

ФИНАНСОВАЯ ЛИЗИНГОВАЯ КОМПАНИЯ

Авиационный лизинг

Резюме

ОАО «Финансовая Лизинговая Компания» (далее – ФЛК или Компания) намерена разместить кредитные ноты (CLN) для целей финансирования: (а) выплат в погашение краткосрочного долга и (б) ожидаемых капитальных затрат.

В настоящее время 40,2% акций Компании принадлежит Российской Федерации. Государственная Объединенная Авиастроительная Корпорация – шестая по величине мировая авиастроительная компания – владеет 37,3% акций Компании, и ожидается, что ОАК получит контроль над Компанией к концу 2007г.

Ожидается, что ФЛК станет эксклюзивным поставщиком лизингового оборудования для заводов, входящих в ОАК. ФЛК предполагает, что стоимость авиастроительного оборудования, подлежащего передаче в лизинг в ближайшие четыре года, составит 640 млн. долл.

ФЛК занимается предоставлением в лизинг имущества, главным образом авиационной техники, и контролирует порядка 20% авиационного сегмента российского рынка лизинговых услуг.

В соответствии с нашими прогнозами, долговое покрытие Компании, определенное коэффициентом Чистый долг/ EBIT, вероятно, не превысит 1,3х к 2010г.

Ключевые положения

- ФЛК является государственной компанией и ожидается, что ОАК получит контроль над Компанией к концу 2007г.
- ФЛК намерена стать эксклюзивным лизингодателем авиастроительного оборудования для заводов, объединенных ОАК, передавая в лизинг от 50 до 440 млн. долл. в 2007-2010гг.
- Стоимость авиастроительного оборудования, переданного в лизинг, может составить суммарную величину 670 млн. долл. к 2013г.
- ФЛК контролирует порядка 20% доли авиационного сегмента российского рынка лизинга
- Мы ожидаем, что выручка ФЛК будет расти в соответствии с CAGR 39% в 2007-2019гг. и не будет ниже 340 млн. долл. в 2009г. В то же время мы ожидаем, что стоимость лизингового портфеля Компании составит 997 млн. долл. в 2009г., в то время как чистый долг, вероятно, не превысит 181 млн. долл.

■ Долговой инструмент	Кредитные ноты (CLN)
■ Номинальная сумма выпуска	100 000 000 долл.
■ Эмитент	Dresdner Bank AG Frankfurt
■ Кредитор	Dresdner Bank AG London Branch
■ Юридический консультант	Allen & Overy Legal Services
■ Дата выпуска	[будет определена дополнительно]
■ Дата погашения	через 48 мес. после даты выпуска
■ Пут-опцион	через 24 мес. после даты выпуска
■ Процентные платежи	9,25% p.a., полугодовые
■ Заемщик	ОАО «Финансовая Лизинговая Компания»
■ Организатор	Инвестиционная Компания «Капиталь»
■ Листинг	листинг не предусмотрен
■ Клиринговая система	EUROCLEAR

Ключевые финансовые показатели, 2004–2007гг \$ млн.

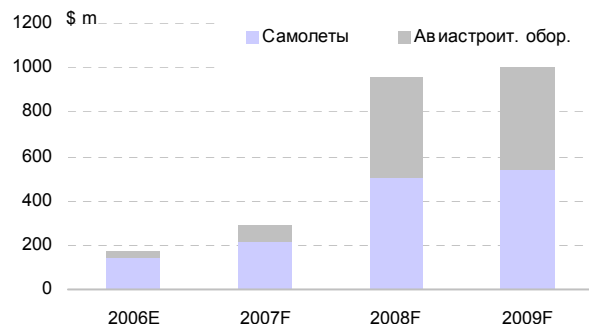
ОПУ	2004	2005	2006E	2007F
Выручка	56,2	74,6	90,0	97,6
EBIT	4,8	5,3	6,6	19,7
Чистая прибыль	3,4	3,9	4,8	10,0
Баланс				
Лизинговые платежи к получению	64,1	108,6	191,0	288,6
Собственный капитал	114,0	136,7	265,2	369,6
Чистый Долг	78,2	4,9	17,9	68,0

