

RatingsDirect®

Краткое обоснование:

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» — краткое обоснование кредитного рейтинга

Ведущий кредитный аналитик:

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

Второй контакт:

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

Содержание

Обоснование

Прогноз

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

Краткое обоснование:

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» — краткое обоснование кредитного рейтинга

Кредитный рейтинг: В/Позитивный/В

Обоснование

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

Сдерживающее влияние на оценку профиля бизнес-рисков «ЛенСпецСМУ» как «слабого» оказывают повышенная волатильность и длинный операционный цикл, присущие строительной отрасли, а также высокий страновой риск, обусловленный недостаточной прозрачностью и предсказуемостью административных процедур в России, и концентрация выручки «ЛенСпецСМУ» на строительном рынке одного российского региона.

Хотя мы и отмечаем повышение структурного спроса на новое жилье в России, однако он сильно коррелирует с ростом ВВП. Мы ожидаем, что рост ВВП в России замедлится в 2013 г. (3,7%) по сравнению с 2012 г. (4,1%). Также строительство нового жилья сильно зависит от текущего низкого уровня процентных ставок. Однако влияние этих факторов риска частично компенсируют благоприятная и недавно усилившаяся позиция компании на ее основном рынке (Санкт-Петербург и Ленинградская область), а также постепенный рост спроса на жилую недвижимость в Российской Федерации. Мы полагаем, что спрос на жилую недвижимость поддерживается рядом правительственных инициатив, призванных сократить нехватку качественного жилья, а также увеличением объема ипотечных кредитов. Кроме того, на уровень рейтингов положительно влияют имеющийся у компании опыт реализации строительных проектов и продажи жилой недвижимости. Мы также считаем, что, обеспечивая контроль всех этапов реализуемых проектов, «ЛенСпецСМУ» имеет возможность эффективно управлять качеством строительства и объемом расходов.

Оценка профиля финансовых рисков «ЛенСпецСМУ» как «агрессивного» определяется волатильностью денежных потоков, обусловленной долгим операционным циклом: средняя продолжительность строительства объектов «ЛенСпецСМУ» составляет, как правило, 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 этого метода снижается риск пересмотра отчетной выручки в сторону снижения. Профиль финансовых рисков «ЛенСпецСМУ» также сдерживается негативным значением свободного денежного потока в прошлом и, соответственно, ростом уровня долга. Риск, связанный с относительно высокой долей краткосрочных заимствований

в структуре финансирования, отчасти компенсируется выпуском облигаций сроком на пять лет на сумму 5,0 млрд руб., осуществленным 18 декабря 2012 г., и диверсификацией источников капитала после того, как уставной капитал «ЛенСпецСМУ» был увеличен, а выпуск ценных бумаг «Эталон Холдинг» (нет рейтинга S&P) в недавнем времени прошел процедуру листинга на Лондонской фондовой бирже. С 2008 г. владельцем «ЛенСпецСМУ» является «Эталон Холдинг», холдинговая компания, зарегистрированная в Джерси, и мы считаем «ЛенСпецСМУ» ключевой компанией группы, поскольку на нее приходится 80% выручки группы и 100% консолидированного долга (на 31 декабря 2011 г.). Мы считаем, что кредитное качество «Эталон Холдинг» соответствует кредитному качеству «ЛенСпецСМУ», что отражено в рейтинге последней.

Базовый сценарий Standard & Poor's в отношении операционной деятельности

Мы прогнозируем, что спрос и рост цен на рынке жилой недвижимости Санкт-Петербурга, основном рынке «ЛенСпецСМУ», сохранятся вследствие недостаточного предложения современного жилья и большей доступности ипотечного кредитования. Кроме того, мы ожидаем стабильно высокий рост показателя ВВП России (3,7%) по сравнению с другими странами, положительные демографические тенденции и умеренный уровень безработицы (6%) в 2013 г. Мы считаем, что выручка компании за 2013 г. будет обусловлена большим количеством заказов и предварительных продаж по незавершенному строительству.

