

# RatingsDirect®

---

## ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» — краткое обоснование кредитного рейтинга

**Ведущий кредитный аналитик:**

Франк Делаж, Париж (33) 1-4420-6778; franck.delage@standardandpoors.com

**Вторые контакты:**

Максим Пуже, Лондон (44) 20-7176-7239; maxime.puget@standardandpoors.com

Марк Льюис, Лондон (44) 20-7176-7069; marc.lewis@standardandpoors.com

### Содержание

---

Отправная точка рейтингового анализа («базовый уровень рейтинга») и  
финальный рейтинг

Обоснование

Прогноз: Стабильный

Базовый сценарий Standard & Poor's

Профиль бизнес-рисков: слабый

Профиль финансовых рисков: агрессивный

Ликвидность: адекватная

Другие модификаторы

Описание рейтингов (компоненты)

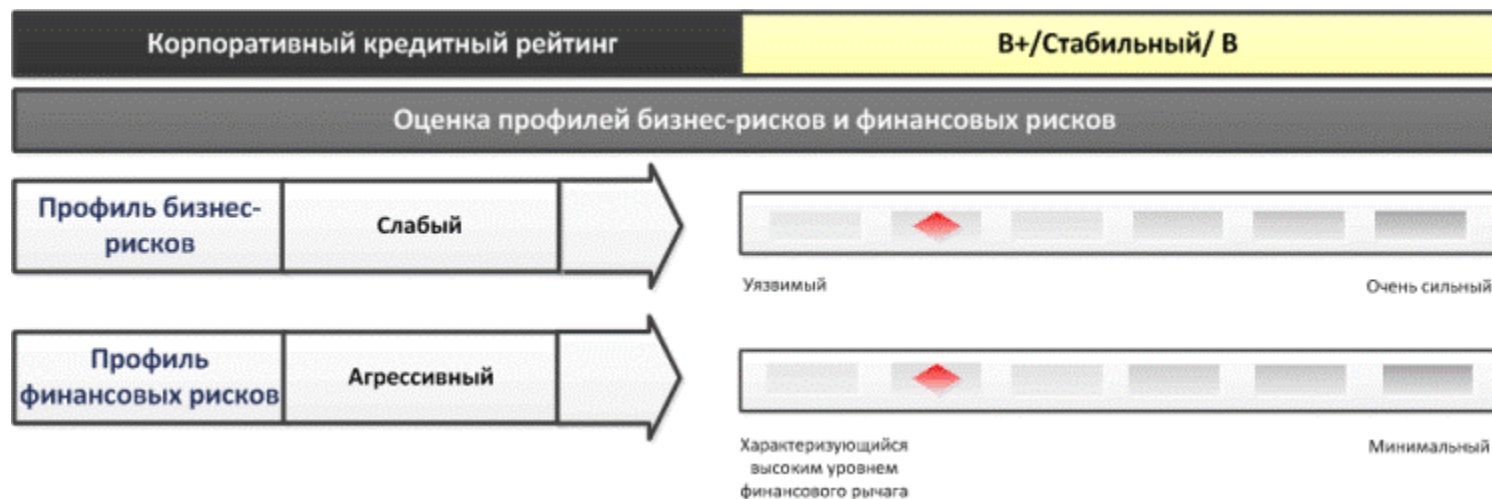
## Содержание (продолжение)

---

Анализ вероятности возмещения долга

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

# ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» — краткое обоснование кредитного рейтинга



## Отправная точка рейтингового анализа («базовый уровень рейтинга») и финальный рейтинг

Долгосрочный кредитный рейтинг эмитента «В+» российской строительно-монтажной компании ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» («ЛенСпецСМУ») включает:

- базовый уровень рейтинга «b+», основанный на наших оценках профиля бизнес-рисков компании как «слабого» и профиля финансовых рисков как «агрессивного»;
- модификаторы (в случае «ЛенСпецСМУ» не оказывающие влияния на кредитный рейтинг).

## Обоснование

### Профиль бизнес-рисков: слабый

- Ведение деятельности в условиях цикличного и капиталоемкого сектора жилищного строительства.
- Концентрация выручки в России, экономика которой характеризуется волатильностью, а система регулирования подвержена непредсказуемым изменениям.
- Прочные позиции компании на внутреннем рынке и опыт успешной продажи жилой недвижимости, в частности в Санкт-Петербурге, где рыночные условия остаются благоприятными.

### Профиль финансовых рисков: агрессивный

- Высокая волатильность денежных потоков и оборотного капитала, обусловленная длительным операционным циклом в секторе строительства.

- Неблагоприятные показатели долга и обеспеченности процентных выплат показателем EBITDA (отношение «FFO / долг» менее 20%, показатель обеспеченности процентных выплат EBITDA — около 2х).
- Адекватные показатели ликвидности и относительно хороший доступ к источникам фондирования.

