

13 апреля 2010**Рынок облигаций I ЗАО «Гражданские самолеты Сухого»****Государственная Ставка на Стартап****Размещение биржевых облигаций второй и третьей серий**

	ГСС БО-02	ГСС БО-03
Кредитный рейтинг	Fitch: BB/positive	
Объем эмиссии:	3 млрд. руб.	3 млрд. руб.
Гос. рег. номер:	4B02-02-21927-H	4B02-02-21927-H
Дата размещения:	26.04.2011	26.04.2011
Оферта:	26.04.2012	25.04.2013
Дата погашения:	22.04.2014	22.04.2014
Купон	8.10-8.30 (полугодовой)	9.00-9.20 (полугодовой)
УТР (Dur)	8.27-8.47 (0.98)	9.20-9.41(1.87)
Мин купон ДОФР ПКБ	8.10%	9.00%

ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» 22 апреля закрывает книгу заявок по размещению второго и третьего выпусков биржевых облигаций. Мы рекомендуем участвовать в первичном размещении обоих биржевых выпусков ГСС по следующим причинам

- 1. предлагаемые премии как ко вторичному рынка долга ГСС, так и к долгу эмитентов с более низкими кредитными рейтингами**
- 2. одно из лучших небанковских ликвидных предложений с ломбардным статусом**
- 3. приближение начала поставок SSJ клиентам и, как следствие, в течение года рейтинговое действие со стороны Fitch (текущий прогноз – положительный).**

SSJ-100/95 – трудная дорога в небеса

Компания до сих пор практически не генерирует выручку по основной деятельности. Это связано с задержкой сертификации проекта SSJ. Изначально первые поставки серийных моделей планировались на конец 2008 года. На тот момент компания хотела получить российский сертификат и запустить начало поставок внутренним перевозчикам. Однако из-за проблем с сертификацией двигателя SaM-146 (совместное производство НПО Сатурн и Snecma Moteur) начало поставок было перенесено на конец 2009 г. Однако и на конец 2009 г. ГСС не смог поставить ни одной машины своему первому заказчику Аэрофлоту опять же из-за проблем с сертификацией двигателя. Поставки были перенесены на второе полугодие 2010 г., а «Аэрофлот» в качестве компенсации получил обнуление таможенных пошлин на ввоз 10 Airbus 330 и значительную скидку на покупку 30 законтрактованных машин (размер скидки не раскрывается). Финансовый директор «Аэрофлота» господин Курмашов заявил, что очередной срыв сроков со стороны ГСС приведет к выставлению штрафных санкций. Именно поэтому, в ГСС отмечают приоритетность заказа Аэрофлота на данный момент перед всеми другими заказами.

На данный момент сроки поставки первых серийных образцов перенесены на 2 квартал 2011 г. На наш взгляд, сроки исполнения будут перенесены для всех твердых заказов на 2011 г., что может повлечь за собой штрафные санкции со стороны других перевозчиков.

Тем не менее, мы надеемся, что в апреле хотя бы один борт будет поставлен «АрмАвиа», которая планировала свой первый полет борта SSJ-100 «Юрий Гагарин» по маршруту Ереван-Москва 12 апреля. К сожалению, в этот день был только подписан акт технической приемки «Юрия Гагарина», поставка воздушного средства ожидается до конца апреля.

Таблица 1. Заключенные соглашения о поставках

Дата заключения соглашения	Покупатель	Сроки поставок	Тип	Заказано	Опцион	примечание
17 августа 2005	ФЛК (РФ)	2010	95B	10		твердый контракт
7 декабря 2005	Аэрофлот (РФ)	2010	95B	30	15	твердый контракт
19 июня 2007	Alitalia (Италия)	2010	95LR	20	0	отказ от сделки
14 сентября 2007	Armavia (Армения)	2010	95LR	2	2	твердый контракт
16 июля 2008	AMA Group (Швейцария)	2011	95 VIP	5	0	твердый контракт
16 июля 2008	Superjet International (Италия-РФ)	2011-2012	95LR	20	0	твердый контракт
15 июня 2009	Malév Hungarian Airlines (Венгрия)	2011		30	0	предварительное соглашение
16 июня 2009	Авиализинг (РФ)	2011-2013	75B/95B	24	0	твердый контракт, будут сданы в лиз ЮТэйр
16 июня 2009	Gadair European Airlines (Испания)	2011		2	2	предварительное соглашение
19 мая 2010	Phongsavanh Airlines (Лаос)	с 2012		3	6	предварительное соглашение
19 июля 2010	Kartika Airlines (Индонезия)	2012-2015	95B	30		твёрдый контракт
20 июля 2010	Orient Thai Airlines (Таиланд)	2011-2014	95B	12	12	предварительное соглашение
21 июля 2010	Газпромавиа (РФ)	с 2012	95LR	10		предварительное соглашение
21 июля 2010	Pearl Aircraft Corporation (Бермуды)	с 2012		30	15	твердый контракт
2 сентября 2010	Willis Lease Corporation (США)	с 2012	95LR	6	4	предварительное соглашение
17 января 2011	Interjet (Мексика)	с 2012	95B/95LR	15	5	предварительное соглашение