Базовый сценарий Standard & Poor's относительно изменений показателей денежного потока и структуры капитала

Мы ожидаем, что начиная с 2013 г. значение свободного денежного потока компании будет положительным благодаря росту объема продаж и низкому уровню запасов в 2012 г. Однако мы считаем, что в 2013 г. расширение запасов в связи с большим объемом проектов на этапе незавершенного строительства, таких как проекты строительства ЖК «Летний», ЖК «Речной» и ЖК «Самоцветы», ограничит рост показателя денежных потоков до изменения в оборотном капитале. Учитывая значительные остатки денежных средств на начало года и способность компании выплатить долг, отношение «долг/долг плюс собственный капитал» не превысит 40% в течение следующих 12 месяцев.

Ликвидность

Мы оцениваем показатели ликвидности «ЛенСпецСМУ» как «адекватные» (в соответствии с определением, приведенным в наших критериях). Мы ожидаем, что в ближайшие 12 месяцев отношение источников ликвидности к потребностям в ней превысит 1,2х.

На 31 декабря 2012 г. основные источники ликвидности компании за 12 месяцев составляли:

- денежные средства и краткосрочные депозиты в банках — около 12 млрд руб.;
- средства, доступные в рамках подтвержденных кредитных линий, — 4,6 млрд руб. (1,2 млрд руб. из которых направлены на развитие проектов);
- денежный поток от операционной деятельности до изменений в оборотном капитале (funds from operations — FFO) — 4,8 млрд руб.

Основные потребности «ЛенСпецСМУ» в ликвидности за тот же период включали:

- долговые обязательства в размере 3,7 млрд руб.;
- отток оборотного капитала в размере 3 млрд руб., необходимого для реализации новых проектов застройки жилой недвижимости;
- ожидаемые капитальные расходы в размере 400 млн руб.

Кроме того, мы считаем, что выпуск облигаций на сумму 5 млрд руб. сроком на пять лет, осуществленный 18 декабря 2012 г., значительно улучшил профиль ликвидности «ЛенСпецСМУ».

Дополнительным источником финансовой гибкости «ЛенСпецСМУ», с нашей точки зрения, является тот факт, что компания имеет большой запас по ковенантам, предусмотренным в кредитных договорах: это позволяет ей при необходимости увеличивать размер задолженности.

Анализ вероятности возмещения долга

Рейтинг выпуска приоритетных необеспеченных облигаций «ЛенСпецСМУ» (В/Позитивный/В) объемом 5 млрд руб. со ставкой купона — 12,9% и сроком погашения через пять лет соответствует кредитному рейтингу компании. Мы также присвоили этому выпуску рейтинг по национальной шкале «ruA».

Одновременно мы присвоили выпуску облигаций рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта «4», что отражает наши ожидания среднего (30-50%) уровня возмещения долга после дефолта.

Выпуску приоритетных необеспеченных облигаций «ЛенСпецСМУ» на сумму 2 млрд руб. (ставка купона — 14,5%, срок погашения — 2013 г.), а также выпуску кредитных нот (credit-linked notes, CLN) серии 2010-01 объемом 150 млн долл. с ограниченным регрессом (срок погашения — 2015 г.) присвоен кредитный рейтинг выпуска «В», соответствующий корпоративному кредитному рейтингу. Рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта — «4», присвоенный рублевым облигациям и кредиту, связанному с CLN, отражает наше предположение о среднем (30-50%) уровне возмещения долга после дефолта.

Мы ожидаем, что часть поступлений от выпуска будет направлена на выплату оставшихся 0,6 млрд руб. по приоритетным необеспеченным облигациям серии БО-02 (срок погашения в мае 2013 г.) в соответствии с первоначальным графиком долговых выплат.

Положительное влияние на рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга и рейтинг выпуска долгового обязательства оказывает наличие значительной базы материальных активов в распоряжении группы. Сдерживающее влияние, в свою очередь, оказывают необеспеченный характер облигаций, наше мнение о неблагоприятном режиме банкротства в России в отношении кредиторов, а также субординация рейтингуемых облигаций по отношению к различным долговым инструментам.

