ОАК (NR)

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru

10 марта 2011 года

НОВЫЙ ВЫПУСК ОТ КВАЗИСУВЕРЕННОГО ЭМИТЕНТА

Размещаются облигации на 46,3 млрд руб.

Книга будет открыта в течение одного дня. ОАК намерена 15 марта разместить выпуск облигаций серии 01 объемом 46,28 млрд руб. Книга заявок на участие в размещении будет открыта с 10.00 до 17.00 10 марта, ориентиры по доходности публично не назывались, что наводит на мысль об узком круге инвесторов, которые смогут принять участие в размещении.

Цель эмиссии – рефинансирование текущих кредитов. Согласно проспекту эмиссии, целью размещения выпуска ОАК-01 является рефинансирование кредитов (включая процентные платежи), ранее привлеченных компанией и ее дочерними и зависимыми обществами в Сбербанке, ВТБ и Внешэкономбанке (ВЭБ) для финансирования инвестиционной и основной производственной деятельности. По всей видимости, указанные банки и станут основными приобретателями выпускаемых облигаций, что объясняет несколько «странный» объем эмиссии, а также отсутствие маркетинга среди более широкого круга инвесторов. Однако мы не исключаем, что впоследствии круг держателей бумаг может быть расширен посредством механизма РЕПО, а наличие госгарантии в структуре выпуска будет способствовать спросу со стороны отдельных управляющих компаний.

Ключевой собственник – государство... ОАК представляет собой холдинговую структуру, объединяющую ряд активов в сфере разработки, производства, реализации, ремонта и послепродажного обслуживания военной и гражданской авиационной техники. В состав ОАК входят АХК «Сухой», МАК «Ильюшин», ОАО «Туполев», НПК «Иркут», РСК «МиГ», ОАО «ФЛК» и др. Компания была образована в 2006 г. путем внесения в ее уставный капитал пакетов акций авиастроительных предприятий. На 1 января 2011 г. акционерная структура ОАО «ОАК» выглядела следующим образом: РФ (в лице Росимущества) – 81,76%, ВЭБ – 10,6%, частные лица – 7,64%.

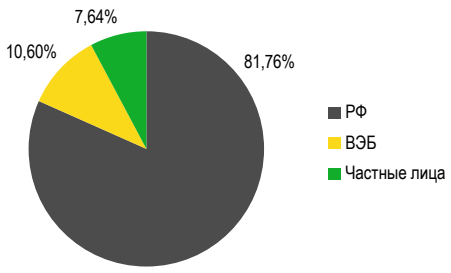
...которое постоянно докапитализирует компанию. С момента образования ОАК несколько раз проводила допэмиссию акций, оплата которой производилась как денежными средствами, так и акциями дочерних и зависимых обществ. Изначально уставный капитал ОАК составлял 96,7 млрд руб. и с тех пор был увеличен практически вдвое до 188,6 млрд руб., включая 77,5 млрд руб., полученные от государства и ВЭБа в виде денежных средств (из них 59,2 млрд руб. в 2010 г.).

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО "ОАК"
Кредитный рейтинг	-
Серии облигаций	01
Объем	46,28 млрд руб.
Дата размещения	15 марта 2011 г.
Срок обращения	7 лет
Купон	полугодовой
Оферта	нет
Период приема заявок	10 марта 2011 г.

Под контролем государства

Структура акционеров ОАК на 1 января 2011 г.



Источник: данные компании

Размещаются облигации на 46,3 млрд руб.

Сильная зависимость от госзаказа и межправительственных договоренностей. ОАК является для России стратегическим активом, деятельность которого имеет скорее политическое значение. Основную выручку корпорации обеспечивает экспорт продукции военного назначения, невозможный в обход государства. Так, в 2010 г. предприятия компании поставили потребителям более 75 самолетов, из них только семь предназначались для гражданской авиации, доля которой в выручке составила всего 12%. Поступления от экспорта составляют примерно 57% совокупной выручки компании. Таким образом, очевидна сильная зависимость ОАК от поставок военной продукции за рубеж, и, как следствие, от государства, выступающего проводником между производителями и заказчиками, что выводит на передний план политические риски. Положительным в этой зависимости, на наш взгляд, является потенциальная помощь со стороны государства в случае риска невыполнения контрактов. Однако не стоит забывать, что такая помощь может быть оказана напрямую конкретному производителю, а не материнской структуре в лице ОАК.

