

24 марта 2011

Первичное размещение ЮТЭйрФБО4/БО5. Анализ кредитного качества с учетом операционного лизинга

	ЮТЭйрФБО4	ЮТЭйрФБО5
Международный кредитный рейтинг		нет
Объем эмиссии:	1,5 млрд. руб.	1,5 млрд. руб.
Гос. рег. номер:	4B02-04-36059-R	4B02-05-36059-R
Дата размещения:		30.03.2011
Дата погашения:		26.03.2014
Ориентир купона (квартальный):		9,1-9,4%
УТР		9,42% (2,65) - 9,74% (2,64)
Целевой купон (ДОФР ПКБ)		9,1%
Поручительство		ОАО «Авиакомпания «ЮТЭйр»
Организаторы	БК РЕГИОН, Банк Петрокоммерц, Банк «Открытие», Промсвязьбанк	

Мы рекомендуем участвовать в первичном размещении ЮТЭйрФБО4/БО5 по следующим причинам:

1. **повышение прозрачности компании (публикация промежуточной отчетности МСФО, вхождение в капитал НПФ «Сургутнефтегаз», снижение доли забалансовых обязательств)**
2. **сильные операционные показатели**
3. **постепенное улучшение кредитных метрик по сравнению с 2008-2009 гг.**
4. **компания занимает четвертую позицию в рейтинге самых крупных авиаперевозчиков РФ (самолеты) и является крупнейшим игроком на рынке вертолетных работ**
5. **премия ко вторичному рынку может составить от 46 до 78 б.п.**

К принципиальным существующим рискам, которые, на наш взгляд, полностью уравновешиваются указанными выше сильными сторонами, мы относим следующие:

1. **значительные инвестиции в летный парк, которые могут привести к росту долговой нагрузки**
2. **серьезное ухудшение конъюнктуры рынка авиаперевозок**
3. **высокая доля краткосрочного долга в общей структуре**

ЮТЭйр лучше рынка на протяжении двух лет

В предыдущем исследовании авиакомпании от 21 декабря 2010 г. мы отмечали у ЮТЭйр наблюдавшуюся динамику «лучше рынка» в части пассажирских перевозок за 11 месяцев 2010 г. С этой точки зрения, результаты декабря на расстановку сил кардинальным образом не повлияли. Пассажирооборот пяти крупнейших авиакомпаний РФ (Аэрофлот, Трансаэро, Сибирь, ЮТЭйр, Оренбургские авиалинии) за 2010 год вырос на 31,2% до 86,49 млрд. пассажирокилометров с 65,95 млрд. годом ранее. Перевозки пассажиров выросли на 26% до 29,59 млн. с 23,49 млн. В то же время, собственные показатели ЮТЭйра зафиксировали рост пассажирооборота в сегменте авиаперевозок на 51,2% до 8,98 млрд. пкм и рост количества перевезенных пассажиров на 39,3% до 5,15 млн. человек. Коэффициент занятости пассажирских кресел на рейсах компаний группы по итогам прошлого года составил 76,9% (78,2% – среднеотраслевой показатель по российским компаниям). Традиционно сильные результаты были показаны вертолетным дивизионом компании: рост количества перевезенных пассажиров на 30% и массы перевезенных грузов на 34%.

В целом, 2010 г. сложился для рынка авиаперевозок РФ довольно удачно: российские компании смогли установить 18-летний рекорд по количеству перевезенных пассажиров. Доля ЮТЭйр на рынке авиаперевозок составила 8%, на рынке вертолетных работ (по оценкам самой компании) по физическому налету составила 18%: ЮТЭйр является крупнейшим игроком в этом сегменте транспортных услуг.

