

Для получения более
подробной
информации:

Андрей Николаев,
Москва,
7 (495) 783-41-31
[Andrey.Nikolaev@
standardandpoors.com](mailto:Andrey.Nikolaev@standardandpoors.com)

Изабела Листовска,
Франкфурт,
49 (0) 693 399 91-27
[Izabela.Listowska@
standardandpoors.com](mailto:Izabela.Listowska@standardandpoors.com)

**Дополнительные
контакты:**

[PublicFinanceEurope@
standardandpoors.com](mailto:PublicFinanceEurope@standardandpoors.com)

**Дата публикации
19.11.2010**

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» — кредитный рейтинг

(Перевод с английского)

Текущие рейтинги

В/Стабильный/В
Рейтинг по национальной шкале
ruA

Основные факторы, влияющие на уровень рейтинга

Позитивные факторы:

- благоприятное положение группы на рынке, устоявшаяся деловая репутация компании и известность торговой марки;
- высокий уровень вертикальной интеграции, позволяющий эффективно контролировать весь цикл и стоимость выполняемых работ;
- стремление проводить взвешенную политику в сфере развития бизнеса, маркетинга и управления финансовыми рисками;
- достаточные показатели ликвидности.

Негативные факторы:

- высокий уровень риска, характерный для отрасли недвижимости вследствие волатильности объемов и цен;
- недостаточная прозрачность и предсказуемость административной системы России;
- ограниченный масштаб и диверсификация бизнеса;
- значительные потребности в капиталовложениях в 2011-2012 гг. и длительный операционный цикл.

Обоснование

Уровень рейтингов российской строительно-монтажной компании ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ» (ЛСС) отражает «слабый», по мнению Службы кредитных рейтингов Standard & Poor's, профиль бизнес-рисков компании и «агрессивный» профиль финансовых рисков. Сдерживающее влияние на профиль бизнес-рисков ЛСС оказывают свойственные строительной отрасли волатильность и длительный операционный цикл. По нашему мнению, к числу других негативных факторов относятся недостаточная прозрачность и предсказуемость административной системы России и зависимость группы от динамики развития сектора недвижимости в одном российском регионе. Мы полагаем, что указанные риски частично смягчаются благоприятным положением и недавним расширением бизнеса ЛСС на основном рынке — в Санкт-Петербурге (ВВВ/Стабильный/—) и регионе в целом (Северо-Запад России), постепенным ростом спроса на жилую недвижимость в Российской Федерации (рейтинг по обязательствам в иностранной валюте: ВВВ/Стабильный/А-3; по обязательствам в национальной валюте: ВВВ+/Стабильный/А-2), положительным опытом реализации строительных проектов и способностью эффективно решать основные проблемы административного и правового характера. Мы также полагаем, что контроль ЛСС всех этапов реализации проектов должен позволить компании эффективно управлять качеством работ и затратами.

Сдерживающее влияние на профиль финансовых рисков ЛСС оказывает ожидаемое нами генерирование отрицательного значения операционного денежного потока во 2-м полугодии 2010 г. и в период до 2012 г. Как следствие, мы полагаем, что существует риск повышения уровня долга и волатильности денежного потока компании. По нашему мнению, еще одним важным сдерживающим фактором является сложность анализа, связанная с тем, что компания использует учет при помощи метода заверщенного контракта, что снижает прозрачность текущих направлений деятельности. Вместе с тем мы полагаем, что профиль финансовых рисков поддерживают достаточные показатели ликвидности, что должно позволить компании финансировать новые строительные проекты, а также активное управление финансами и умеренная финансовая политика.

Основные показатели бизнеса и рентабельности

За восемь месяцев 2010 г. общая площадь объектов недвижимости, проданной ЛСС, увеличилась почти на 40% по сравнению с соответствующим периодом 2009 г. Насколько мы понимаем, это увеличение обусловлено повышением спроса на жилую недвижимость, что является прямым следствием стабилизации экономических условий. Кроме того, по нашему мнению, цены на недвижимость оставались довольно стабильными. Однако денежные средства от клиентов поступают после оттока средств на финансирование затрат, и в настоящее время их объем почти на 10% меньше, чем в 2009 г., что также отражает очень низкий уровень продаж в предыдущем году. Мы ожидаем, что если не произойдет новых шоковых потрясений, объем денежных средств от клиентов увеличится в 2011 г. вследствие увеличения объемов строительства.

