



07.10.2008

Прогноз по рейтингам ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» пересмотрен на «Стабильный» вследствие возможного замедления роста и снижения показателей ликвидности

ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» — краткое обоснование кредитного рейтинга

(Перевод с английского)

7 октября 2008 г. Рейтинговая служба Standard & Poor's пересмотрела прогноз по рейтингам ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» (ЛСС), российской строительно-монтажной компании, с «Позитивного» на «Стабильный». В то же время подтверждены долгосрочный и краткосрочный кредитные рейтинги (оба на уровне «В») и рейтинг компании по национальной шкале на уровне «ruA».

Пересмотр прогноза отражает ухудшение условий кредитования в России вследствие значительной турбулентности на российском фондовом и кредитном рынках в последние недели, а также возможный эффект «цепной реакции» в отношении спроса и цен на недвижимость. Обусловленная этими факторами растущая неопределенность в отношении потенциальных бизнес-проектов и снижения показателей ликвидности компании уменьшила вероятность повышения рейтингов и прогноза в ближайшее время.

Уровень рейтингов ЛСС по-прежнему сдерживают: циклический характер строительно-монтажной отрасли с повышающейся зависимостью от колебаний экономической конъюнктуры, неопределенность, связанная с изменениями политического и делового климата в России, а также недостаточная прозрачность и предсказуемость административной системы России. К числу других негативных факторов относятся высокий уровень риска отрасли недвижимости, в том числе высокая конкуренция и циклический характер изменения объемов и цен, склонность инвесторов в недвижимость к спекулятивным операциям, зависимость группы от динамики развития сектора недвижимости лишь в одном российском регионе, а также негативная величина свободного операционного денежного потока вследствие значительных потребностей в оборотном капитале, особенно на фоне быстрой экспансии.

Указанные риски смягчают: ведущие позиции группы на основном рынке (Санкт-Петербург и регион в целом — Северо-Запад России), устоявшаяся деловая репутация компании и известность торговой марки. ЛСС контролирует все этапы реализации проектов, что позволяет компании эффективно управлять качеством работ и затратами. Кроме того, управленческая команда ЛСС способна эффективно решать важнейшие проблемы административного и правового характера.

ЛСС смогла повысить рентабельность благодаря активной коммерческой деятельности на рынке недвижимости Санкт-Петербурга, на котором сохраняется устойчивый рост цен на жилье, а также благодаря повышению внимания руководства к управлению рисками и росту экономии на масштабе. В результате рентабельность по EBITDA повысилась с 10% в 2006 г. до почти 28% за 12 месяцев до 30 июня 2008 г. Мы считаем, что по-прежнему значительное количество проектов ЛСС и относительно высокий уровень «предпроданных» объектов, завершение которых планируется на конец 2009 г., будут поддерживать высокие операционные показатели в краткосрочной перспективе. Тем не менее показатели операционной маржи могут снизиться в случае замедления роста спроса и цен на недвижимость вследствие ухудшения условий кредитования и экономических перспектив.

Компания проводит агрессивную стратегию роста, связанную с высокими потребностями в капиталовложениях. Результатом такой политики стало значительное увеличение объема долга на балансе компании, поскольку группе пришлось ликвидировать разрыв между потребностями в капиталовложениях, с одной стороны, и имеющимися собственными денежными ресурсами и поступлением средств в форме авансовых платежей клиентов — с другой стороны. По состоянию на 1 сентября 2008 г. совокупный долг ЛСС составлял 6,2 млрд руб. (250 млн долл.) по сравнению с 2,6 млрд руб. на 31 декабря 2006 г. Компания ожидает значительного роста выручки и EBITDA во 2-м полугодии 2008 г., который должен компенсировать высокий уровень долга и содействовать сохранению показателей кредитоспособности в соответствии с нашими ожиданиями для данного уровня рейтингов. За 12 месяцев до 30 июня 2008 г. отношение совокупного долга к EBITDA и обеспеченность активов (отношение совокупных активов к совокупному долгу), а также обеспеченность процентных выплат показателем EBITDA составили, соответственно, 2,5х, 6х и 3,8х.