Показатели прибыльности: операционная аренда занижает операционную маржу

В рекордный для российской отрасли год, ЮТЭйр смог показать убедительный рост основных показателей в части P&L. После неудачного 2009 г, когда рост выручки составил всего 7,7% (худший показатель с 2004 года), компания смогла в полной мере воспользоваться восстановлением рынка. Выручка в рублях за ИН2010 выросла на 4,2% в годовом исчислении. В то же время за полный 2010 год, опираясь на данный приведенные в презентации компании, рост выручки в долларах составил 20,7% (рост выручки в долларах за первую половину 2010 года составил 4,2%). Судя по этим данным, во второй половине года продажи компании получили существенное ускорение, что должно найти свое отражение в аудированной отчетности, когда она будет опубликована.

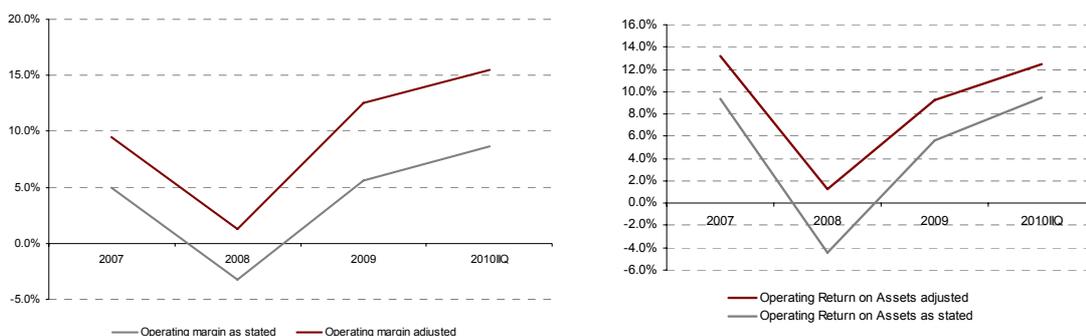
Кроме того, обращает на себя внимание значительное увеличение маржи EBITDAR с 21,1% до 24,5% в первом полугодии 2010 года. Возвращаясь к данным презентации, мы отмечаем, что прогнозная величина маржи EBITDAR по итогам полного 2010 года составляет 17,7% в долларах США. К сожалению, детализации показателя EBITDAR приведено не было, поэтому о причинах снижения прибыльности во втором полугодии можно будет говорить только после того, как появится детализированная информация. Планы компании на 2011 год предполагают рост выручки на 35% и рост EBITDAR margin до уровня 19,5%.

Реклассификация операционного лизинга как финансового

Мы хотели бы отдельно остановиться на политике компании в области классификации активов, взятых в лизинг. ЮТЭйр успешно применяет в своей деятельности как финансовый, так и операционный лизинг. В своей ревизии финансовой отчетности авиакомпания мы постарались весь операционный лизинг (будущие, текущие и прошлые платежи по нему) реклассифицировать как финансовый, кроме того, величина пенсионных обязательств также была учтена для расчета общего долга.

Обязательства по операционному лизингу являются забалансовыми, в связи с чем объем долга и кредитные метрики компании, посчитанные по балансовым показателям и показателям P&L, представляются неполными. В части P&L главный вклад в искажение статей вносят платежи по операционному лизингу, которые классифицируются компанией как часть себестоимости. В 2009 и ИН2010 гг. платежи по операционному лизингу составляли около 9,4% себестоимости, оказанных услуг, что, безусловно, имело мощное влияние на показатели операционной прибыли. В приведенной в приложении 1 таблице финансовых показателей Operating Income adjusted не включает в себя платежи по операционной аренде, но включает в себя повышенные значения амортизации, рассчитанные на основании классификации арендованных активов как части PPE. В связи с последним замечанием, величины PPE, необоротных активов и суммы активов также являются скорректированными. Величина забалансовых обязательств, указанная в примечаниях к консолидированной отчетности, была дисконтирована по ставке 6%, что является ставкой по текущим договорам финансовой аренды. Величина финансовых расходов, указанная в таблице как Finance costs, Total adjusted for rent expenses включает в себя рентные платежи по операционному лизингу, если бы он классифицировался как финансовый.