Однако, по нашему мнению, заказы клиентов и цены по-прежнему зависят от общих экономических условий.

В настоящее время ЛСС увеличивает объемы строительства (которые сократились в 2009 г.) и начинает реализацию новых проектов, поскольку количество построенных и готовых для продажи квартир уменьшается.

По нашим прогнозам, рентабельность ЛСС в дальнейшем будет ниже рекордных уровней, достигнутых в период перед экономическим спадом, вследствие сохраняющихся низких цен на жилье. Однако мы полагаем, что это влияние может быть частично нейтрализовано снижением цен на строительные материалы и принимаемыми компанией мерами по сокращению затрат.

По сравнению с соответствующим периодом 2009 г. выручка ЛСС за 1-е полугодие 2010 г. сократилась на 10,8% и составила 8,6 млрд руб. (290 млн долл.), а операционная маржа повысилась с 39,5% до 42,1%. Вместе с тем мы отмечаем, что ЛСС использует учет при помощи метода заверщенного контракта, поэтому показатели выручки и прибыли, отраженные в отчетности за 2010 г., связаны в основном с объектами, которые были проданы или частично построены до начала спада в 2009 г. Как следствие, мы полагаем, что этот метод снижает важность данных показателей для анализа.

Основные тенденции показателей денежного потока и структуры капитала

Мы ожидаем, что значение операционного денежного потока ЛСС будет отрицательным во 2-м полугодии 2010 г. и в период до 2012 г., поскольку денежные средства от клиентов будут поступать после оттока средств на финансирование затрат новых проектов. По нашему мнению, это может привести к повышению уровня финансового рычага. Однако мы полагаем, что это обстоятельство частично нейтрализуется доступностью финансирования в форме денежных средств и подтвержденных кредитных линий, используемых для покрытия дефицита денежных средств. Кроме того, компания может сократить объем строительных работ в случае снижения спроса на недвижимость или ухудшения условий на финансовых рынках.

По состоянию на 30 июня 2010 г. совокупный долг на балансе ЛСС составлял 5,4 млрд руб., а денежные средства — 1,5 млрд руб. Кроме того, компания имела гарантии на сумму порядка 2 млрд руб., которые она выдала банкам от лица клиентов. Мы также отмечаем подверженность компании валютному риску: 56% ее совокупного долга номинированы в долларах США. Однако этот риск частично компенсируется тем, что цены на недвижимость ЛСС привязаны к доллару.

Ликвидность

Показатели ликвидности ЛСС улучшились после размещения кредитных нот (credit-linked notes, CLN) объемом 150 млн долл. в ноябре 2010 г., и в настоящее время мы оцениваем ликвидность компании как «достаточную». По нашим оценкам, отношение «источники ликвидности / направления ликвидности» составляет порядка 2х, и уже второй год подряд компания не испытывает существенного дефицита ликвидности.

Основные источники ликвидности включают:

- денежные средства и краткосрочные банковские депозиты на сумму 29 млн долл. (без учета 20 млн долл., связанных с операционной деятельностью);
- 60 млн долл., доступные в рамках подтвержденных кредитных линий;
- 150 млн долл. от размещения кредитных нот.

Основные возможные направления использования ликвидности включают:

- долговые обязательства объемом 41 млн долл. сроком погашения в ближайшие 12 месяцев (73 млн долл. — в течение последующего года);
- отрицательную величину операционного денежного потока, которая, по нашим оценкам, составит порядка 70 млн долл. в ближайшие 12 месяцев.

Мы также отмечаем консервативный подход ЛСС к управлению ликвидностью и улучшение графика погашения долга. По нашим оценкам, компания имеет значительный запас в рамках ковенантов по кредитным нотам.