Источник: данные СМИ

Справедливости ради, мы считаем необходимым отметить, что **практика переноса поставок – не единичный случай в авиастроении**. В частности, Boeing перенес отгрузку нового Dreamliner 787 с середины 2008 г. на второе полугодие 2011 г. Производство новых моделей самолетов очень часто сопровождается переносами сроков из-за высокой сложности как технологической сертификации, так и получения административных разрешений от воздушных регуляторов разных стран.

По первоначальным подсчетам, затраты на НИОКР по проекту должны окупиться после выпуска и продажи 350 самолета SSJ. **Учитывая оценочную мощность производства в 70 машин в год, мы получаем еще 5 лет, начиная с 2011 г., которые понадобятся ГСС, чтобы выйти на безубыточность.**

Кредитный профиль

Анализ кредитного профиля ЗАО «ГСС» лишен практического смысла. Компания вышла на операционную прибыль за все время своего существования лишь однажды – в 2007 г. По сути, проект все еще находится в начальной фазе. За первое полугодие 2010 года чистый долг компании вырос на 17% до уровня \$933,24 млн. Это максимальный объем долга за все время жизни ЗАО «ГСС». За тот же период собственный капитал компании вырос на 9,7% до уровня \$84,764 млн. Нагрузка по коэффициенту Fin Debt/Equity на 01.07.2010 составила 11X. Более подробно финансовые показатели ГСС по МСФО представлены в таблице ниже.

В данном случае, анализ риска дефолта эмитента в большей степени связан с составом акционеров и их планами в отношении данного актива, чем с собственными кредитными метриками авиастроителя. При этом лишней раз о важности одного из немногих индустриальных стартапов на постсоветском пространстве говорить не приходится.

Таблица 2. Финансовые показатели ЗАО «ГСС» по МСФО

\$ тыс.	2007	2008IIQ	2008	2009IIQ	2009	2010IIQ
Текущие активы	119 771	147 174	98 447	118 768	318 869	263 623
Активы	675 303	866 033	859 826	964 862	1 126 419	1 151 448
Долгосрочные об-ва	495 652	786 705	466 475	493 195	584 629	384 135
Краткосрочные об-ва	174 165	105 180	485 806	432 627	464 509	682 549
Обязательства, всего	669 817	891 885	952 281	925 822	1 049 138	1 066 684
Выручка	624	299	5 956	241	7 202	1 485
Операционная прибыль	2 700	-34 020	-44 783	-26 274	-65 526	-18 919
Проценты к уплате	872	3 336	14 402	8 681	22 819	21 291
EBIT/Sales	4.33	-113.78	-7.52	-109.02	-9.10	-12.74
Sales/Assets	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00
Debt/Assets	0.99	1.03	1.11	0.96	0.93	0.93
CA/CL	0.69	1.40	0.20	0.27	0.69	0.39
Debt/Sales	1 073.42	1 491.45	159.89	1 920.79	145.67	359.15
Debt/EBIT	248.08	-13.11	-21.26	-17.62	-16.01	-28.19
IntExp/EBIT	0.32	-0.10	-0.32	-0.33	-0.35	-1.13
OIBDA.	4 875	-32 050	-40 080	-23 532	2 123	-16 108
OIBDA Margin	781.3%	-10719.1%	-672.9%	-9764.3%	29.5%	-1084.7%
Net Income	3 622	-30 958	-114 713	-56 701	-91 167	-6 088
NI Margin	580.4%	-10353.8%	-1926.0%	-23527.4%	-1265.9%	-410.0%
Fin. Debt	575 562	789 768	819 156	833 498	797 046	933 240
Fin. Debt/OIBDA	118.06	-12.32	-20.44	-17.71	375.43	-28.97

Источник: данные компании и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

Позиционирование выпуска

Предлагаемый ориентир по ставке полугодового купона ГССБО-02 в размере 8,1-8,3% соответствует УТР 8,26-8,47% (дюрация до оферты – 1,45/1,44). Аналогично в случае ГССБО-03 ориентир на уровне 9,0-9,2% соответствует УТР 9,20-9,41%. Указанные оценки соответствуют премиям над кривой ОФЗ в размере 350-389 б.п. Подробнее на уровнях спредов мы останавливаемся в Таблице 3. **В данную таблицу включены все относительно ликвидные выпуски облигаций машиностроителей, а также небанковские выпуски из ломбардного списка со схожей дюрацией и более низким кредитным рейтингом чем у ГСС.**