Рисунок 1. Влияние реклассификации на операционную рентабельность



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

Возвращаясь к анализу P&L можно отметить, что скорректированный показатель операционной рентабельности на протяжении последних лет не опускался в негативную область, что отличает его от нескорректированного аналога, рассчитываемого прямо из публикуемой отчетности. Более того, если бы компания классифицировала весь свой лизинг как финансовый, операционная маржа в 2009 г. составила бы 12,5% против нескорректированных 5,6%.

Таблица 1. Показатели прибыльности ОАО «ЮТЭйр»

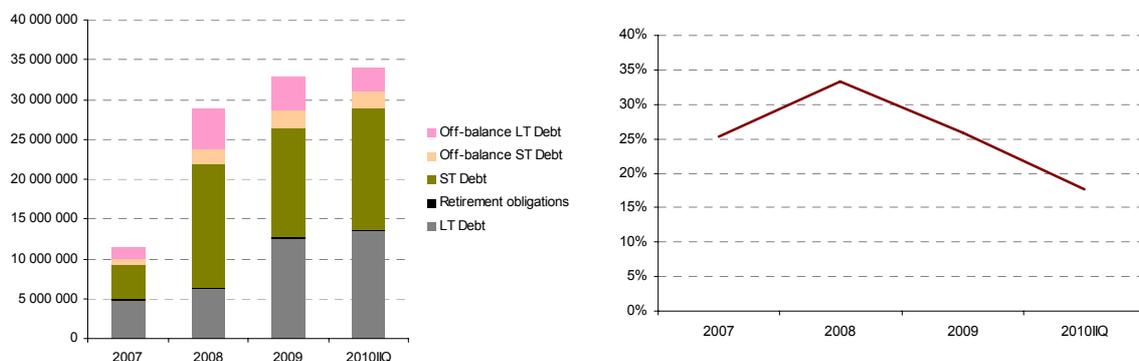
	2007	2008	2009	2010IIQ
<i>Operating margin as stated</i>	5.0%	-3.2%	5.6%	8.7%
Operating margin adjusted	9.5%	1.2%	12.5%	15.5%
EBITDAR Margin adjusted	16.1%	7.4%	21.1%	24.5%
<i>Pretax margin as stated</i>	1.8%	-14.0%	0.6%	3.4%
Net Profit Margin	2.4%	-12.6%	0.3%	3.1%
Operating Return on Assets adjusted	13.2%	1.2%	9.2%	12.4%
<i>Operating Return on Assets as stated</i>	9.3%	-4.4%	5.6%	9.5%
<i>ROAA as stated</i>	4.5%	-12.6%	0.2%	2.5%
<i>ROEA as stated</i>	14.8%	-78.0%	1.4%	18.5%
<i>EBITDAR/Equity</i>	0.99	0.46	1.10	1.48

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

Балансовые коэффициенты: снижение доли забалансовых обязательств

Реклассификация операционного лизинга как финансового, безусловно, увеличивает общую величину долга. В нашем случае, по итогам 2009 г. 26% было представлено в форме забалансовых обязательств. Однако, уже по итогам первой половины 2010 года эта доля снизилась до 18%. С 2008 г компания планомерно снижает долю неучтенных в основных формах отчетности обязательств, резко выросшую в кризисный 2008 год. Это позитивный сигнал для инвесторов, закономерно рассчитывающих на прозрачность финансовой отчетности компании.

Рисунок 2. Структура долга ОАО «ЮТЭйр» и доля забалансовых обязательств



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

С точки зрения основных балансовых кредитных метрик, забалансовые обязательства не искажают существенным образом оценку кредитного качества компании. Как видно из таблицы, приведенной ниже, разница в Current Ratio не превышает 0,8, для Quick Ratio – 0,4. Наибольшее влияние реклассификация оказывает на Debt/Equity, увеличивая его с 4,11X до 4,81X. Тем не менее, опираясь на полугодовую отчетность, мы видим снижение скорректированного показателя, в то время как расчет Debt/Equity из балансовых данных не фиксирует какого-либо изменения за IH2010.