Анализ вероятности возмещения долга

Необеспеченным облигациям 1-й серии на сумму 2 млрд руб. и 2-й серии на сумму 2 млрд руб., выпущенным ЛСС, присвоен рейтинг «В», соответствующий кредитному рейтингу эмитента. Этому долгу также присвоен рейтинг по российской шкале «ruA» и рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта на уровне «4», что отражает наши ожидания среднего уровня возмещения долга в случае дефолта (30-50%).

Перспективы ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта по указанным выше долговым инструментам улучшились после недавнего погашения нескольких обеспеченных банковских кредитов и финансовой аренды. В то же время мы ожидаем, что уровень долга будет повышаться по мере увеличения капиталовложений в новые проекты компании. Как следствие, мы полагаем, что показатели обеспеченности долговых выплат денежными средствами незначительно снизятся в среднесрочной перспективе. По нашему мнению, негативное влияние на ожидаемый уровень возмещения долга после дефолта будет оказывать существенное ослабление курса рубля по отношению к доллару.

Наша оценка ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта основана на оценке стоимости разных видов активов, которая составляет около 12,6 млрд руб. (409 млн долл.). В рейтингах ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта и кредитных рейтингах выпуска учитывается необеспеченный характер рейтингуемых выпусков долговых обязательств и особенности российской юрисдикции, которую мы оцениваем как сравнительно неблагоприятную по отношению к кредиторам.

Мы полагаем, что выпуски облигаций 1-й и 2-й серий будут равны по очередности исполнения (*pari passu*) требований приоритетному необеспеченному кредиту, который компания предоставила ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» (рейтинга нет) за счет поступлений в объеме 150 млн долл. от кредитных нот (выпущенных в ноябре 2010 г. компанией North Star S.A. — зарегистрированным в Люксембурге спецюрлицом от имени ЛСС). В соответствии с трастовым соглашением кредитные ноты имеют гарантии, предоставленные ЛСС и некоторыми из его дочерних компаний. Кредитная документация включает относительно слабый, по нашему мнению, ковенант о непринятии дополнительных обязательств перед третьими сторонами (*negative pledge*) а также несколько ковенантов, регулирующих возможность привлечения дополнительного долга. Дополнительную информацию см. в статье «ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» — рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта», опубликованной в RatingsDirect 11 декабря 2009 г.

Прогноз

Прогноз «Стабильный» по рейтингам ЛСС отражает наше мнение о том, что компания сможет финансировать увеличение объема строительства за счет доступных источников средств и постепенно улучшать показатели денежного потока в 2011-2012 гг., а также наше допущение относительно того, что руководство ЛСС будет и в дальнейшем проводить взвешенную финансовую политику.

Рейтинги могут быть понижены в случае отказа ЛСС от взвешенной стратегии управления долгом и развития новых проектов. Мы также можем понизить рейтинги, если показатели денежного потока от клиентов ЛСС не улучшатся в 2011 г. Неблагоприятные изменения в российской экономике могут также привести к негативным рейтинговым действиям.

Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе повышение рейтингов может быть обусловлено дальнейшим улучшением ситуации на рынке недвижимости и генерируемого денежного потока до уровня, при котором значение операционного денежного потока станет как минимум нейтральным.

Характеристика бизнеса

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 12 месяцев, закончившихся 30 июня 2010 г., выручка компании составила около 17 млрд руб.

ЛСС является частной компанией. Ее основной акционер — семья Заренковых, миноритарные пакеты акций принадлежат российскому фонду прямых инвестиций *Varing Vostok* (15%) и членам руководства группы.

Профиль бизнес-рисков: подверженность высокому отраслевому риску, однако прочное положение на региональном рынке

Мы оцениваем профиль бизнес-рисков ЛСС как «слабый» на основании следующих причин.