Ликвидность

Показатели ликвидности ЛСС ухудшились. По состоянию на 1 сентября 2008 г. компания имела 142 млн долл. невыбранных кредитных линий, из которых всего 22 млн долл. будут доступны до конца 2009 г. Вместе с тем около половины общего объема невыбранных кредитных линий были предоставлены региональными российскими банками второго и третьего уровней, которые считаются менее надежными в сложившейся стрессовой ситуации по сравнению с крупными российскими банками первого уровня, контролируруемыми государством. Кроме того, компания располагает остатками денежных средств в размере 18 млн долл. (из них 8 млн долл. на уровне холдинга) и около 35 млн долл. краткосрочных финансовых активов, предназначенных для покрытия возможного опциона «пут» по кредитным нотам. Совокупные источники ликвидности в размере 173 млн долл. не покрывают краткосрочные долговые обязательства сроком погашения в 2009 г. (202 млн долл.), включая опцион «пут» по кредитным нотам (CLN) на сумму 100 млн долл. Этот опцион, скорее всего, будет исполнен в апреле 2009 г. в еще большем объеме, чем раньше. Среднесрочный характер долговых инструментов (2-3 года), о которых в настоящее время ведутся переговоры с банками для будущего рефинансирования (завершение переговоров ожидается в 4-м квартале 2008 г.), должен привести к улучшению структуры долга, хотя стоимость долга существенно увеличится.

Негативное влияние на показатели ликвидности ЛСС оказывает отрицательная величина свободного операционного денежного потока и обусловленная ею сильная зависимость от наличия внешнего финансирования. Внешнее финансирование за счет притока новых депозитов и авансовых платежей клиентов остается одним из важнейших компонентов финансовой гибкости ЛСС, поскольку строительной отрасли присущи значительные потребности в оборотных средствах. Относительно высокий уровень продаж на этапе строительства объектов недвижимости, которые должны быть завершены в 2009 г., позволяет говорить о поступлении значительных авансовых платежей в ближайшее время. Вместе с тем замедление спроса на недвижимость негативно скажется на поступлении платежей от клиентов и подвергнет ЛСС риску ликвидности.

Мы ожидаем, что ЛСС будет и в дальнейшем иметь достаточную свободу маневра в рамках финансовых ковенантов по выпуску кредитных нот, в частности поддерживая отношение долга к EBITDA на уровне менее 4х и обеспеченность процентных выплат денежным потоком — более 2,5х.

Структура долга

Приоритетному необеспеченному долгу, выпущенному Golden Ring Finance S.A. под гарантии ЛСС, присвоен рейтинг «В», что соответствует кредитному рейтингу компании-поручителя, и рейтинг ожидаемого возмещения долга после дефолта на уровне «4», что соответствует среднему диапазону (30-50%) возмещения долга. Кроме того, по состоянию на 1 сентября 2008 г. у группы ЛСС имелись необеспеченные рублевые облигации на сумму 580 млн руб. (остаток в обращении после погашения части выпуска на общую сумму 1,5 млрд руб.), которым присвоен рейтинг по российской шкале на уровне «ruA», и банковский долг в размере, эквивалентном примерно 228 млн долл., которому рейтинг не присваивается.

Дополнительную информацию см. в статье «ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» — рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта», опубликованной 30 июля 2008 г. в RatingsDirect.

Дополнительную информацию о классификации юрисдикций по степени дружественности к кредиторам, и в частности анализ процедур банкротства в России см. в статьях «Корректировки рейтингов ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта и кредитных рейтингов с учетом особенностей юрисдикции» и «Удовлетворение требований кредиторов и правовые основы банкротства в России», опубликованных в RatingsDirect 20 июня и 7 мая 2008 г.

Прогноз

Прогноз «Стабильный» отражает наши ожидания относительно того, что, несмотря на сложившиеся стрессовые условия, ЛСС сможет удовлетворить свои потребности в финансировании за счет взвешенного управления текущими затратами, долгом и финансовым риском на фоне улучшения показателей ликвидности. При данном уровне рейтинга мы ожидаем, что ЛСС будет поддерживать отношение долга к EBITDA на уровне 3,5x или ниже.

Мы будем рассматривать возможность негативного рейтингового действия, если компании не удастся успешно рефинансировать краткосрочный долг или если она будет испытывать существенное давление со стороны текущих расходов, например, вследствие более значительного, чем ожидается, спада на рынке, серьезных задержек в реализации проектов или существенного превышения затрат. Неблагоприятные изменения в меняющейся регулятивной и административной среде, которая все еще не является достаточно зрелой, также могут привести к негативным рейтинговым действиям.

Повышение рейтинга в ближайшее время маловероятно вследствие сложных рыночных условий и растущей неопределенности относительно перспектив бизнеса компании.

Рейтинг-лист

ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ»

	Стал	Был
Кредитный рейтинг компании	В/Стабильный /В	В/Позитивный /В
Рейтинг по национальной шкале	ruA	ruA

Аналитики:

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

Варвара Никанорова, Франкфурт, 49 (69) 33-99-91-35

Абигайл Климович, Лондон, 44 (207) 176-25-54

Адреса электронной почты аналитиков:

Izabela_Listowska@standardandpoors.com

varvara_nikanorava@standardandpoors.com

abigail_klimovich@standardandpoors.com

CorporateFinanceEurope@standardandpoors.com