Таблица 2. Коэффициенты баланса ОАО «ЮТЭйр»

	2007	2008	2009	2010IIQ
Current Ratio adjusted	0.68	0.46	0.87	0.88
<i>Current Ratio as stated</i>	<i>0.76</i>	<i>0.51</i>	<i>0.98</i>	<i>0.96</i>
Quick Ratio adjusted	0.28	0.29	0.40	0.40
<i>Quick Ratio as stated</i>	<i>0.31</i>	<i>0.32</i>	<i>0.45</i>	<i>0.44</i>
Cash Ratio adjusted	0.03	0.02	0.02	0.02
Defensive Interval adjusted	3.86	3.79	5.84	5.71
Debt/Assets adjusted	0.58	0.68	0.68	0.65
<i>Debt/Assets as stated</i>	<i>0.53</i>	<i>0.61</i>	<i>0.63</i>	<i>0.61</i>
Debt/Equity adjusted	3.14	4.51	5.14	4.81
<i>Debt/Equity as stated</i>	<i>2.54</i>	<i>3.40</i>	<i>4.11</i>	<i>4.11</i>
Debt/Capital adjusted	0.76	0.82	0.84	0.83
Fixed Asset Turnover Ratio adjusted	1.93	1.35	1.09	1.41
Total Asset TO Ratio adjusted	1.38	1.00	0.73	0.80

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

Оценка Defensive interval отражает растущую рентабельность операции перевозчика. По сути, компания сможет в течение недели вести бизнес, опираясь исключительно на собственные наличные средства. Кроме того, заметно выросла фондоотдача: теперь на рубль основных средств, включая взятые в операционный лизинг, приходится 1,4 рубля выручки. Улучшение очевидно, хотя до высоких показателей 2007 года пока значения не дотягивают. Возможно, компании понадобится весь 2011 год, чтобы приблизиться к уровню 1,9X по коэффициенту оборачиваемости ОС.

Показатели покрытия долга: более убедительное улучшение в скорректированных показателях

За первое полугодие 2010 г. было зафиксировано улучшение всех показателей покрытия долга. В частности, коэффициент FFO adjusted leverage (отношение Total Adjusted Debt/(Funds from operations + interest & lease rent paid)) снизился до 5,02X. В соответствии с данными Fitch Ratings средний уровень по данному показателю для компаний транспортной отрасли, получивших международный кредитный рейтинг, составлял по итогам 2009 г. около 4,3X. При этом прогноз на изменение этой оценки по итогам 2010 года складывается выше, порядка 6,0X. Таким образом, отношение долга к операционному денежному потоку компании находится на среднем уровне, рассчитываемом по компаниям из разных стран.

Кроме того, мы отмечаем существенное улучшение популярного коэффициента Total Debt/EBITDAR, который по итогам IH2010 г. снизился до 2,9X с 3,7X. Однако, учитывая более низкие оценки маржи EBITDAR со стороны менеджмента по сравнению с фактическими значениями за IH2010, финальные оценки за полный 2010 год могут оказаться повыше. Мы еще раз хотели бы обратить внимание на влияние реклассификации операционного лизинга как финансового. В результате этих действий, отношение Total Debt/EBITDAR повышается до уровня 4,66X в 2009 г. и 3,42X в 2010IIQ. Формально мы видим более высокие значения, что говорит о потенциальных рисках в оценке кредитного качества ЮТЭйр. Однако если смотреть на ситуацию в динамике, мы увидим, что снижение обсуждаемого коэффициента оказалось ниже в нескорректированных значениях. Так, с пиковых значений 2008 года Total Debt/EBITDAR снизился в 3,2 раза, в то время как скорректированное значение снизилось в 3,7 раз. Повторимся, что причиной таких изменений стало более консервативное использование забалансовых обязательств.