- Высокий отраслевой риск. Отрасль строительства и недвижимости характеризуется сильной конкуренцией, ограниченными барьерами для входа на рынок, высокими потребностями в оборотном капитале, постоянной подверженностью рискам спекулятивного строительства и циклическими колебаниями цен и объемов продаж. В частности, мы считаем российский рынок недвижимости чувствительным к изменениям экономической и политической среды, которая развивается, но еще далека от стадии зрелости.
- Сложная система регулирования в России. По нашему мнению, система регулирования является сложной, развивающейся, для нее характерна недостаточная прозрачность и предсказуемость в административном отношении. Очень длительный, как правило, процесс получения разрешений на выполнение проектов от начальной стадии до получения свидетельства о завершении требует установления и поддержания отношений с местными органами власти и глубокого знания местных административных процедур. Кроме того, система регулирования обеспечивает низкий уровень защиты покупателей недвижимости, если строительная компания испытывает финансовые трудности. Поэтому мы полагаем, что продажа недвижимости подвержена рискам, связанным с доверием клиентов.
- Ограниченный масштаб бизнеса и диверсификации ЛСС. Деятельность компании зависит от динамики развития сектора недвижимости лишь в одном российском регионе. Кроме того, мы полагаем, что специфика рынка, в частности необходимость устанавливать эффективные рабочие отношения с соответствующими представителями местных органов власти, сильно затрудняет диверсификацию бизнеса и его расширение на различных рынках.
- Показатели рентабельности сильно зависят от циклических колебаний спроса, цен продажи и затрат на материалы.
- Подверженность страновым рискам работы в России. К ним относятся слабость институтов и волатильность экономики, национального дохода и национальной валюты. Кроме того, по нашему мнению, финансовая система страны все еще находится в стадии развития.

Негативное влияние этих рисков компенсируется следующими факторами.

- Руководство ЛСС продемонстрировало опыт и умение эффективно управлять основными административными и правовыми рисками. За более чем 20 лет работы руководство ЛСС смогло сформировать успешную модель бизнеса.
- Благоприятное положение на постепенно консолидирующемся, но по-прежнему фрагментированном рынке, чему способствует

вертикальная интеграция деятельности, обеспечивающая повышение контроля затрат и качества проектов почти на каждом этапе. Подверженность рискам, связанным с кредитоспособностью субподрядчиков, невысока, поскольку большинство субподрядчиков входят в группу ЛСС и полностью контролируются компанией. Конкурентоспособность ЛСС повысилась благодаря тому, что в отличие от аналогичных компаний она смогла противостоять общему спаду на рынке в 2008-2009 гг.

- Относительно крупные размеры ЛСС и длительный опыт работы. По нашему мнению, узнаваемость торговой марки компании и имеющиеся у нее административные ресурсы обеспечивают ей 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), поскольку государственные органы положительно относятся к контрагентам, с которыми у них сложились хорошие отношения.
- Хорошая рентабельность на протяжении длительного времени. Несмотря на то, что анализ рентабельности ЛСС сложно проводить из-за используемого компанией метода признания выручки, ЛСС продемонстрировала способность корректировать затраты с учетом сокращения объемов работ и цен продаж и, таким образом, сохранять показатели операционной маржи.

Профиль финансового риска: давление вследствие ожидаемого генерирования отрицательного значения операционного денежного потока

Основными рисками, связанными с «агрессивным» профилем финансового риска ЛСС, являются следующие.

- Очень агрессивная финансовая политика, которая отражается в амбициозной стратегии роста, высокой готовности к привлечению долга и сильной зависимости от краткосрочного долга.
- Подверженность рискам колебания валютного курса. По нашему мнению, девальвация рубля по отношению к доллару представляет собой риск для компании из-за несоответствия долга, деноминированного в долларах, и денежного потока, деноминированного в рублях.
- Давление на операционный денежный поток. Как правило, негативное влияние на операционный денежный поток оказывают значительные потребности в оборотном капитале, поскольку платежи от клиентов обычно поступают после оттока средств на финансирование застройки и приобретение земли.
- Краткосрочный характер долговых обязательств. Необходимость привлекать дополнительное финансирование и постоянно рефинансировать краткосрочный долг повышает финансовый риск ЛСС, особенно в сложных условиях на финансовых рынках.

