

## Комментарий к размещению облигаций ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» (ГСС)

21 декабря

Письменный Станислав; ps@ufs-federation.com

### Факторы инвестиционной привлекательности

#### Сильные стороны:

1. Доля государства в компании 75% минус 1 акция; Alenia Aeronautica 25%+1 акция;
2. Высокий кредитный рейтинг "BB" от Fitch от 10.09.2010;
3. Входит в список системообразующих предприятий с возможностью прямой финансовой государственной поддержки;
4. Высококонкурентные преимущества по сравнению с мировыми аналогами основного проекта SSJ 100 и SSJ NG;
5. Подписанный портфель заказов на 150 самолетов SSJ, на общую сумму 4,8 млрд. долларов;
6. К 2014 году планируется выйти на производство 60 самолетов в год;
7. Ожидаемый спрос в России на самолеты аналогичные SSJ 100 и SSJ NG - более 526 бортов до конца 2030 года;
8. Планируемая диверсификация дилерской и сервисной сетей, развитие финансового сервиса.

#### Слабые стороны:

1. Отсутствие финансового результата - нет ни одной реализованной сделки;
2. Окупаемость затрат не ранее чем через 8 лет, при условии реализации 46 бортов в год;
3. Отсрочка поставок продукции первым покупателям в течение 3 лет (первые продажи перенесены на февраль 2011 года), с вероятным риском разрыва предварительно заключенных контрактов;
4. Среди подтвержденных покупателей нет ни одной компании из Европы;
5. Отсутствие международной сертификации.

#### Оценка доходности

В настоящий момент в машиностроительном секторе рублевого долгового рынка мало бумаг, обладающих приемлемой ликвидностью и соответственно текущей рыночной оценкой.

При позиционировании займа мы отталкивались от текущей рыночной оценки обращающегося выпуска ГСС с дюрацией в 0,76 года и текущей доходностью 8,0% к погашению. Кроме того на рынке представлен долг ОАО «Иркут», так же как и весь концерн Сухой, входящей в ОАК. Хотя компании и имеют схожие по присвоенному уровню рейтинги от

#### Параметр выпуска:

Серия	Б0-01
Объем размещения	3 млрд. рублей
Срок обращения	3 года
Оферта	1 год
Купонный период	182 дня
Ориентировочная доходность к оферте (по информации организатора)	8,16%-8,68%
Рейтинг	BB/Позитивный (Fitch)

#### Сравнение финансовых показателей

(млн. руб.)	ГСС (МСФО 2-й квартал)	Иркут (МСФО 2-й квартал)
Активы	35 919,9	75 671,73
Выручка	46,3	31 585,60
ЕБИТДА	-463,0	22 456,88
Чистая прибыль	274,9	847,73
Финансовый Долг	29 112,8	41 274,8
Чистый долг	28 380,8	37 412,28
<b>Финансовые Коэффициенты</b>		
Рентабельность по ЕБИТДА, %	отрицат.	71%
Финансовый Долг/ЕБИТДА	отрицат.	1,8
Чистый долг/ЕБИТДА	отрицат.	1,7
ЕБИТДА/% расходы	отрицат.	9,7