Таблица 3. Коэффициенты покрытия долга ОАО «ЮТЭйр»

	2007	2008	2009	2010IIQ
<i>FFO adjusted leverage</i>	4.59	-8.08	6.23	5.02
Total Debt/EBITDAR adjusted	3.08	12.58	4.66	3.42
Total Debt/EBITDAR as stated	2.46	9.44	3.70	2.91
Net Debt/EBITDAR adjusted	3.02	12.43	4.58	3.36
EBITDAR/(IntExp+RentExp) adjusted	3.97	1.00	2.25	2.85
(FFO+IntExp+RentExp)/(IntExp+RentExp) adjusted	2.76	-1.30	1.79	3.89
(FFO+IntPaid)/(IntPaid+LeasPaid) adjusted	2.82	-2.20	1.84	3.73
(CFO+IntPaid+RentPaid)/(IntPaid+RentPaid+STDebt) adjusted	0.64	0.16	0.40	0.62
CFO/CapEx adjusted	0.36	-0.47	1.03	1.15
(FCF+Cash)/(ST Debt+IntExp+LeasExp) adjusted	-0.29	-0.21	0.03	0.08

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

Показатели покрытия финансовых расходов в различных преломлениях также фиксируют улучшение кредитного качества компании. CFO, рассчитываемый нами как "FFO+изменения в рабочем капитале", после отрицательного значения 2008 года показывает уверенный рост на положительной территории. Более того, значение CFO за II2010 г более чем в 2 раза превосходит значение за полный 2009 г. (6,9 млрд. руб. против 3,3 млрд. руб.). Рост денежных потоков привел к тому, что покупка ОС в 2009 г. и в II2010 г. могла быть полностью оплачена из операционного денежного потока. Это позволяет компании действительно рассчитывать как на дальнейшее снижение долговой нагрузки, так и на наличие внутренних ресурсов для поддержки капитальных программ.

Инвестпрограмма: планомерное обновление авиапарка

Перед компанией довольно остро стоит задача по обновлению авиапарка. В особенности, это касается моделей Ту-134, средний возраст которых превышает 30 лет. При этом в целом средний возраст парка самолетов составляет почти 23 года.

Таблица 4. Состав воздушного парка

Тип самолета	Кол-во	Тип вертолета	Кол-во
Ту-154	20	Ми-26 Т	24
Ту-134	28	Ми-10 К	5
Boeing 737-400/500	23	Ми-8 МТВ	33
Boeing 757-200	2	Ми-171 (Ми-8 АМТ)	47
ATR-72/42	17	Ми-8Т	128
CRJ 200	12	Ка-32	5
Ан-24/26	29	AS-355 N / B3	3
Ан-74	2	Robinson R-44	3
Ан-2	47	BO-105	4
Як-40	3		
L-410	2		

Источник: данные компании

«ЮТЭйр» с весны 2010 года эксплуатирует региональный реактивный самолет производства Bombardier – CRJ 200. Сейчас в парке компании 12 самолетов этого типа, к концу 2011 года их количество достигнет 15. Каталожная цена одного CRJ 200 составляет \$24 млн., таким образом, общая сумма инвестиций в CRJ-200 в 2011 г. может составить до \$72 млн.

Компания планирует заменить имеющиеся в наличии Ту-134 на Sukhoi Superjet 100. В соответствии с итогами недавно проведенного конкурса самолеты этой модели начнут пополнять парк авиакомпании в 2013 году. Подписание контракта на 24 штуки должно состояться в первой половине 2011 г. Каталожная цена SSJ-100 составляет \$31,7 млн., что приводит к общей сумме контракта в районе \$760 млн. Однако, учитывая необходимость наличия для ГСС твердых контрактов, мы не сомневаемся, что производитель предоставит скидку ЮТЭйр. Ориентируясь на опыт Аэрофлота, получившего после подписания контракта с ГСС право на беспошлинный ввоз 10 Airbus, можно предположить, что скидка не обязательно будет носить прямой дисконт к цене. В сухом остатке, на наш взгляд ЮТЭйр, сможет претендовать на 20-30% экономии от каталожной стоимости.