Серьезный недостаток – низкая прозрачность для инвесторов. С момента основания в начале 2006 г. компания лишь один раз опубликовала консолидированную отчетность – за 2007 г. Как следствие, в отсутствие необходимой информации оценка реального финансового положения компании затруднительна. Согласно данным управленческой отчетности, выручка ОАК (состоит из оплаты продукции и услуг дочерних компаний) в 2008–2010 гг. росла в среднем на 25% в год и в 2010 г. достигла 165 млрд руб. По состоянию на конец 2010 г. портфель заказов на продукцию входящих в ОАК предприятий оценивался в 1,1 трлн руб., из которых порядка 50% приходилось на долю гражданских самолетов. В 2011 г. входящие в ОАК предприятия планируют произвести более 100 самолетов, а в период 2011–2013 гг. – более 450 самолетов. Несмотря на довольно амбициозные планы, стоит помнить о том, что графики поставок часто не соблюдаются. К примеру, первые заказчики производимого ГСС Sukhoi Superjet-100 (SSJ-100) по первоначальному плану должны были получить самолет еще в 2008 г., однако поставки не начались до сих пор. За 2010 г. совокупный долг ОАК сократился на 6,7% до 147,6 млрд руб., а отношение Совокупный долг/Уставный капитал – до 0,78 против достигнутого в 2008 г. пика в 1,64. Величина достаточно умеренная, особенно учитывая заявления компании о том, что будущие платежи по долгам ее предприятий полностью обеспечены контрактной выручкой. Однако необходимо отметить, что прогнозы выручки ОАК во многом условны из-за частых изменений графиков поставок, и, как следствие, нельзя исключать разрывов ликвидности, что ставит компанию в сильную зависимость от рефинансирования. Тем не менее при благоприятной конъюнктуре долговых рынков проблем с получением новых кредитов у ОАК, скорее всего, не возникнет, особенно с учетом наличия среди основных кредиторов крупнейших госбанков.

Долг постепенно снижается на фоне регулярной докапитализации

Основные финасовые показатели ОАК, млрд руб.

Управл. отчетность	2007 (МСФО)	2008	2009	2010
Выручка	78,4	96,5	114,0	165,0
военная продукция	*н.д.*	*71,9*	*86,0*	*117,0*
гражданская продукция	*н.д.*	*11,5*	*12,5*	*20,0*
реализация НИОКР	*8,7*	*13,1*	*15,5*	*28,0*
экспорт	*н.д.*	*68,9*	*69,0*	*94,0*
внутренний рынок	*н.д.*	*27,6*	*45,0*	*71,0*
Совокупный долг	60,0	180,5	157,0	147,6
Уставный капитал	96,7	110,3	131,6	188,6
Сов. долг / Уставный капитал	0,62	1,64	1,19	0,78