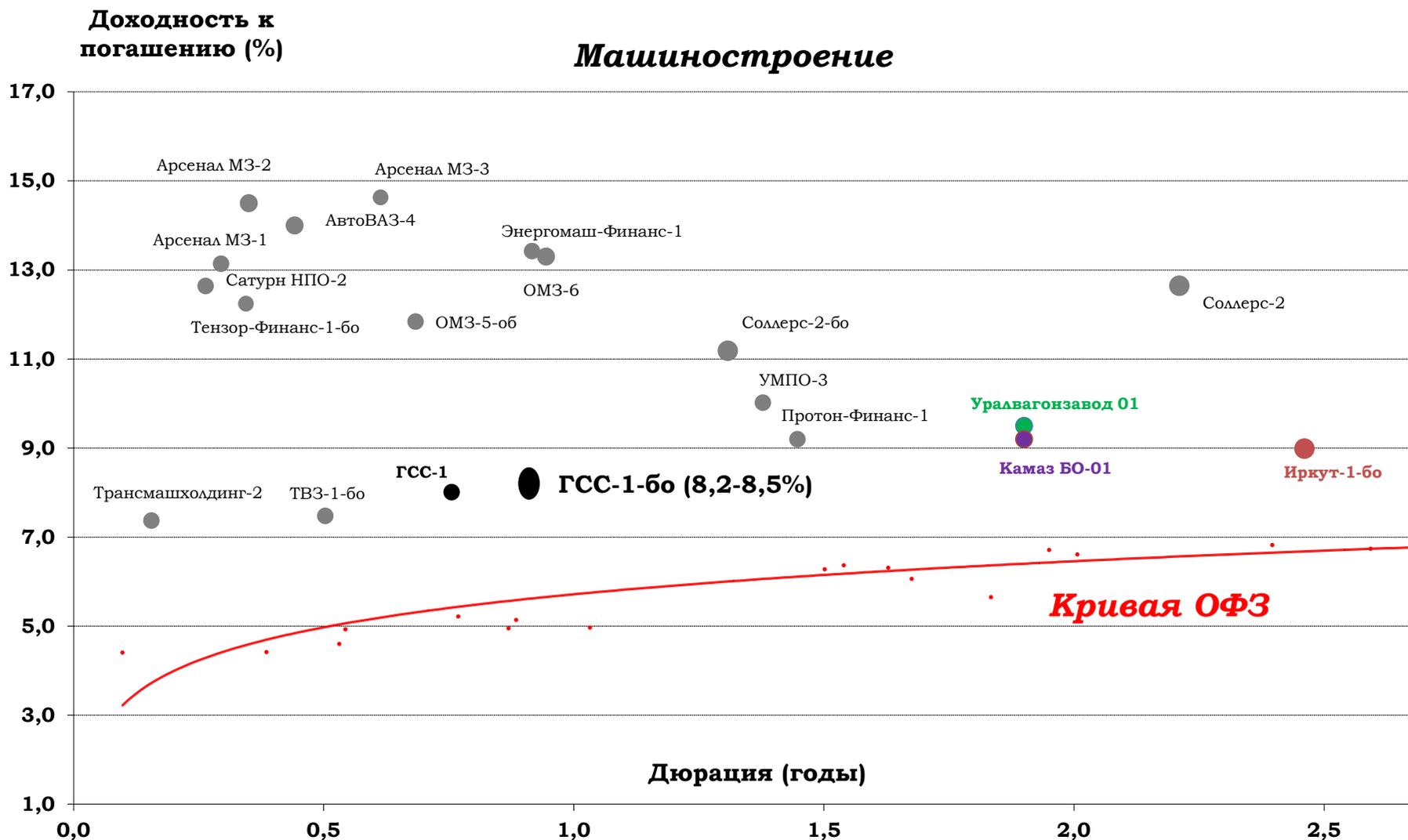


международных рейтинговых агентств, однако Иркут, по сравнению с ГСС, компания с давней историей, высокими финансовыми показателями и разветвленной структурой бизнеса. Это предполагает дисконт по доходности планируемого займа ГСС в 30-50 б.п. к обращающемуся займу Иркут, с поправкой на дюрацию.

Необходимо отметить высокий спрос на бумаги машиностроительного сектора. Недавние размещения Уралвагонзавода и Камаза, прошли с высокой переподпиской и крайне агрессивным снижением ставки купона, при формировании книги заявок, от первоначальных заданных ориентиров (от 50-70 б.п.)

По нашей оценке, с учетом предлагаемой дюрации выпуска в **0,9 года**, справедливая доходность займа будет находиться на уровнях **8,2%-8,5%**. Предложенный организаторами выпуска диапазон доходности планируемого займа находится на уровнях **8,16%-8,68%**, что соответствует нижней границе справедливой доходности, согласно нашей оценке. С учетом этого, и большой вероятности попадания бумаги в ломбард Банка России, мы считаем целесообразным подать заявки на участие до 22 декабря по доходности от **8,2%**.

Оценка справедливой доходности ГСС, с учетом ситуации на долговом рынке на 17 декабря 2010г.



### Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 781 73 00
Кулаева Тамара Борисовна	Тел. +7 (495) 781 73 02
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 73 03
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 06
Горев Сергей Александрович	Тел. +7 (495) 781 73 05
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 781 73 01

### Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 781 02 02
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 781 72 97
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 781 02 02

[www.ufs-federation.com](http://www.ufs-federation.com)

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. «Ю.Ф.С. – Федерация» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.