Негативное влияние этих факторов частично компенсируется следующими обстоятельствами.

- Руководство ЛСС продемонстрировало сбалансированный подход к реализации новых проектов застройки и готовность обеспечивать достаточно взвешенный контроль затрат и снижать уровень долга в условиях недавнего спада. Компания максимально возможным образом привязывает указанные в договоре цены на недвижимость к доллару в целях снижения валютного риска.
- Активное управление финансами, сложившиеся отношения с кредитными организациями и хороший доступ к российскому рынку кредитных ресурсов. Данные компании позволяют сделать вывод о том, что ЛСС является крупнейшей компанией по строительству жилья в Санкт-Петербурге и регионе в целом, что также должно способствовать привлечению финансирования.
- Показатели кредитоспособности превышают наши показатели, установленные для рейтинга категории «В». Мы оцениваем показатели компании как соответствующие, учитывая слабый профиль ликвидности ЛСС и сложные рыночные условия. Кроме того, мы полагаем, что ЛСС будет использовать часть этого запаса для инвестиций в расширение бизнеса после восстановления роста на рынках.

Финансовые показатели и корректировки

ЛСС представляет аудированную финансовую отчетность, которая составляется как по российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ), так и по МСФО. Мы не делали какой-либо существенной корректировки данных финансовой отчетности компании. Забалансовые обязательства включают 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.

Мы отмечаем, что авансовые платежи от клиентов не были включены в совокупную долговую нагрузку ЛСС, так как они не имели подтвержденных финансовых гарантий и компенсировались материальными запасами и дебиторской задолженностью. Вместе с тем мы полагаем, что эти платежи представляют собой альтернативную форму финансирования и не должны полностью исключаться из анализа структуры баланса компании.

ЛСС учитывает выручку от продаж и прибыль после завершения строительства и продажи объектов недвижимости, что является более консервативным подходом, чем метод процента выполнения. Учет с помощью метода завершеного контракта обычно характеризуется задержкой 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 считаем, что операционный денежный поток является более точным показателем фактического генерирования денежного потока ЛСС. Использование операционного денежного потока

до изменения в оборотном капитале — показателя, чаще всего применяемого для определения кредитоспособности при присвоении рейтингов промышленным компаниям, — может привести к искажению информации, поскольку он не включает такие показатели, как авансовые платежи клиентов, затраты на завершение строительства будущих объектов или капиталовложения в земельные участки; все эти показатели учитываются как изменения в оборотном капитале (см. таблицу 1).

Таблица 1

Сравнение данных, приведенных в отчетности ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ», с показателями, скорректированными Standard & Poor's (млн руб.)*

— Финансовый год, завершившийся 31 декабря 2009 г. —

Данные отчетности ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»						
	Акционерны й капитал	Операционн ая прибыль после износа и амортизаци и	Проценти ые расходы	Операционн ый денежный поток	Операционн ый денежный поток	Капитальн ые расходы
Данные отчетности	6 433,1	5 911,5	803,5	2 944,4	2 944,4	325,1
Корректировки Standard & Poor's						
Капитализирован ные проценты	—	—	8,3	(8,3)	(8,3)	(8,3)
Переклассификац ия неоперационных доходов (расходов)	—	157,1	—	—	—	—
Переклассификац ия процентных выплат, дивидендов и сумм налогообложения	—	—	—	(777,5)	(777,5)	—

Переклассификация изменений в оборотном капитале	—	—	—	—	2 740,0	—
Миноритарные пакеты акций	1 026,9	—	—	—	—	—
Итого корректировки	1 026,9	157,1	8,3	(785,8)	1 954,2	(8,3)

Показатели с учетом корректировок Standard & Poor's

	Акционерный капитал	EBIT	Процентные расходы	Операционный денежный поток	Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале	Капитальные расходы
Скорректированные показатели	7 460,0	6 068,6	811,7	2 158,5	4 898,5	316,8

*Следует обратить внимание на то, что два приведенных в отчетности показателя (операционная прибыль до износа и амортизации и операционный денежный поток) используются для расчета более одного скорректированного показателя (соответственно, операционная прибыль до износа и амортизации и EBITDA; операционный денежный поток и операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале). Поэтому в первом разделе некоторых таблиц эти показатели могут быть указаны дважды.

