монтажной компании ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» (ЛСС) отражает мнение Службы кредитных рейтингов Standard & Poor's о слабом профиле бизнес-рисков и агрессивном профиле финансовых рисков этой компании.

Сдерживающее влияние на оценку профиля бизнес-рисков ЛСС оказывают повышенная волатильность и длинный операционный цикл, присущие строительной отрасли, недостаточная прозрачность и предсказуемость административных процедур в России и зависимость ЛСС от строительного рынка одного российского региона. Однако негативное влияние этих факторов частично компенсируют благоприятная и недавно усилившаяся позиция компании на ее основном рынке (Санкт-Петербург и Ленинградская область), а также постепенный рост спроса на жилье в Российской Федерации (рейтинг по обязательствам в иностранной валюте: ВВВ/Стабильный/А-3; по обязательствам в национальной валюте: ВВВ+/Стабильный/А-2). Кроме того, на уровень рейтингов положительно влияют имеющийся у компании опыт реализации строительных проектов и ее способность эффективно решать важные проблемы административного и правового характера.

Мы также считаем, что, обеспечивая контроль за всеми этапами реализуемых проектов, ЛСС имеет возможность

эффективно управлять качеством строительства и расходами.

Оценка профиля финансовых рисков ЛСС как агрессивного определяется нашим прогнозом относительно того, что операционный денежный поток компании в 2011 г. и последующие годы будет отрицательным, в результате чего повысится уровень долга и возрастет волатильность денежных потоков, изначально обусловленная долгим операционным циклом. Средняя продолжительность строительства объектов ЛСС составляет, как правило, 30 месяцев. При этом следует отметить, что ЛСС в своем бухгалтерском учете использует метод завершеного контракта, что затрудняет нашу аналитическую работу и снижает возможность отслеживать текущие тенденции операционной деятельности компании. С другой стороны, благодаря применению данного метода снижается риск пересмотра данных отчетности в сторону снижения. Мы оцениваем показатели ликвидности ЛСС как менее чем достаточные, учитывая поставленную компанией цель начать новый этап программы жилищного строительства в ближайшие два года. Риск, связанный с относительно высокой долей краткосрочных заимствований в структуре финансирования, отчасти компенсируется диверсификацией источников капитала после недавнего получения ЛСС листинга на Лондонской фондовой бирже.

### **Динамика операционных показателей (базовый сценарий S&P)**

Мы ожидаем, что в 2011 г. ЛСС улучшит показатель притока денежных средств от покупателей благодаря повышению уровня своей активности. Однако мы считаем, что компания по-прежнему подвержена риску сокращения объема заказов и снижения цен в случае нового нарушения экономического равновесия.

В то же время ЛСС наращивает объемы строительства (которые сократились в 2009 г.) и начинает строительство новых объектов в связи с уменьшением количества построенных квартир, готовых к продаже.

### **Динамика показателей денежного потока и структуры капитала (базовый сценарий S&P)**

Мы ожидаем, что операционный денежный поток ЛСС во 2-м полугодии 2011 г. и в 2012-2014 гг. будет отрицательным в связи с тем, что объем средств на финансирование новых строительных проектов превышает объем денежных средств, поступающих от покупателей. По нашему мнению, это может привести к повышению уровня финансового рычага. Однако тот факт, что ЛСС располагает источниками финансирования дефицита денежных средств (наличные денежные средства, подтвержденные кредитные линии) и может сокращать объемы строительства в случае снижения спроса на недвижимость или ухудшения ситуации на кредитных рынках, должен способствовать снижению этого риска. Следует отметить, что уровень использования финансового рычага ЛСС остается относительно невысоким — всего 2,1х, что уменьшает риски рефинансирования.

По состоянию на 30 июня 2011 г. совокупный долг ЛСС составлял 9,2 млрд руб., а денежные средства — 1,6 млрд руб.

Мы также отмечаем подверженность компании валютному риску: 56% ее совокупного долга номинировано в долларах США. Однако этот риск частично компенсируется тем, что цены на квартиры, продаваемые ЛСС, привязаны к курсу доллара.