Таблица 3. Эмитенты машиностроительной отрасли с гос. участием*

	Рейтинг	Дюрация*	УТР*, %	Спред к кривой ОФЗ, б.п.
ГСС01	BB	0.44	6.43	325
ГССБО-01	BB	0.68	7.46	352
ЛенССМУ 01	B	0.86	7.66	331
СоллерсБО2	NR	0.97	8.44	388
ГССБО-02	BB	0.98	8.26	368
		0.98	8.47	389
ЛСР БО-1	B2/B	1.13	8.20	337
ЛенССМУБО2	B	1.24	8.41	342
УВ31об	NR	1.54	8.70	333
КАМАЗБО-1	NR	1.56	8.01	262
ГССБО-03	BB	1.87	9.20	350
		1.87	9.41	371
СевСтАвто2	NR	1.99	10.34	453
СУЭК-Фин01	B1	2.02	7.77	194
ПрофМедиа1	B+	2.03	9.18	333
Альянс-03	B	2.08	9.05	317
ИРКУТБО-1	Ba2	2.14	7.92	198
УВ32об	NR	2.17	8.90	293
РВКФинанс3	BB-	2.28	8.22	217
КАМАЗБО-2	NR	2.53	8.56	233

* рассчитаны по текущей котировке bid

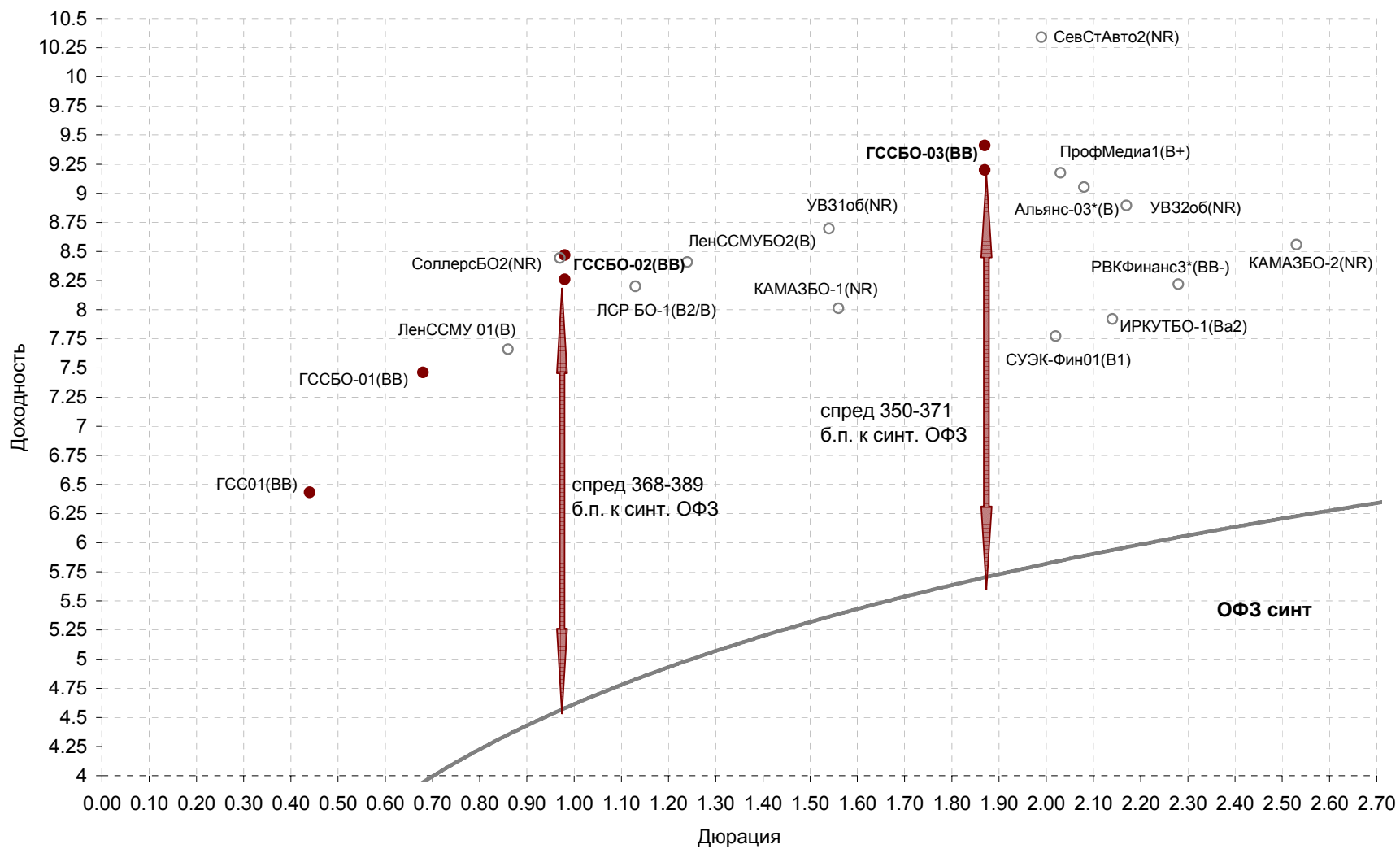
Источник: данные ММВБ, Bloomberg и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