Также, по словам менеджеров авиакомпании, количество среднемагистральных лайнеров Boeing 737 в 2011 году достигнет 38 (в настоящее время 24), а число региональных турбовинтовых самолетов ATR 72/42 увеличится до 29 (сейчас 17 в парке). Кроме того, появятся два самолета Boeing 757 серии. Скорее всего, эти самолеты не будут новыми. Поэтому цена на них будет значительно ниже каталожной. Довольно грубо общую

стоимость проекта Boeing-ATR можно оценить в \$580-620 млн.

Если говорить о более отдаленных планах, то следует отметить обновление и наращивание вертолетного флота: более 50 новых вертолетов российского и иностранного производства. В том числе Ка-32, имеющие сертификат типа Европейской авиационной администрации (EASA) и сертифицированные для полетов в любое время суток над сушей и морем, а также 20 легких вертолетов Eurocopter моделей Ecureuil AS350B3 (16 штук) и AS355NP (4 штуки). Кроме того, «ЮТЭйр» является первым покупателем (launch customer) новейших вертолетов Eurocopter EC 175.

Поставки вертолетов намечены на период с лета 2011 года по весну 2013 года. Каталожная цена одного вертолета AS350 B3 составляет 1,9 млн. евро и вертолета AS355 NP - 2,8 млн. евро. Таким образом, исходя из каталожных цен, общая стоимость заказа составляет примерно 41,6 млн. евро. Финансирование сделки будет осуществлять Сбербанк.

Таким образом, мы оцениваем общие затраты на осуществление уже заявленных шагов по обновлению авиа парка на период до 2013 г. приблизительно в \$1,2-1,4 млрд. По крупнейшим контрактам финансирование будет осуществляться через экспортно-импортные агентства. Сумма выглядит довольно значительной, учитывая тот факт, что в целом скорректированный Total Debt оценивается нами приблизительно в \$1,1 млрд. Однако лизинговые схемы при условии отсутствия значительного падения спроса окажут щадящее воздействие на возможное ухудшения показателей покрытия долга.

Кредитное резюме

1. отчетность компании становится более прозрачной в связи с уменьшающейся долей забалансовых обязательств
2. ликвидная позиция перевозчика находится на комфортном уровне для деятельности в условиях нормальной бизнес-среды
3. компания планомерно снижает долговую нагрузку, тем не менее, она пока остается относительно высокой
4. операционный денежный поток, генерируемый компанией, достаточен и превышает уровни текущего обслуживания долга, тем не менее, значительный краткосрочный финансовый долг может выступать источником риска в случае непредставления рефинансирования
5. показатели прибыльности компании и способность к генерированию положительного операционного денежного потока многократно увеличилась с 2008 г.
6. значительная инвестиционная программа может привести к ухудшению кредитных метрик при неблагоприятной бизнес-среде.

Позиционирование выпуска

Организаторы предлагают ориентироваться на ставку квартального купона 9,1-9,4%, что соответствует YTP (Dur)= 9,42% (2,65) - 9,74% (2,64). На наш взгляд, эмитент предлагает премию ко вторичному рынку в размере 46-78 б.п. По актуальным «бидам» спред к синтетической ОФЗ по выпускам ЮТЭйрФБО1 и ЮТЭйрФБО2 составляет 255 б.п. В то же время расчет для YTP=9,31-9,62 при дюрации 2,69-2,68 предполагает премию к синтетической ОФЗ от 290 до 321 б.п. При этом мы не можем не напомнить достаточно удачную историю инвесторов в выпуск ЮТЭйрФБО3, по которому спред к суверенной кривой при размещении составил порядка 300 б.п., а текущее значение спреда составляет 246 б.п.

Мы предлагаем воспользоваться предложением эмитента и участвовать в первичном размещении ЮТЭйрФБО4/БО5. На наш взгляд, конъюнктура рынка в моменте может обеспечить хороший спрос на облигации компании. Более того, мы ожидаем переспроса на долг ЮТЭйра, поэтому заинтересованным инвесторам рекомендуем выставлять заявки по нижней границе диапазона (купон 9,1%), чтобы получить необходимый уровень аллокации.