По нашим оценкам, показатели рентабельности ЛСС в дальнейшем будут ниже рекордных уровней, достигнутых до начала мирового экономического кризиса, поскольку существует риск того, что цены на российском рынке жилья будут расти более низкими темпами в сравнении с общей инфляцией. Впрочем, снижение цен на стройматериалы и

принимаемые ЛСС меры по сокращению издержек должны несколько уменьшить этот риск.

Выручка ЛСС за 1-е полугодие 2011 г. (16,2 млрд руб.) оказалась на 5,3% ниже чем за аналогичный период 2010 г., а операционная рентабельность (25,7%) также снизилась в сравнении с 1-м полугодием 2010 г. (33,3%). Оба показателя отражают снижение продаж в 2009 г. Увеличение новых продаж в 2010-2011 гг., составившее 20% в пересчете на год, позитивно повлияло на потенциал роста денежных поступлений и операционной рентабельности компании в 2012-м и 2013 гг.

### **Ликвидность**

В соответствии с нашими критериями мы оцениваем показатели ликвидности ЛСС как менее чем достаточные. После проведения IPO в апреле 2011 г. ликвидность компании повысилась, но к настоящему времени снизилась в связи с большим оттоком средств на финансирование будущего строительства. По нашим оценкам, отношение источников ликвидности к потребностям в ликвидности в 2011 г. составит примерно 1,1х. Мы ожидаем, что в 2013 г. благодаря значительному сокращению оттока оборотного капитала ликвидность ЛСС вернется к уровню, который можно будет считать достаточным.

Основные источники ликвидности в течение года, завершающегося в декабре 2012 г., включают:

- денежные средства и краткосрочные банковские депозиты на сумму 2,4 млрд руб.;
- подтвержденные кредитные линии общим объемом в 2,8 млрд руб.;
- операционный денежный поток до изменения в оборотном капитале в размере 1,9 млрд руб.;
- увеличение уставного капитала в результате недавнего IPO (2,1 млрд руб.) и разовая выручка от продажи активов (1 млрд руб.).

Возможные направления использования ликвидности в течение года, завершающегося в декабре 2012 г., включают:

- долговые обязательства с наступающими сроками погашения (1,7 млрд руб.);
- отток оборотного капитала (7,6 млрд руб.) в связи с необходимостью финансирования новых строительных проектов;
- капитальные расходы (по оценкам, 169,2 млрд руб.) и новые приобретения (50 млрд руб.).

### **Анализ вероятности возмещения долга**

Двум траншам приоритетных необеспеченных облигаций на сумму 2 млрд руб. каждый (первый — с купонным доходом 14,5% сроком погашения в 2013 г., второй — с купонным доходом 16% сроком погашения в 2012 г.), выпущенным под гарантию ЛСС, а также обеспеченным облигациям с ограниченным правом обратного требования (регресса) серии 2010-01 на сумму 150 млн долл., присвоен рейтинг долгового обязательства «В», соответствующий кредитному рейтингу компании. Кроме того, указанным облигациям присвоен рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта «4», что отражает наши ожидания среднего (30-50%) возмещения долга в случае дефолта.

## **Прогноз**

Прогноз «Стабильный» по рейтингам ЛСС отражает наше мнение о том, что компания будет в состоянии

финансировать растущий объем строительства с помощью доступных источников средств и постепенно улучшать показатели денежного потока. Мы предполагаем, что менеджмент ЛСС по-прежнему будет проводить взвешенную финансовую политику, сохраняя баланс между затратами на продолжающееся строительство и денежными средствами, поступающими по договорам купли-продажи и частично авансированным договорам с покупателями. Учитывая налаженные отношения ЛСС с банковскими группами, мы также предполагаем, что компания будет и в дальнейшем пролонгировать свои краткосрочные долговые обязательства.

Рейтинги могут быть понижены, если ЛСС откажется от своей взвешенной стратегии запуска новых проектов или если в российской экономике произойдут неблагоприятные изменения. Необходимыми условиями повышения рейтингов, по нашему мнению, являются способность ЛСС сократить долю краткосрочных долговых инструментов в структуре своего финансирования, а также прояснение тенденций в динамике операционных денежных потоков компании в ближайшие два года. Возможно, эти тенденции станут более понятны после публикации финансовых показателей компании за 2011 г. и результатов ее коммерческой деятельности за 1-е полугодие 2012 г.

