

RatingsDirect®

Краткое обоснование изменения рейтинга:

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

Резюме

Рейтинговое действие

Обоснование

Прогноз

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

Рейтинг-лист

Краткое обоснование изменения рейтинга:

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» — краткое обоснование кредитного рейтинга

Резюме

- Российская строительно-монтажная компания ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» («ЛенСпецСМУ»), работающая на рынке жилой недвижимости, имеет прочные позиции на рынке Санкт-Петербурга и Ленинградской области.
- Мы пересматриваем прогноз по рейтингам «ЛенСпецСМУ» со «Стабильного» на «Позитивный» и подтверждаем долгосрочный и краткосрочный кредитные рейтинги компании – «В/В».
- Прогноз «Позитивный» отражает наше мнение о том, что «ЛенСпецСМУ» сможет улучшить показатели денежных потоков в течение следующих 6-ти месяцев вследствие роста объемов продаж и низкого уровня материально-производственных запасов в 2012 г.

Рейтинговое действие

24 июля 2012 г. Служба кредитных рейтингов Standard & Poor's пересмотрела прогноз по рейтингам российской строительно-монтажной компании ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» («ЛенСпецСМУ») со «Стабильного» на «Позитивный». Одновременно мы подтверждаем долгосрочный и краткосрочный кредитные рейтинги компании – «В/В», кредитный рейтинг выпуска долгового обязательства «В», присвоенный выпуску приоритетных необеспеченных облигаций «ЛенСпецСМУ» на сумму 2 млрд руб. (ставка купона – 14,5%, срок погашения – 2013 г.), приоритетных необеспеченных облигаций на сумму 2 млрд руб. (ставка купона – 16%, срок погашения – 2012 г.) и обеспеченных облигаций серии 2010-01 объемом 150 млн долл. с ограниченным регрессом (срок погашения – 2015 г.). Рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга в случае дефолта по этим финансовым инструментам остается на уровне «4» и отражает наше предположение о среднем (30-50%) уровне возмещения долга в случае дефолта. Рейтинг по национальной шкале – «ruA» подтвержден на том же уровне.

Обоснование

Изменение прогноза последовало за улучшением операционных результатов «ЛенСпецСМУ», в частности объема продаж (который по состоянию на 30 июня 2012 г. вырос на 23% относительно уровня прошлого года). Мы связываем это с комплексным влиянием таких факторов, как положительная динамика петербургского рынка жилой недвижимости (растущий спрос, низкий уровень предложения, повышающиеся цены), на котором преимущественно работает «ЛенСпецСМУ», сильная рыночная позиция компании и ее эффективная ценовая стратегия в сегменте недвижимости для среднего класса. Мы полагаем, что относительно низкий уровень материально-производственных запасов в 2011-м и 2012 гг., а также рост выручки должны способствовать увеличению свободного денежного потока от операций, генерируемого «ЛенСпецСМУ» в краткосрочной перспективе.

«ЛенСпецСМУ» применяет консервативный, на наш взгляд, метод заверщенного контракта, который учитывает выручку лишь после завершения сделки, однако по нашему мнению, сохраняются риски, связанные с возможным увеличением потребностей «ЛенСпецСМУ» в оборотном капитале в 2013 г., на который запланировано большое число строительных проектов, а снижение доходов способно временно нивелировать результаты, достигнутые в течение прошлого года.

Прогноз «Позитивный» определяется, помимо прочего, нашим мнением о том, что компания безусловно нацелена на дальнейшее укрепление структуры своего капитала. Об этом свидетельствуют меры, принимаемые «ЛенСпецСМУ» в целях сокращения доли краткосрочных обязательств (которая сейчас, по нашему мнению, высока) в общей структуре долга, а также снижения валютного риска. Такая стратегия – в случае ее успешной реализации – должна позитивно повлиять на уровень рейтингов.

Наша оценка профиля бизнес-рисков и профиля финансовых рисков «ЛенСпецСМУ» остается прежней – «слабый» и «агрессивный» соответственно (в соответствии с определениями, приведенными в наших критериях). С 2008 г. «ЛенСпецСМУ» полностью принадлежит холдингу Etalon Group Limited (Etalon; нет рейтинга S&P), зарегистрированному на острове Гернси, и является, как мы считаем, ключевой компанией холдинга, поскольку на 31 декабря 2011 г. на его долю приходилось 80% консолидированной выручки и 100% консолидированного долга Etalon. С нашей точки зрения, Etalon и «ЛенСпецСМУ» имеют схожие характеристики кредитоспособности, что, в частности, отражено в рейтинге, присвоенном «ЛенСпецСМУ».

Ликвидность

Мы оцениваем показатели ликвидности «ЛенСпецСМУ» как достаточные (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 30 июня 2012 г. основные источники ликвидности компании за 12 месяцев составляли:

- денежные средства и краткосрочные депозиты в банках – 7 млрд руб.;
- средства, доступные в рамках подтвержденных кредитных линий, – 8,1 млрд руб.;
- денежный поток от операционной деятельности до изменений в оборотном капитале (funds from operations – FFO) – 4 млрд руб.

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

- долговые обязательства в размере 2,9 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.