Для оценки уровня возмещения долга мы смоделировали сценарий дефолта. Мы предположили, что потенциальный дефолт наступит в 2014 г. вследствие сокращения бизнеса компании, обусловленного ухудшением экономических

условий и вызванным этим значительным снижением цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге.

Мы используем модель оценки стоимости активов, продаваемых по отдельности, для анализа вероятности возмещения долга с учетом стоимости активов группы, так как считаем, что в случае дефолта группа, скорее всего, будет распродавать свое имущество.

При оценке стоимости компании мы учитываем изменения ожидаемой балансовой стоимости имущества «ЛенСпецСМУ» в стрессовой ситуации при различных уровнях дисконта — в зависимости от вида имущества и этапа строительства. Мы применяем значительно более высокий дисконт к объектам незавершенного строительства, чем к завершенным объектам. В нашем сценарии мы применяем комбинированный коэффициент (около 60%) к оценочной стоимости имущества компании-поручителя.

Согласно нашим расчетам стоимость предприятия в момент моделированного дефолта составит около 16 млрд руб. После вычета примерно 1,1 млрд руб. затрат, связанных с принудительным исполнением обязательств, и около 6,8 млрд руб. расходов на погашение различных обеспеченных или приоритетных обязательств, вероятность возмещения долга держателям облигаций составит, по оценкам, 30-50%, исходя из допущения о том, что 18,5 млн руб. будут составлять требования по приоритетным необеспеченным обязательствам, не погашенным на момент дефолта (в том числе требования кредиторов по долговым, торговым и налоговым обязательствам, по авансовым платежам клиентов и по гарантиям).

Прогноз

Прогноз «Позитивный» отражает наше мнение о том, что в ближайшие шесть месяцев «ЛенСпецСМУ» сумеет улучшить показатели денежных потоков благодаря увеличению объемов продаж и низкому уровню материально-производственных запасов в 2012 г. Мы также считаем, что хорошее положение компании на рынке по сравнению с конкурентами, а также предпринимаемые ей в настоящее время действия позволят улучшить структуру капитала в краткосрочной перспективе. Повышение рейтинга возможно при условии выполнения как минимум одной из вышеуказанных задач.

Предполагается, что при текущем уровне рейтинга руководство «ЛенСпецСМУ» будет продолжать проводить взвешенную финансовую политику, приводя исходящие денежные потоки, используемые для финансирования текущих строительных работ, в соответствие с входящими денежными потоками, представляющими собой поступления по ранее заключенным договорам, а также частично авансируемым договорам с покупателями. Мы также предполагаем, что «ЛенСпецСМУ» продолжит поддерживать достаточный запас ликвидности, позволяющий покрывать потребности в оборотном капитале, которые могут возникнуть в 2013 г., а также поддерживать отношение «долг / долг плюс акционерный капитал» на уровне ниже 50%.

Мы можем пересмотреть прогноз по рейтингам «ЛенСпецСМУ» на «Стабильный», если компании не удастся

увеличить показатели денежных потоков или улучшить структуру капитала в соответствии с нашим сценарием. Негативное рейтинговое действие возможно, если «ЛенСпецСМУ» отступит от своей осмотрительной стратегии поэтапной реализации запланированных строительных объектов, а также в случае неблагоприятных изменений макроэкономической ситуации в России.

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.
- Ключевые кредитные факторы: критерии присвоения рейтингов компаниям сектора жилой недвижимости // 21 июня 2011 г.
- Критерии присвоения кредитных рейтингов компаниям: методология анализа // 15 апреля 2008 г.

© 2013 Standard & Poors Financial Services LLC. 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 полученного письменного разрешения Standard & Poor's Financial Services LLC 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 (доступ — бесплатный), а также www.ratingsdirect.com, www.globalcreditportal.com и 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.