## Профиль компании

ЛСС базируется в Санкт-Петербурге и специализируется преимущественно на строительстве 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 шесть месяцев, завершившихся 30 июня 2011 г., выручка компании составила около 7 млрд руб. в сравнении с 9 млрд руб. за тот же период 2010 г.

ЛСС является частной компанией. Ее основной акционер — семья Заренковых (47%), миноритарные пакеты акций принадлежат российскому фонду прямых инвестиций Baring Vostok (11%) и членам руководства группы.

## Профиль бизнес-рисков: слабый ввиду неустойчивости российской регулятивной среды

Мы оцениваем профиль бизнес-рисков ЛСС как слабый, учитывая, прежде всего следующие факторы.

- Высокий уровень рисков, присущих строительной отрасли, что связано с жесткой конкуренцией, ограниченными барьерами для доступа на рынок новых игроков, высокими потребностями в оборотном капитале, постоянной подверженностью рискам спекулятивного строительства, а также циклическими колебаниями цен и объемов продаж. В частности, мы считаем, что российский рынок недвижимости чувствителен к изменениям экономической и политической среды, которая развивается, но еще далека от стадии зрелости.
- Система регулирования в России, которая, по нашему мнению, сложна и окончательно не сформирована, а также недостаточно прозрачна и предсказуема в административном отношении. Как правило, очень долгий процесс получения разрешений на выполнение проектов — от их начальной стадии до получения акта об окончании работ — предполагает установление и поддержание отношений с местными органами власти и глубокое знание местных административных процедур. Кроме того, система регулирования не обеспечивает должного уровня защиты покупателей недвижимости в случаях, когда у застройщика возникают финансовые трудности. Поэтому объемы

продаж в девелоперском бизнесе существенно зависят от репутации и финансового положения застройщика.

- Ограниченность масштаба и диверсификации бизнеса ЛСС. Результаты деятельности компании зависят от ее девелоперских операций лишь в одном российском регионе. При этом специфика рынка, в частности необходимость устанавливать эффективные рабочие отношения с соответствующими местными административными структурами, затрудняет диверсификацию бизнеса и расширение присутствия компании на различных рынках.
- Показатели рентабельности сильно зависят от циклических колебаний спроса, цен продажи и затрат на материалы.
- Компания подвержена страновым рискам, связанным с ведением деятельности в России. К ним относятся слабость институтов и волатильность экономики, национального дохода и национальной валюты, а также то обстоятельство, что финансовая система страны все еще находится в стадии формирования.

Наряду с этими рисками учитываются и позитивные факторы.

- Руководство ЛСС способно эффективно решать проблемы административного и правового характера. За время своего присутствия на рынке (более 20 лет) компания сумела сформировать успешную бизнес-модель, обеспечивающую прибыльный рост.
- Благоприятная позиция компании на фрагментированном, но постепенно консолидирующемся рынке. Укреплению позиций способствует вертикально интегрированная структура ЛСС, обеспечивающая, по нашему мнению, преимущества в области контроля за стоимостью и качеством выполнения работ практически на каждом этапе проекта. Подверженность рискам, связанным с кредитоспособностью субподрядчиков, невысока, поскольку большинство субподрядчиков входят в группу ЛСС и полностью контролируются компанией. В отличие от некоторых сопоставимых компаний ЛСС выдержала рыночный спад 2008-2009 гг., что способствовало повышению ее конкурентоспособности.
- Сравнительно крупный бизнес и длительный опыт работы. Хорошая узнаваемость бренда и наличие необходимого административного ресурса обеспечивают ЛСС 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). Последнее связано с тем, что государственные органы предпочитают иметь дело с зарекомендовавшими себя контрагентами.
- Традиционно хорошая прибыльность компании, хотя мы и отмечаем сложности анализа рентабельности, связанные с применяемым ЛСС методом признания выручки (см. раздел, посвященный бухгалтерскому учету). ЛСС демонстрирует способность корректировать затраты с учетом падения объемов работ и цен на жилье и, таким образом, поддерживать показатели операционной маржи.

## **Профиль финансовых рисков: агрессивный, что обусловлено относительно низким уровнем ликвидности**

Основные негативные факторы, влияющие на оценку профиля финансовых рисков ЛСС, приведены ниже.