Таблица 2

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» в сравнении с компаниями, имеющими аналогичный рейтинг*

	ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»§	Alliance Oil Co. Ltd.	Evraz S.A.¶	Group ОАО ТМК¶
Кредитный рейтинг по состоянию на 19 ноября 2010 г.	В/Стабильный/В	В+/ Стабильный /—	В/ Стабильный /—	В/Негативный/—

— Финансовый год, завершившийся 31 декабря 2009 г. —

млн долл.				
Выручка	603,5	1 726,4	9 772,0	3 461,0
Чистая прибыль	112,4	343,8	(1 251,0)	(315,7)
Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале (FFO)	162,7	294,3	337,0	(135,1)
Капитальные расходы	10,5	208,3	465,3	395,3
Долг	201,9	570,8	8 080,1	3 778,2
Акционерный капитал	247,8	1 584,5	10 515,2	1 516,7

Скорректированные коэффициенты

Операционная прибыль (до износа и амортизации)/ выручка, %	33,4	22,8	10,8	9,0
Обеспеченность процентных выплат показателем EBIT, раз	7,5	7,2	(0,8)	(0,1)
Обеспеченность процентных выплат	7,5	9,6	1,6	0,7

показателем				
ЕБИТДА, раз				
Доходность	48,5	13,5	(3,0)	(0,7)
капитала, %				
FFO / долг, %	80,6	51,6	4,2	(3,6)
Долг / ЕБИТДА,	1,0	1,5	7,7	12,1
раз				
*Полностью скорректирован. Долг скорректирован на величину избыточных денежных средств и инвестиций. ¶Полностью скорректирован (в том числе на величину пенсионных обязательств). § Долг не скорректирован на величину избыточных денежных средств и инвестиций.				

Таблица 3

Финансовые показатели ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»*

— За год,
закончившийся
30 июня — — Финансовый год, закончившийся 31 декабря 2009 г.—

	2010	2009	2008	2007	2006	2005
История присвоения кредитных рейтингов	В/Стабильный/В	В/ Стабильный /В	В/ Стабильный /В	В/Позитивный/В	В/ Стабильный /В	—/—/—
млн руб.						
Выручка	17 134,3	18 169,8	13 023,6	8 903,2	7 712,0	5 629,2
Чистая прибыль	3 958,2	3 385,1	1 307,0	1 077,4	432,9	303,1
Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале (FFO)	3 916,5	4 898,5	2 636,4	1 009,1	562,3	276,8

Капитальные расходы	267,1	316,8	293,4	1 335,6	109,4	524,6
Долг	5 365,4	6 078,8	6 619,4	6 654,8	2 605,6	1 568,5
Акционерный капитал	9 999,1	7 460,0	3 883,7	2 053,4	1 067,8	653,6

Скорректированные коэффициенты

Операционная прибыль (до износа и амортизации)/выручка, %	34,3	33,4	29,2	23,4	9,5	6,6
Обеспеченность процентных выплат показателем EBIT, раз	7,5	7,5	5,8	6,6	6,7	9,2
Обеспеченность процентных выплат показателем EBITDA, раз	7,5	7,5	5,8	6,6	6,3	9,8
Доходность капитала, %	39,2	48,5	38,4	33,2	25,9	23,6
FFO / долг, %	73,0	80,6	39,8	15,2	21,6	17,6
Долг / EBITDA, раз	0,9	1,0	1,7	3,2	3,6	4,2

*Полностью скорректирован.