## Прогноз: Стабильный

«Стабильный» прогноз Службы кредитных рейтингов Standard & Poor's по рейтингам «ЛенСпецСМУ» (рейтинг по обязательствам в иностранной валюте: B+/Стабильный/B; по обязательствам в национальной валюте: B+/Стабильный/B; рейтинг по национальной шкале: ruA+) отражает наше мнение о том, что в ближайшие 12 месяцев показатели операционной деятельности компании будут улучшаться благодаря стабильному спросу на квартиры в Санкт-Петербурге и устойчивым ценам в секторе недвижимости в целом. Мы предполагаем, что менеджмент компании по-прежнему будет проводить взвешенную финансовую политику, сохраняя баланс между затратами на текущее строительство и денежными средствами, поступающими по договорам купли-продажи и договорам, частично предоплаченным покупателями. Мы будем наблюдать за динамикой показателей оборотного капитала компании, которые, как мы полагаем, могут улучшиться в 2014 г. Мы ожидаем, что показатель «долг / EBITDA» не будет превышать установленное пороговое значение (4х) и показатель обеспеченности процентных выплат EBITDA останется на уровне около 2х, что соответствует нашей оценке профиля финансовых рисков «ЛенСпецСМУ» как «агрессивного».

## Негативный сценарий

Мы можем предпринять негативное рейтинговое действие в отношении «ЛенСпецСМУ», если компания откажется от текущей взвешенной стратегии, предусматривающей поэтапную реализацию новых строительных объектов. Неблагоприятные изменения макроэкономической ситуации в России, которые затронут спрос на жилую недвижимость «ЛенСпецСМУ» в большей степени, чем мы ожидаем, также могут привести к негативному рейтинговому действию в отношении компании.

## Позитивный сценарий

По нашему мнению, повышение рейтингов «ЛенСпецСМУ» зависит от способности компании поддерживать положительное значение показателей свободного денежного потока от операционной деятельности (free operating cash flow — FOCF) в течение более длительного периода, чем мы предполагаем в настоящее время.

## Базовый сценарий Standard & Poor's

Мы считаем, что основными факторами, влияющими на доходность российских строительных компаний, являются спрос на жилье и рост ВВП страны. Мы позитивно оцениваем социальные и экономические тенденции в тех городах, где компания осуществляет деятельность, а также наличие у нее значительных наличных денежных средств. Это обуславливает стабильные показатели кредитоспособности, соответствующие нашей оценке профиля финансовых

рисков компании как «агрессивного».

Допущения	Основные показатели	2012(ф)	2013(о)	2014(о)
• Снижение выручки в 2013-2014 гг. вследствие сокращения активов, что частично компенсируется ростом цен продаж на 0-5%.				
• Стабильные показатели долговой нагрузки в 2013-2014 гг. ввиду наличия значительных денежных средств, компенсирующих отрицательное значение свободного денежного потока.	ЕБИТДА, млрд руб.	6,2	5,2-5,4	5,0-5,3
	Рентабельность по ЕБИТДА, %	24,9	23,0-26,0	22,0-26,0
	FFO / долг, %	23,1	16,0-17,0	11,0-13,0
	ЕБИТДА / проценты, раз	6	1,8-2,0	1,7-1,9
	Долг / (долг + собственный капитал), %	39,1	35,0-37,0	35,0-40,0

FFO — денежный поток от операционной деятельности до изменений в оборотном капитале. (ф) — фактическое значение. (о) — оценка.

## Профиль бизнес-рисков: слабый

По нашему мнению, оценка профиля бизнес-рисков «ЛенСпецСМУ» как «слабого» ограничена волатильностью и долгим операционным циклом, присущими строительной отрасли, а также высоким страновым риском, обусловленным недостаточной прозрачностью и предсказуемостью административных процедур в России, и концентрацией выручки «ЛенСпецСМУ» на строительном рынке одного российского региона.

Мы отмечаем структурное повышение спроса на новое жилье в России, однако полагаем, что он по-прежнему сильно зависит от показателей роста ВВП. По нашим прогнозам, ВВП России в 2014 г. увеличится на 2,2%, немного превысив показатели 2013 г. (1,7%), но останется ниже среднего за три года уровня (3,4%). Объем строительства нового жилья также сильно зависит от низких в настоящее время процентных ставок. Однако влияние этих рисков частично компенсируется за счет благоприятной и усилившейся в последнее время позиции компании на ее основном рынке (Санкт-Петербург и Ленинградская область), а также за счет постепенного роста спроса на жилье в России.