- Денежные потоки, которые волатильны в силу специфики деятельности компании и отражают колебания спроса на жилье. Последний, в свою очередь, зависит от макроэкономической ситуации в Российской Федерации.

- Операционный денежный поток, как правило, подвергается давлению, связанному со значительными потребностями в оборотном капитале, которые обусловлены тем, что платежи от покупателей обычно поступают после оттока средств на финансирование застройки и приобретение земли.
- Возможность потерь, вызванных колебаниями валютного курса. Падение курса рубля относительно доллара представляет для компании риск из-за несоответствия долга, номинированного в долларах, и денежных потоков, номинированных в основном в рублях. Некоторому снижению этого риска способствует то, что цены на продаваемую недвижимость, как правило, привязываются к доллару.

Негативное влияние этих факторов частично компенсируется следующим.

- Руководство компании демонстрирует сбалансированный подход к вопросам нового строительства, а также готовность достаточно взвешенно контролировать уровень затрат и снижать использование заемных средств в периоды падения спроса.
- Способность компании сокращать расходы, связанные с реализацией строительных проектов, в периоды снижения спроса и продаж позволяет генерировать положительный денежный поток и уменьшать долг, о чем свидетельствуют показатели, полученные во время рецессии 2008-2009 гг.
- Проактивное управление финансами, улучшающаяся структура погашения долга (умеренный объем обязательств, подлежащих погашению в 2011-2012 гг., накануне увеличения расходов на новое строительство, запланированного на 2012-2013 гг.).

## Финансовые показатели и корректировки

ЛСС представляет аудированную финансовую отчетность, составляемую как по российским, так и по международным стандартам бухгалтерского учета.

Забалансовые обязательства включают гарантии, которые компания предоставляет своим покупателям в пользу банков, 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.

ЛСС применяет метод заверщенного контракта, согласно которому выручка от продаж и прибыль признаются только после завершения строительства и продажи объектов недвижимости. Этот подход более консервативен, чем метод процента выполнения, используемый большинством девелоперов. При учете по методу заверщенного 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 отток денежных средств относится к работам, по которым выручка и маржа будут учитываться только через несколько лет.

При проведении анализа мы исходим из того, что операционный денежный поток является более точным показателем денежного потока, фактически сгенерированного ЛСС. Использование операционного денежного потока до изменения в оборотном капитале (funds from operations — FFO) — показателя, чаще всего применяемого для определения кредитоспособности при присвоении рейтингов промышленным компаниям, — может привести к искажению информации. Это объясняется тем, что FFO не учитывает такие статьи, как авансовые платежи клиентов, затраты на завершение строительства будущих объектов и 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

— За финансовый год, завершившийся 30 декабря 2010 г. —

Данные отчетности ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»

| млн руб.   | Долг     | Акционерный капитал | Доходы    | ЕБИТДА   | Операционные доходы | Процентные выплаты | Денежный поток от операционной деятельности | Денежный поток от операционной деятельности | Выплаченные дивиденды | К |
|--|----------|---------------------|-----------|----------|---------------------|--------------------|---|---|-----------------------|---|
| Данные отчетности  | 9,164.00 | 10,173.30           | 17,708.50 | 5,575.00 | 5,393.10            | 604.7              | (1,245.00)                                  | (1,245.00)                                  | —                     |   |
| <b>Корректировки Standard &amp; Poor's</b>                             |          |                     |           |          |                     |                    |   |   |                       |   |
| Переклассификация неоперационных доходов (расходов)                    | —        | —                   | —         | —        | 112.4               | —                  | —   | —   | —                     | — |
| Переклассификация процентных выплат, дивидендов и сумм налогообложения | —        | —                   | —         | —        | —                   | —                  | (704.1)                                     | (704.1)                                     | —                     | — |
| Переклассификация изменения в оборотном капитале                       | —        | —                   | —         | —        | —                   | —                  | —   | 5,790.00                                    | —                     | — |
| Миноритарные пакеты акций  | —        | 1086,3              | —         | —        | —                   | —                  | —   | —   | —                     | — |
| Итого корректировки  | 0,0      | 1086,3              | 0,0       | 0,0      | 112,4               | 0,0                | (704,1)                                     | 5085,9                                      | 0,0                   |   |