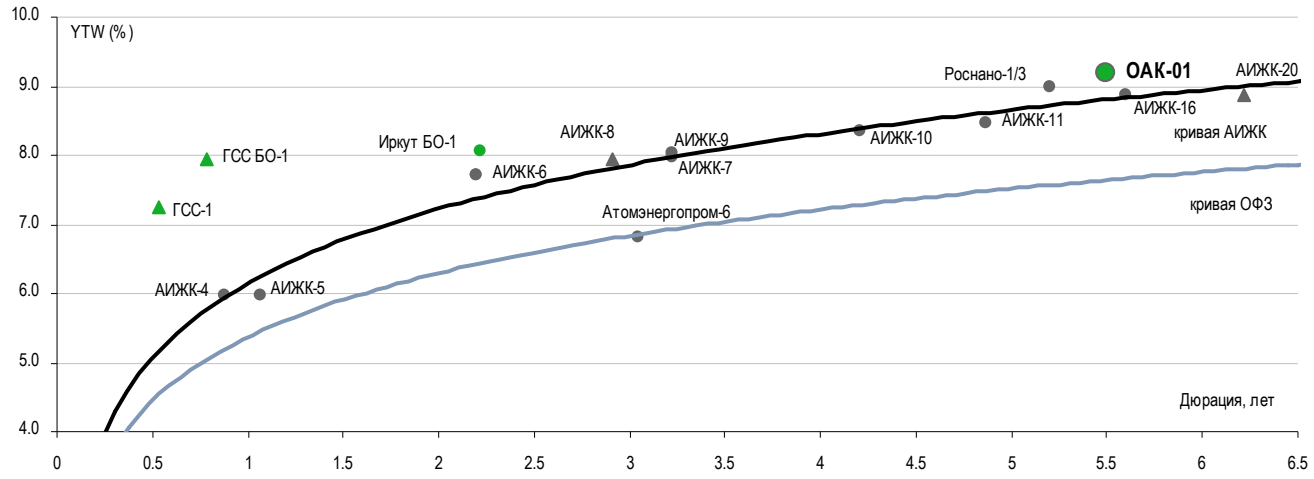
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ФЛК – отдельный случай, преимущество ОАК-01 в наличии госгарантии по выпуску. Участники рынка облигаций наверняка хорошо помнят дефолт по двум выпускам CLN и LPN дочерней компании ОАК – ФЛК – на общую сумму 250 млн долл. При размещении данных инструментов ОАК, как материнская структура ФЛК, предоставила инвесторам гарантийное письмо, в котором выражала готовность оказать ФЛК финансовую поддержку в случае необходимости. Однако, когда ФЛК не смогла исполнить свои обязательства ввиду недобросовестных действий прежнего менеджмента, ОАК отвечать по ним отказалась. Примечательно, что формально она не нарушила никаких договоренностей: согласно российскому законодательству ОАК не несла ответственности по обязательствам ФЛК, кроме тех, что вытекали из взаимных контрактных обязательств, а на тот момент такие договоренности отсутствовали. В то же время в случае с ГСС финансовая поддержка со стороны ОАК действительно была оказана: в прошлом году ОАК предоставила ГСС (пока убыточной на операционном уровне и нуждающейся в средствах) кредит на сумму 170 млн долл. (около 5 млрд руб.) на запуск серийного производства SSJ-100, который в этом году будет капитализирован. По этой причине мы склонны рассматривать случай с ФЛК как отдельную историю, и, учитывая стратегическую важность ОАК и отдельных входящих в нее компаний, полагаем, что государство, скорее всего, не допустит их банкротства. Кроме того, в отличие от выпусков облигаций дочерних компаний ОАК (ФЛК, ГСС, Иркут), по настоящему выпуску предусмотрена госгарантия на выплату номинала, то есть не более 46,28 млрд руб., что должно обеспечить уверенность инвесторов в возврате вложенных средств.

Справедливую премию к кривой АИЖК мы оцениваем в размере порядка 30 б.п. В отсутствие информативной финансовой отчетности, а также кредитных рейтингов у ОАК единственными индикаторами для определения справедливой доходности нового выпуска для нас остаются выпуски АИЖК и Роснано, также обладающие госгарантией на номинал облигаций. Размещенные в декабре прошлого года выпуски Роснано-1/3 в настоящее время торгуются с премией порядка 30 б.п. к кривой АИЖК, что в целом справедливо с учетом таких преимуществ последней, как более высокие кредитные рейтинги (BBB/Baa1 против BB+), длинная кредитная история на рынке облигаций, более высокая прозрачность и социальная значимость с точки зрения государства. По нашей оценке, премия выпуска ОАК-01 относительно кривой АИЖК не должна быть меньше, если принять во внимание упоминавшуюся выше низкую прозрачность ОАК для инвесторов, отсутствие кредитных рейтингов, а также наличие в ее составе финансово слабых единиц (к примеру, ГСС, Иркут), что сопряжено с рисками перераспределения средств от материнской структуры в их пользу. Таким образом, при дюрации нового выпуска порядка 5,5 года получаем минимальный уровень доходности для ОАК-01 порядка 9,2%. В итоге при наличии соответствующей возможности мы рекомендуем приобрести выпуск, если его доходность превысит указанный уровень.

Справедливую премию к кривой АИЖК мы оцениваем в размере порядка 30 б.п.

Доходности выпусков облигаций с госгарантией и дочерних компаний ОАК по состоянию на 9 марта 2011 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенкова, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011