Бизин Алексей
ведущий аналитик

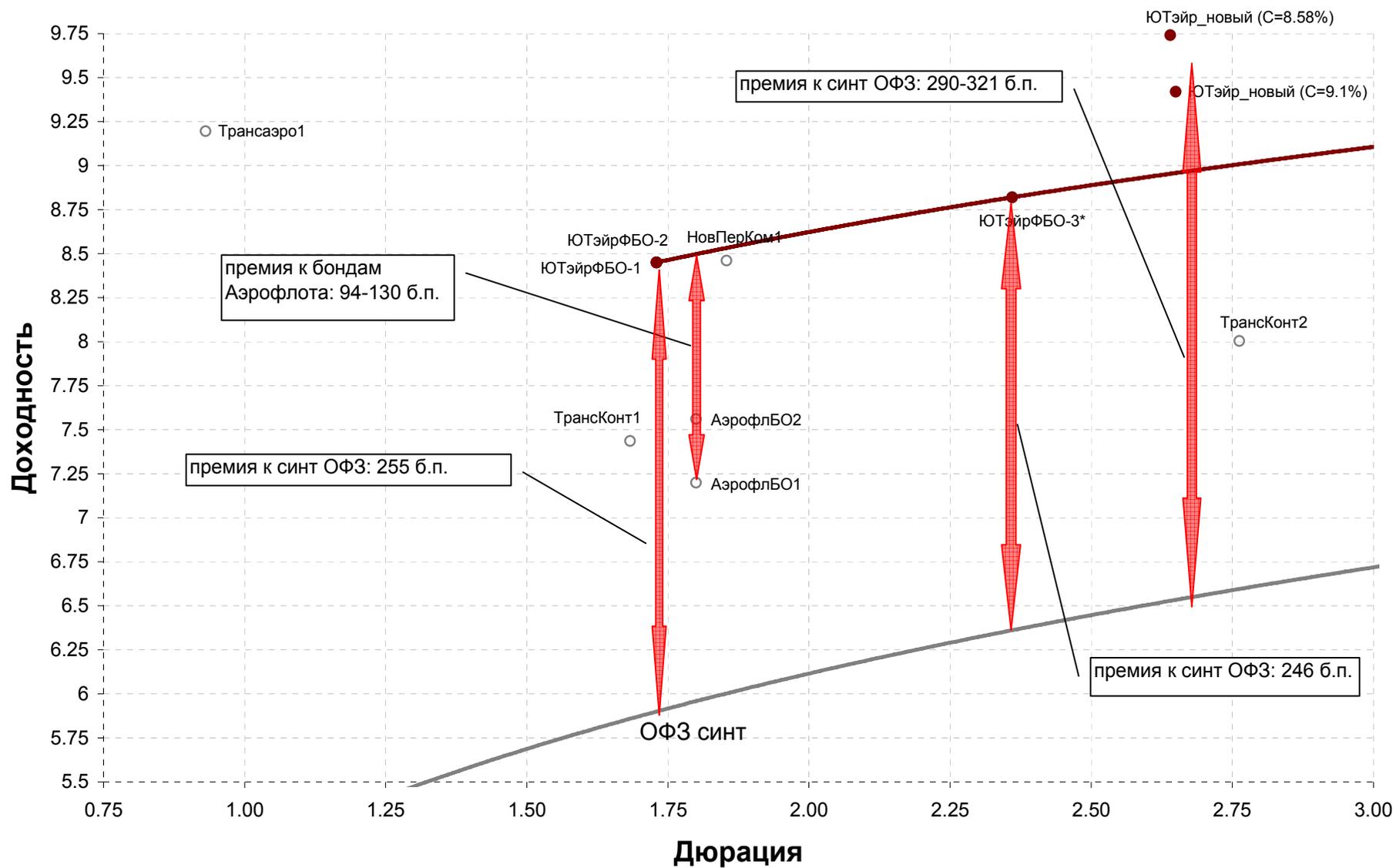
ПРИЛОЖЕНИЕ 1. Финансовые показатели ОАО «Авиакомпания «ЮТЭйр» (МСФО / adjusted)*