Показатели с учетом корректировок Standard & Poor's

|                              | Долг   | Акционерный капитал | Доходы  | ЕБИТДА | ЕБИТ   | Процентные выплаты | Денежный поток от операционной деятельности | Денежный поток до изменения в оборотном капитале | Выплаченные дивиденды | К |
|------------------------------|--------|---------------------|---------|--------|--------|--------------------|---|--|-----------------------|---|
| Скорректированные показатели | 9164,0 | 11259,6             | 17708,5 | 5575,0 | 5505,5 | 604,7              | (1949,1)                                    | 3840,9   | 0,0                   |   |



Таблица 2

| ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» в сравнении с компаниями, имеющими сопоставимые рейтинги     |                          |                      |                              |   |                 |
|--|--------------------------|----------------------|------------------------------|---|-----------------|
|  | ЗАО ССМО<br>«ЛенСпецСМУ» | Taylor Wimpey<br>PLC | Zhong An Real<br>Estate Ltd. | Lennar Corp.  | KB Home         |
| Кредитный рейтинг по состоянию на 10 января 2012 г.                                | В/Стабильный/В           | В+/Позитивный/(В)    | В+/Негативный/—              | В+/Стабильный/—                                     | В+/Негативный/— |
| — Финансовый год, завершившийся 31 декабря 2010 г. —                               |                          |                      |                              | — Финансовый год, завершившийся 30 ноября 2010 г. — |                 |
| <b>(млн долл. США)</b>   |                          |                      |                              |   |                 |
| Выручка  | 590,8                    | 4076,5               | 188,3                        | 3074,0  | 1590,0          |
| ЕБИТДА   | 186,0                    | 267,1                | 68,7                         | 318,6   | 124,2           |
| Чистая прибыль от продолжающейся деятельности                                      | 124,6                    | 406,0                | 57,5                         | 95,3  | (69,4)          |
| Денежный поток от операционной деятельности до изменения оборотного капитала (FFO) | 128,1                    | (52,5)               | 27,6                         | 232,7   | (6,9)           |
| Капитальные расходы  | 5,6                      | 26,6                 | 29,0                         | 5,1   | 2,9             |
| Свободный денежный поток от операционной деятельности                              | (70,7)                   | 262,6                | (213,1)                      | 301,3   | (128,7)         |
| Дискреционный денежный поток   | (70,7)                   | 262,6                | (213,1)                      | 271,7   | (147,9)         |
| Денежные средства и краткосрочные инвестиции                                       | 91,8                     | 288,0                | 152,6                        | 1283,7  | 904,4           |
| Долг   | 305,7                    | 1663,2               | 427,8                        | 3241,9  | 1802,0          |
| Собственные средства   | 375,6                    | 2854,8               | 728,9                        | 3194,4  | 631,9           |
| <b>Скорректированные коэффициенты</b>  |                          |                      |                              |   |                 |
| Рентабельность по ЕБИТДА, %  | 31,5                     | 6,5                  | 36,5                         | 10,4  | 7,8             |
| Обеспеченность процентных выплат показателем ЕБИТДА, раз                           | 9,2                      | 0,9                  | 4,1                          | 1,7   | 1,0             |
| Обеспеченность процентных выплат показателем ЕБИТ, раз                             | 9,1                      | 0,9                  | 3,8                          | 1,6   | 0,9             |
| Доходность капитала, %   | 31,4                     | 6,3                  | 6,0                          | 5,1   | 4,6             |
| FFO/долг, %  | 41,9                     | (3,2)                | 6,5                          | 7,2   | (0,4)           |
| Свободный денежный поток от операционной деятельности / долг, %                    | (23,1)                   | 15,7                 | (49,8)                       | 9,3   | (7,1)           |
| Долг / ЕБИТДА, раз   | 1,6                      | 6,2                  | 6,2                          | 10,2  | 14,5            |
| Совокупный долг / долг плюс собственные средства, %                                | 44,9                     | 36,8                 | 37,0                         | 50,4  | 74,0            |