На наш взгляд, благоприятное влияние на уровень рейтингов «ЛенСпецСМУ» оказывает опыт реализации строительных проектов и продажи жилья. Мы также считаем, что, обеспечивая контроль всех этапов реализуемых проектов, компания имеет возможность эффективно управлять качеством строительства и объемом расходов.

## Профиль финансовых рисков: агрессивный

Наша оценка профиля финансовых рисков «ЛенСпецСМУ» как «агрессивного» ограничена ввиду волатильности денежных потоков, обусловленной значительными колебаниями оборотного капитала и долгим операционным циклом (средняя продолжительность строительства объектов составляет 30 месяцев). При этом следует отметить,

что в бухгалтерском учете «ЛенСпецСМУ» использует метод заверщенного контракта, что создает временной интервал между моментом получения денежных средств и моментом признания соответствующей выручки. С другой стороны, благодаря применению такого метода сокращается риск пересчета выручки в сторону снижения. Кроме того, оценка профиля финансовых рисков ограничена высоким уровнем долга компании и показателями обеспеченности процентных выплат (отношение «FFO / долг» ниже 20%, коэффициент обеспеченности процентных выплат EBITDA — около 2х). Эти показатели рассчитываются с использованием средневзвешенного значения за пять лет (2011-2015 гг.) и соответствуют нашей оценке профиля финансовых рисков «ЛенСпецСМУ» как «агрессивного».

Тем не менее мы считаем, что благоприятное влияние на профиль финансовых рисков «ЛенСпецСМУ» оказывают длительный срок погашения долговых обязательств (свыше трех лет), низкие валютные риски (по состоянию на 31 декабря 2013 г. 63,5% долговых обязательств деноминированы в рублях) и диверсифицированные источники капитала (по состоянию на 31 декабря 2013 г. 50,1% финансирования привлекалось на рынках заемного капитала) в сравнении с сопоставимыми компаниями в регионе. Кроме того, благоприятное влияние на оценку профиля финансовых рисков компании оказывают хороший доступ к рынкам облигаций, что подтверждается успешным выпуском пятилетних облигаций объемом 5 млрд руб. (около 103 млн евро по курсу на 31 марта 2014 г.) 18 декабря 2012 г., и выпуск акций через холдинг Etalon Group Ltd. (нет рейтингов S&P), имеющий листинг на бирже.

## Ликвидность: адекватная

Краткосрочный рейтинг компании — «В». Мы оцениваем показатели ликвидности «ЛенСпецСМУ» как «адекватные» (в соответствии с нашими критериями). Мы ожидаем, что в течение 12 месяцев, начавшихся 31 декабря 2013 г., источники ликвидности будут превышать потребности в ней более чем в 1,2 раза.

Основные источники ликвидности	Основные потребности в ликвидности
• денежные средства и краткосрочные банковские депозиты на сумму 7,5 млрд руб.;	• долговые обязательства с наступающими сроками погашения (3,1 млрд руб.);
• подтвержденные кредитные линии общим объемом 6,4 млрд руб.;	• отток оборотного капитала (5,0 млрд руб., оценка) в связи с необходимостью финансирования новых строительных проектов;
• операционный денежный поток до изменения в оборотном капитале (funds from operations — FFO) в размере 2,2 млрд руб. (оценка).	• капитальные расходы — 520 млн руб. (оценка).

## Анализ ковенантов

На наш взгляд, дополнительным источником финансовой гибкости «ЛенСпецСМУ» является тот факт, что компания имеет большой запас в рамках ковенантов, предусмотренных кредитными договорами: это позволяет ей при необходимости увеличивать размер долга.

## Другие модификаторы

На финальные рейтинги «ЛенСпецСМУ» не оказывают влияния никакие другие модификаторы.

## Описание рейтингов (компоненты)

Кредитный рейтинг: В+/Стабильный/В

Профиль бизнес-рисков: слабый

- Страновой риск: высокий
- Отраслевой риск: умеренно высокий
- Конкурентная позиция: приемлемая

Профиль финансовых рисков: агрессивный

- Денежный поток / уровень долговой нагрузки (коэффициент): агрессивный

Базовый уровень рейтинга: b+

Модификаторы:

- Диверсификация бизнеса: нейтральная
- Структура капитала: нейтральная
- Ликвидность: адекватная
- Финансовая политика: нейтральная
- Менеджмент и корпоративное управление: приемлемые
- Сравнительный анализ: нейтральный

## Анализ вероятности возмещения долга

### Основные аналитические факторы

- Рейтинг выпуска приоритетных необеспеченных облигаций «В+» и рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга «4» ограничены необеспеченным характером облигаций и субординацией рейтингуемых облигаций по отношению к различным долговым инструментам. Тем не менее позитивное влияние на рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга оказывает наличие значительной базы материальных активов.
- В смоделированном нами сценарии дефолт наступит в 2016 г. главным образом вследствие ухудшения экономических условий в России. Это приведет к значительному снижению цен на жилье в Санкт-Петербурге и впоследствии — к дефолту по выплате процентов по долгу.
- Мы оцениваем стоимость компании с использованием дискретной модели оценки активов. Такой подход позволяет рассчитывать изменение ожидаемой балансовой стоимости активов «ЛенСпецСМУ», применяя

различные ставки дисконта — в зависимости от этапа строительства и типа недвижимости. Кроме того, мы применяем комбинированный коэффициент: около 60% к оценочной стоимости имущества компании-поручителя.