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»

Кредитный рейтинг В/Стабильный/В

Рейтинг по национальной шкале ruA

Рейтинг приоритетного необеспеченного долга (2 выпуска) В

Рейтинг по национальной шкале (2 выпуска) ruA**История присвоения кредитных рейтингов**

07.10.2008 По обязательствам в иностранной валюте В/Стабильный/В

12.12.2007 В/Позитивный/В
22.12.2006 В/Стабильный/В

07.10.2008 По обязательствам в национальной валюте В/Стабильный/В

12.12.2007 В/Позитивный/В
22.12.2006 В/Стабильный/—
22.12.2006 В/Стабильный/В12.12.2007 *Рейтинг по национальной шкале* ruA
22.12.2006 ruA-**Профиль бизнес-рисков** Слабый**Профиль финансовых рисков** Агрессивный**Сроки погашения долга**

(По	состоянию	на	30	сентября	2010	г.)
2010	г.:		13	млн		долл.
2011	г.:		45	млн		долл.
2012	г.:		86	млн		долл.

В последующие годы: 47 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.

Авторское право ©2009 Standard & Poor's Financial Services, LLC. Все права защищены

Исключительное право собственности на содержащуюся здесь информацию имеют Standard & Poor's и третьи лица, являющиеся его лицензиарами. Эти сведения и информация могут использоваться для внутренних нужд, в деловых целях и не могут быть использованы в незаконных целях и без разрешения.

Распространение и воспроизведение этой информации в какой бы то ни было форме без предварительно полученного письменного разрешения Standard & Poor's запрещено. Из-за возможности ошибок — механических или связанных с человеческим фактором, которые могут допустить Standard & Poor's, аффилированные с ним лица или лицензиары (третьи лица), Standard & Poor's, аффилированные с ним лица и лицензиары (третьи лица) не гарантируют точность, достоверность, полноту и пригодность информации и не отвечают за какие бы то ни было ошибки, упущения или последствия использования такой информации.

Standard & Poor's НЕ ДАЕТ НИКАКИХ ПРЯМЫХ ИЛИ КОСВЕННЫХ ГАРАНТИЙ, ВКЛЮЧАЯ, НО НЕ ОГРАНИЧИВАЯСЬ ГАРАНТИЯМИ ПРИГОДНОСТИ ДЛЯ ПРОДАЖИ ИЛИ ИНЫХ ЦЕЛЕЙ И ИНОГО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ

Ни Standard & Poor's, ни аффилированные с ним лица и лицензиары (третьи лица) ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные и фактические убытки, связанные с каким бы то ни было использованием рейтингов, а также содержащихся здесь сведений и информации.

Доступ к содержащимся здесь сведениям и информации может быть прерван в случае прекращения договора с третьими лицами о предоставлении информации или программного обеспечения.

Аналитические услуги, предоставляемые Рейтинговой службой Standard & Poor's, являются результатом отдельного вида деятельности, направленной на сохранение независимости и объективности рейтингов. Рейтинги выражают мнение Standard & Poor's и не являются установлением фактов или рекомендацией покупать, хранить или продавать те или иные ценные бумаги или принимать другие инвестиционные решения. Следовательно, пользователи кредитных рейтингов Standard & Poor's не должны полагаться на эти рейтинги или другие мнения Standard & Poor's при принятии тех или иных инвестиционных решений. В основе рейтингов — информация, полученная Рейтинговой службой Standard & Poor's. Другие подразделения Standard & Poor's могут иметь информацию, недоступную Рейтинговой службе. Standard & Poor's установило правила и процедуры, имеющие целью сохранение конфиденциальности непубличной информации, полученной в рамках процесса присвоения рейтингов.

Рейтинговая служба получает вознаграждение за присвоение рейтингов. Это вознаграждение обычно выплачивается либо эмитентами ценных бумаг, либо третьими лицами, участвующими в размещении этих ценных бумаг. Оставляя за собой право на распространение информации о рейтинге, Standard & Poor's не взимает платы за совершение необходимых для этого действий, за исключением платы за подписку на публикации компании. Дополнительную информацию, касающуюся оплаты наших рейтинговых услуг, можно получить по адресу: www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/RatingsFees2008.pdf.

The McGraw-Hill Companies