Таблица 3

| Финансовые показатели ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»  |                |                |                |                |                |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| — Финансовый год, завершившийся 31 декабря —                                       |                |                |                |                |                |
|  | 2010           | 2009           | 2008           | 2007           | 2006           |
| История присвоения кредитного рейтинга   | В/Стабильный/В | В/Стабильный/В | В/Стабильный/В | В/Позитивный/В | В/Стабильный/В |
| <b>(млн руб.)</b>  |                |                |                |                |                |
| Выручка  | 17708,5        | 18169,8        | 13023,6        | 8903,2         | 7712,0         |
| ЕБИТДА   | 5575,0         | 6064,6         | 3805,8         | 2087,1         | 728,9          |
| Чистая прибыль от продолжающейся деятельности                                      | 3734,1         | 3385,1         | 1307,0         | 1077,4         | 432,9          |
| Денежный поток от операционной деятельности до изменения оборотного капитала (FFO) | 3840,9         | 4906,8         | 2714,8         | 1009,1         | 562,3          |
| Капитальные расходы  | 169,2          | 325,1          | 371,7          | 1335,6         | 109,4          |
| Свободный денежный поток от операционной деятельности                              | (2118,3)       | 1841,7         | 1073,5         | (4970,4)       | 299,4          |
| Дискреционный денежный поток   | (2118,3)       | 1841,7         | 1065,3         | (5307,9)       | 257,5          |
| Денежные средства и краткосрочные инвестиции                                       | 2751,3         | 2157,8         | 134,8          | 167,6          | 83,6           |
| Долг   | 9164,0         | 6078,8         | 6619,4         | 6654,8         | 2605,6         |
| Собственные средства   | 11259,6        | 7460,0         | 3883,7         | 2053,4         | 1067,8         |
| <b>Скорректированные коэффициенты</b>  |                |                |                |                |                |
| Рентабельность по ЕБИТДА, %  | 31,5           | 33,4           | 29,2           | 23,4           | 9,5            |
| Обеспеченность процентных выплат показателем ЕБИТДА, раз                           | 9,2            | 7,5            | 6,6            | 6,6            | 6,3            |
| Обеспеченность процентных выплат показателем ЕБИТ, раз                             | 9,1            | 7,6            | 6,5            | 6,6            | 6,7            |
| Доходность капитала, %   | 31,4           | 48,5           | 38,4           | 33,2           | 25,9           |
| FFO/долг, %  | 41,9           | 80,7           | 41,0           | 15,2           | 21,6           |
| Свободный денежный поток от операционной деятельности / долг, %                    | (23,1)         | 30,3           | 16,2           | (74,7)         | 11,5           |
| Долг / ЕБИТДА, раз   | 1,6            | 1,0            | 1,7            | 3,2            | 3,6            |
| Совокупный долг / долг плюс собственные средства, %                                | 44,9           | 44,9           | 63,0           | 76,4           | 70,9           |
| <b>ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»</b>   |                |                |                |                |                |
| Кредитный рейтинг  | В/Стабильный/В |                |                |                |                |
| Рейтинг по национальной шкале  | ruA            |                |                |                |                |
| Рейтинг приоритетного необеспеченного долга (3 выпуска)                            | B              |                |                |                |                |
| Рейтинг по национальной шкале (3 выпуска)  | ruA            |                |                |                |                |

**ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» (cont.)**

**История присвоения кредитных рейтингов**

|                           |   |                |
|---------------------------|---|----------------|
| 07.10.2008                | <b>По обязательствам в иностранной валюте</b> | В/Стабильный/В |
| 12.12.2007                |   | В/Позитивный/В |
| 22.12.2006                |   | В/Стабильный/В |
| 12.12.2007                | <b>Рейтинг по национальной шкале</b>          | ruA            |
| 22.12.2006                |   | ruA-           |
| Профиль бизнес-рисков     |   | Слабый         |
| Профиль финансовых рисков |   | Агрессивный    |

**Сроки погашения долга (по состоянию на 30 июня 2011 г.)**

2012 г.: 75 млн долл.

2013 г.: 104 млн долл.

2014 г.: 83 млн долл.

В последующие годы: 67 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.

**КРИТЕРИИ И СТАТЬИ, ИМЕЮЩИЕ ОТНОШЕНИЕ К ТЕМЕ ПУБЛИКАЦИИ**

Все приведенные ниже статьи можно найти в информационном ресурсе RatingsDirect на портале Global Credit Portal, если не указано иное.