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

Выпуску приоритетных необеспеченных облигаций «ЛенСпецСМУ» на сумму 2 млрд руб. (ставка купона – 14,5%, срок погашения – 2013 г.), приоритетных необеспеченных облигаций на сумму 2 млрд руб. (ставка купона – 16%, срок погашения – 2012 г.) и обеспеченных облигаций серии 2010-01 объемом 150 млн долл. с ограниченным регрессом (срок погашения – 2015 г.) присвоен кредитный рейтинг выпуска долгового обязательства «В», соответствующий кредитному рейтингу компании. Рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга в случае дефолта по этим финансовым инструментам составляет «4» и отражает наше предположение о среднем (30–50%) уровне возмещения долга в случае дефолта.

Положительное влияние на рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга и рейтинг

долгового обязательства оказывает наличие значительной базы материальных активов в распоряжении группы. Сдерживающее влияние на уровень этих рейтингов оказывают необеспеченный характер указанных облигаций, наше мнение о неблагоприятном российском режиме банкротства в отношении кредиторов, а также контрактная и структурная субординация рейтингуемых облигаций по отношению к различным долговым инструментам.

Для оценки уровня возмещения долга мы смоделировали сценарий дефолта. Мы предположили, что дефолт наступит в 2014 г. (2013 г. согласно прежнему сценарию) вследствие рисков, связанных с рефинансированием, а также сокращения бизнеса компании, обусловленного ухудшением экономических условий и вызванным этим значительным снижением цен на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге. Мы считаем, что долговые обязательства, подлежащие погашению в 2012-м и 2013 гг., будут рефинансированы.

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

По нашим расчетам, стоимость предприятия в момент моделируемого дефолта составит примерно 15,1 млрд руб. После вычета расходов, связанных с проведением процедур банкротства (примерно 1,1 млрд руб.), и расходов на удовлетворение требований по различным обеспеченным и приоритетным в структурном отношении обязательствам (4 млрд руб.) уровень ожидаемого возмещения долга составит, по нашим оценкам, 30-50%.

Подробности можно найти в статье «Рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта, присвоенный ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»», опубликованной 27 сентября 2011 г. в информационном ресурсе RatingsDirect на портале Global Credit Portal.

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 относительно высокая репутация компании на рынке позволит ей в краткосрочной перспективе улучшить структуру своего капитала.

Повышение рейтинга возможно при условии выполнении как минимум одной из вышеуказанных задач.

Предполагается, что при текущем уровне рейтинга менеджмент «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 договорным и частично оплаченным работам. 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. Давление на рейтинг может возникнуть, если «ЛенСпецСМУ» не будет придерживаться 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.

- Критерии присвоения рейтингов компаниям – 2008 г.: аналитическая методология // 15 апреля 2008 г.
- Методология и допущения: определения ликвидности для корпоративных эмитентов из разных стран мира // 28 сентября 2011 г.
- Основные факторы кредитоспособности: Общемировые критерии оценки жилищно-строительных компаний, работающих на рынке частной жилой недвижимости // 27 сентября 2011 г.
- Критерии присвоения рейтингов компаниям – связи между материнской и дочерними компаниями; общие принципы; дочерние компании / совместные предприятия / проекты без права регресса; финансовые дочерние компании; связь с рейтингом материнской компании» // 28 октября 2004 г.

Рейтинг-лист

Рейтинги подтверждены; прогноз: «Позитивный».

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»

Рейтинг по национальной шкале	ruA/--/--
Рейтинг приоритетного необеспеченного долга	ruA
Рейтинг приоритетного необеспеченного долга	B
Рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга	4

До С

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»

Кредитный рейтинг В/Позитивный/В В/Стабильный/В

Полная информация о рейтингах предоставляется зарегистрированным пользователям RatingsDirect на портале Global Credit Portal (www.globalcreditportal.com). Все рейтинги, которые затронуты данным рейтинговым действием, можно найти на общедоступном веб-сайте Standard & Poor's www.standardandpoors.com с помощью поискового окна «Ratings search» в левой части экрана. Кроме того, Вы можете позвонить по одному из следующих телефонов Standard & Poor's: (44) 20-7176-7176 (Европейская служба поддержки клиентов); (44) 20-7176-3605 (Лондон); (33) 1-4420-6708 (Париж); (49) 69-33-999-225 (Франкфурт); (46) 8-440-5914 (Стокгольм); 7 (495) 783-4009 (Москва).

Copyright © 2012 by Standard & Poors Financial Services LLC. All rights reserved.

No content (including ratings, credit-related analyses and data, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof (Content) may be modified, reverse engineered, reproduced or distributed in any form by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of Standard & Poor's Financial Services LLC or its affiliates (collectively, S&P). The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (collectively S&P Parties) do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Parties are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content, or for the security or maintenance of any data input by the user. The Content is provided on an "as is" basis. S&P PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs or losses caused by negligence) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

Credit-related and other analyses, including ratings, and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. S&P's opinions, analyses, and rating acknowledgment decisions (described below) are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P assumes no obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P does not act as a fiduciary or an investment advisor except where registered as such. While S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P reserves the right to assign, withdraw, or suspend such acknowledgement at any time and in its sole discretion. S&P Parties disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal, or suspension of an acknowledgment as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof.

S&P keeps certain activities of its business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain business units of S&P may have information that is not available to other S&P business units. S&P has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain nonpublic information received in connection with each analytical process.

S&P may receive compensation for its ratings and certain analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. S&P reserves the right to disseminate its opinions and analyses. S&P's public ratings and analyses are made available on its Web sites, www.standardandpoors.com (free of charge), and www.ratingsdirect.com and www.globalcreditportal.com (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at www.standardandpoors.com/usratingsfees.