Как видно, из приведенной таблицы, интересных альтернатив инвестированию в бонды ГСС фактически нет, кроме облигаций Соллерс, торговая активность в которых достаточно умеренная, а сама компания не обладает международным кредитным рейтингом. Продажа долга ГСС даже по нижним границам интервалов предлагает премию к небанковским выпускам из ломбардного списка со сравнимой дюрацией.

Мы полагаем, что в ходе размещения может быть зафиксирован большой уровень спроса (предлагаемые премии, высокий уровень ликвидности в системе, ломбардный статус эмитента), поэтому рекомендуем выставлять заявки по нижней границе интервала.

Бизин Алексей
ведущий аналитик

ГСС БО-02/03: альтернативные варианты инвестирования предлагают более спреда над кривой ОФЗ



Источник: ММВБ и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерс»

Критерии для вынесения рекомендаций по акциям

Покупать – потенциал роста бумаги выше или равен 10% от текущей цены.

Держать – потенциал роста бумаги находится в диапазоне от –10% до 10% от текущей цены.

Продавать – потенциал роста бумаги ниже –10% от текущей цены.

Критерии для вынесения рекомендаций по облигациям

Покупать – помимо получения купонного дохода вероятно сужение спреда (более 20 б.п.) за счет улучшения инвестиционного качества эмитента.

Держать – кредитное качество позволяет рассчитывать на исполнение обязательств, однако в ходе торгов на вторичном рынке возможно значительное изменение цены, не обладает существенным потенциалом сужения спреда.

Риск – выпуск низкого инвестиционного качества: вероятные трудности с исполнением обязательств.

Методологическая информация

Вероятность финансовых затруднений (ВФЗ) – агрегированный показатель кредитного качества, оценивающий вероятность возможных проблем с обслуживанием текущего долга.

Показатель рассчитывается на основе финансовых коэффициентов:

EBIT/Sales	Debt/Sales
Sales/Assets	Debt/EBIT
Debt/Assets	Interest Expenses/EBIT
Current Assets/Current Liabilities	

Таблица соответствия значения ВФЗ литерному значению кредитного качества

A	A-	B	B-	C	C-	D	D-
0-15%	15-20%	20-30%	30-35%	35-40%	40-45%	45-50%	>50%

Справедливый спред по выпуску рублевых облигаций определяется на основе регрессионной модели Аналитического управления ОАО Банк «Петрокоммерц». В отдельных случаях, оговариваемых особо, оценка справедливого спреда производится по существующим аналогам эмитента.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Головная организация:
127051, г. Москва, ул. Петровка, д. 24
Телефон: +7(495) 411-6411
Факс: +7(495) 623-3607
Интернет: www.pkb.ru
E-mail: welcome@pkb.ru

Аналитическое управление:
191036, Санкт-Петербург, пр. Суворовский, д. 2 Б., лит. А
Телефон: +7(812) 332-3751
Факс: +7(812) 332-3751
Интернет: www.pkb.ru
E-mail: research@pkb.ru

Аналитическое управление

Потребительский сектор / Химия
Строительство
Дорофеев Евгений, к.э.н, доцент
dorofeev.e.a@pkb.ru

Сырьевые рынки / Экономика
Сурикова Наталья, MA in Economics
surikova.n.v@pkb.ru

Телекоммуникации / Медиа
Машиностроение
Бизин Алексей
bizin.a.v@pkb.ru

Денежный рынок / Валютный рынок
Харлампиев Дмитрий, к.э.н
kharlampiev.d.n@pkb.ru

Настоящий материал был подготовлен специалистами ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц».

Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. ОАО Банк «Петрокоммерц» не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и ОАО Банк «Петрокоммерц» оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.

ОАО Банк «Петрокоммерц» осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. ОАО Банк «Петрокоммерц» обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов ОАО Банк «Петрокоммерц» не допускается без получения предварительного письменного согласия ОАО Банк «Петрокоммерц». Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.

© 2011 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.