	2007	2008	2009	2010IIQ
Noncurrent Assets adjusted for advances on PPE purchase and assets under operating leases	13 811 636	32 428 499	29 067 791	28 428 193
PPE adjusted for advances on PPE purchase and assets under operating leases	12 370 094	27 630 315	28 199 101	27 424 466
Current Assets	5 790 732	10 192 921	19 539 225	23 758 241
Inventories+Assets held-for-sale	1 318 266	2 515 261	2 542 744	5 215 486
ST receivables	1 968 326	5 822 624	8 452 341	9 893 964
Cash & Equivalents	236 809	338 872	514 586	593 655
Total Assets adjusted for advances on PPE purchase and assets under operating leases	19 602 368	42 621 420	48 607 016	52 186 434
Total Equity	3 651 870	6 408 122	6 391 408	7 062 915
LT Debt	4 833 589	6 270 281	12 548 873	13 467 493
Retirement obligations	144 092	127 818	165 296	165 296
LT Liabilities	6 127 215	8 993 044	15 691 905	16 241 182
Payables total	3 171 124	4 386 223	5 964 721	8 181 811
ST Debt	4 309 601	15 402 600	13 584 686	15 398 661
ST Liabilities	7 661 196	20 121 326	19 954 743	23 919 806
Off-balance ST Debt	798 808	1 955 344	2 441 401	2 039 219
Off-balance LT Debt	1 363 278	5 143 583	4 127 559	2 923 312
Sales	23 095 635	31 105 776	33 502 925	20 267 857
Operating rent	1 280 857	1 785 889	2 976 386	1 746 157
Operating income as stated	1 145 607	-996 063	1 867 893	1 759 295
Operating income	2 198 434	388 330	4 202 172	3 131 676
IntExp+LeasExp	805 025	1 860 799	2 748 099	1 445 946
Finance costs, Total adjusted for rent expenses	934 750	2 286 735	3 142 237	1 743 698
Income before tax as stated	409 135	-4 367 801	187 786	699 042
Income before tax adjusted	1 332 236	-3 409 344	2 127 927	1 773 671
Net Income as stated	552 870	-3 923 613	90 200	623 272
Depreciation adjusted for operating leases	1 516 857	1 908 686	2 855 324	1 831 430
Depreciation as stated	1 288 827	1 507 190	2 213 217	1 457 654
EBITDAR adjusted for operating leases	3 715 291	2 297 016	7 057 496	4 963 106
EBITDAR as stated	3 715 291	2 297 016	7 057 496	4 963 106
Working Capital	-1870464	-9928405	-415518	-985432
Net Working Capital	318788	4200729	5057795	6927639
Total Debt (adjusted for Off-balance gurantees & retirement obligations)	11 449 369	28 899 627	32 867 815	33 993 981
Net Debt	11 212 560	28 560 755	32 353 229	33 400 326
FFO	1 646 441	-5 267 635	2 473 685	5 039 319
CFO	1 072 417	-1 385 694	3 330 751	6 909 163
FCF	-1 971 975	-4 433 467	68 237	911 924

* Все показатели с примечанием "adjusted" рассчитаны как если бы операционный лизинг учитывался бы как финансовый (подробнее см. с 2). Все показатели с примечанием "as stated" рассчитаны по величинам, приведенным в основных формах отчетности

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

ПРИЛОЖЕНИЕ 2. Карта ставок эмитентов транспортной отрасли



* УТМ и дюрация для ЮТэйрФБО3 рассчитаны по цене закрытия 18/03/2011
 Источник: данные ММВБ и собственные расчеты ОАО Банк «Петрокоммерц»

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 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, стр. 1
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.