#### **Допущения для сценария дефолта и оценки**

- Год дефолта: 2016
- Юрисдикция: Российская Федерация

#### **Упрощенный порядок погашения обязательств**

- совокупная стоимость предприятия на момент дефолта — 18 млрд руб.
- административные расходы — 1,3 млрд руб.
- чистая стоимость компании для удовлетворения требований кредиторов — 16,7 млрд руб.

- 
- обеспеченные долговые обязательства — 7,1 млрд руб.\*
  - --ожидаемый уровень возмещения долга после дефолта — неприменимо
  - необеспеченные долговые обязательства — 20,3 млрд руб.\*§
  - --ожидаемый уровень возмещения долга после дефолта — 30-50%

\*Все суммы долговых обязательств включают процентные выплаты до подачи заявления о банкротстве в течение шести месяцев. §Включая долг, коммерческую и налоговую кредиторскую задолженность, авансовые платежи от клиентов и гарантии.

#### **Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации**

- Ключевые кредитные факторы для компаний сектора жилой недвижимости // 3 февраля 2014 г.
- Методология и допущения: определения ликвидности для корпоративных заемщиков разных стран // 2 января 2014 г.
- Методология присвоения корпоративных рейтингов // 19 ноября 2013 г.



Copyright © 2014 Standard & Poors Financial Services LLC, a part of McGraw Hill Financial. Все права защищены.

Модификация, обратная разработка, воспроизведение или распространение контента (в том числе рейтингов, результатов кредитного анализа, данных о кредитоспособности, оценок, 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 письменного разрешения Standard & Poor's Financial Services LLC, a part of McGraw Hill Financial или его структурных подразделений (вместе - S&P) запрещены. Незаконное или несанкционированное использование Контента запрещено. Компания S&P и независимые провайдеры, а также их директора, должностные лица, акционеры, сотрудники или агенты (далее — «Стороны S&P») не гарантируют точность, полноту, своевременность и пригодность Контента. Стороны S&P не несут ответственности ни за какие ошибки или упущения (по неосторожности и других обстоятельствах) независимо от их причины, за последствия использования Контента, а также за защиту и хранение данных, введенных пользователем. Контент предоставляется на условии «как есть». СТОРОНЫ S&P НЕ ДАЮТ НИКАКИХ ВЫРАЖЕННЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, В ЧАСТНОСТИ (НО НЕ ТОЛЬКО) ГАРАНТИЙ СООТВЕТСТВИЯ НАЗНАЧЕНИЮ 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. 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 или убытки, причиненные по неосторожности), связанные с каким бы то ни было использованием Контента, — даже будучи предупрежденными о возможности таких последствий.

Результаты кредитного анализа и других видов анализа, включая рейтинги и утверждения, содержащиеся в Контенте, представляют собой мнения, причем мнения на дату их выражения, и не являются констатацией факта. Мнения S&P, исследования, и оценка рейтинга (описанные ниже) не являются рекомендацией покупать, удерживать до погашения или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения и не касаются вопроса пригодности той или иной ценной бумаги. S&P не обязуется обновлять Контент после публикации в той или иной форме (том или ином формате). Полагаться на Контент не следует, поскольку он не может заменить собой знания, способность суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных и иных бизнес-решений. S&P не выполняет функции фидуциария или инвестиционного консультанта, за исключением случаев регистрации в качестве такового. 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.

По мере того, как регулирующие органы позволяют рейтинговому агентству в определенных целях регулирования подтверждать в одной юрисдикции рейтинг, присвоенный в другой юрисдикции, S&P оставляет за собой право присваивать, отзывать или приостанавливать такое подтверждение в любое время и по своему усмотрению. Стороны S&P отказываются от каких-либо обязательств, как бы то ни было, вытекающих из присвоения, отзыва или приостановления подтверждения рейтинга, а также какой-либо ответственности за любой ущерб, заявленный, как понесенный в результате указанных действий.

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), [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) и [www.spcapitaliq.com](http://www.spcapitaliq.com) (доступ по подписке), но могут распространяться и 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).