- Методология и допущения: определения ликвидности для корпоративных эмитентов из разных стран мира // 28 сентября 2011 г.
- Критерии и методология: бизнес-риск / финансовый риск — расширенная матрица // 27 мая 2009 г.

Copyright © 2012 Standard & Poors Financial Services LLC, подразделение The McGraw-Hill Companies, Inc. Все права защищены.

Конфиденциально и защищено правами собственности

Модификация, обратная разработка, воспроизведение или распространение Контента (в том числе рейтингов, результатов кредитного анализа и данных о кредитоспособности, а также моделей, компьютерных программ и иных приложений и выходных данных, полученных на основе Контента) полностью или частично — в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было способами, а также его хранение в базах данных и поисковых системах без предварительного полученного письменного согласия S&P запрещены. Незаконное или несанкционированное использование Контента запрещено. Компания S&P, аффилированные с ней лица и независимые провайдеры, а также их директора, должностные лица, акционеры, сотрудники или агенты (именуемые «Стороны S&P») не гарантируют точность, полноту, своевременность и пригодность Контента. Стороны S&P не несут ответственности ни за какие ошибки или упущения независимо от их причины, за последствия использования Контента, а также за защиту и ведение входных данных пользователем. Контент предоставляется на условии «как он есть». СТОРОНЫ S&P НЕ ДАЮТ НИКАКИХ ВЫРАЖЕННЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ГАРАНТИЙ ТОВАРНОЙ ПРИГОДНОСТИ ИЛИ ПРИГОДНОСТИ К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ В КАКИХ-ЛИБО ИНЫХ ЦЕЛЯХ, ГАРАНТИЙ ОТСУТСТВИЯ ПРОГРАММНЫХ ОШИБОК И ДЕФЕКТОВ, ГАРАНТИЙ БЕСПЕРЕБОЙНОЙ РАБОТЫ КОНТЕНТА И ЕГО СОВМЕСТИМОСТИ С ЛЮБЫМИ НАБОРАМИ АППАРАТНЫХ ИЛИ ПРОГРАММНЫХ УСТАНОВОК, НО НЕ ОГРАНИЧИВАЯСЬ ЭТИМ. Стороны S&P ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные, случайные, присуждаемые в порядке наказания, компенсаторные, штрафные, определяемые особыми обстоятельствами дела убытки и издержки, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущенный доход, упущенную выгоду и скрытые издержки), связанные с каким бы то ни было использованием Контента — даже будучи предупрежденными о возможности таких последствий.

Результаты кредитного анализа, включая рейтинги и утверждения, содержащиеся в Контенте, представляют собой выражение мнения на дату такого их выражения и не являются констатацией факта или рекомендацией покупать, держать или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения. S&P не берет на себя обязательств обновлять Контент после публикации в какой-либо форме (или каком-либо формате). Пользователям не следует полагаться на Контент, поскольку он не может заменить собой знания, способность суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных или иных деловых решений. Мнения и результаты аналитической работы S&P не являются установлением пригодности той или иной ценной бумаги. S&P не выполняет функции фидуциария или инвестиционного консультанта. S&P получает информацию из источников, являющихся, по его мнению, надежными, но не проводит аудит и не берет на себя обязанность по проведению всесторонней проверки или независимой верификации получаемой информации.

Некоторые виды деятельности бизнес-подразделений S&P осуществляются отдельно для обеспечения их независимости и объективности. Поэтому одни бизнес-подразделения S&P могут располагать информацией, которой нет у других бизнес-подразделений. В S&P действуют правила и процедуры, предназначенные для обеспечения конфиденциальности определенной непубличной информации, получаемой в ходе каждого аналитического процесса.

S&P может получать вознаграждение за присвоение рейтингов и определенные виды кредитного анализа. Как правило, оно выплачивается эмитентами или андеррайтерами ценных бумаг, а также должниками по обязательствам. S&P оставляет за собой право на распространение своих мнений и аналитических материалов. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P публикуются на веб-сайтах — [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (доступ — бесплатный), а также [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) и [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (доступ по подписке) и распространяются другими способами, в том числе через публикации S&P и независимых дистрибьюторов. Дополнительную информацию, касающуюся оплаты наших рейтинговых услуг, можно получить по адресу: [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).