Ключевые индикаторы 2004-2007гг

Рентабельность				
рентабельность EBIT	8,6%	7,1%	7,3%	20,2%
рентабельность Ч. Приб.	6,1%	5,2%	5,3%	10,2%
Долговое покрытие				
Ч. Долг/EBIT	16,2х	0,9х	2,7х	3,5х
Ч. Долг/Соб. Капитал	0,7х	0,0х	0,1х	0,2х

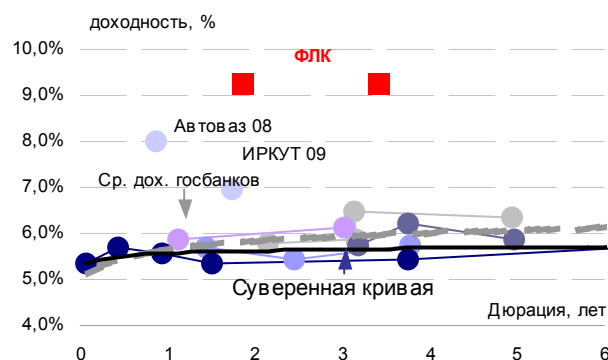
Источник: ФЛК, Капитал

Структура лизингового портфеля ФЛК 2006О-2009П



Источник: ФЛК

Определение стоимости заимствования



Источник: Bloomberg

Сильные стороны

- Консолидация с ОАК. Ожидается, что ФЛК будет консолидирована материнской компанией ОАК к концу 2007г.
- Значительная доля рынка и сильные конкурентные позиции на российском рынке лизинговых услуг.

Слабые стороны

- Объем капитальных затрат, ожидаемых в 2007-2010гг., не будет соответствовать операционным денежным потокам тех же периодов, что потребует дополнительных средств, полученных от выпуска и размещения дополнительных акций, а также увеличения долга.

Возможности

- Существующая перспектива того, что Компания станет эксклюзивным поставщиком лизингового оборудования для заводов, входящих в ОАК
- Государственная поддержка, которая, как ожидается, будет получена Компанией в виде поступлений от выпуска акций в 2008-2009гг.

Угрозы

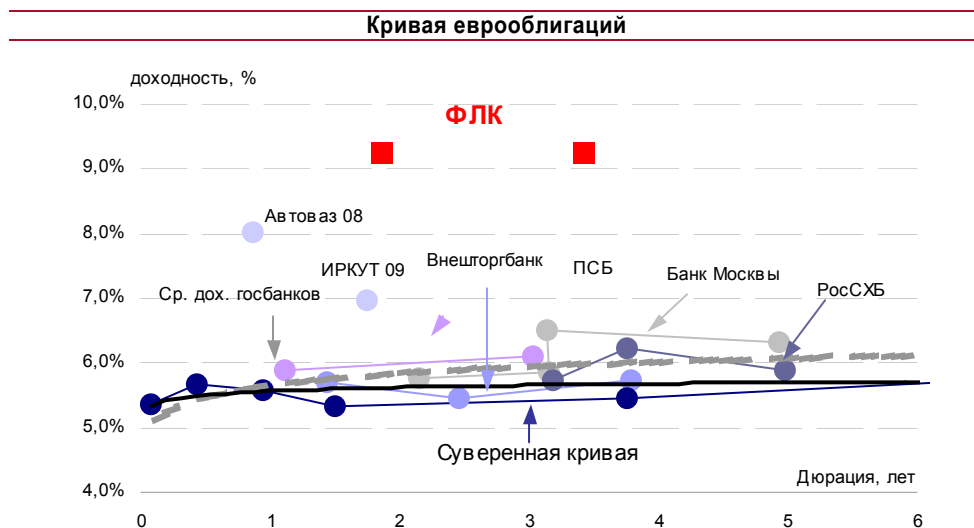
- Зависимость от стратегических решений Правительства, которые не предполагают бизнес-эффективность в качестве первоочередной задачи.

Определение стоимости заимствования

Принимая во внимание бизнес-модель ФЛК, мы полагаем, что в российском сегменте долгового рынка не представлены компании, сравнимые с ФЛК. Тем не менее, мы думаем, что особенности лизинга предполагают сравнение с банками, так как ключевые активы и доходы лизинговых компаний соответствуют характеру активов и доходов банков, но обратной стороной этого допущения является несопоставимый масштаб бизнеса.

Мы считаем, что стоимость заимствований ФЛК должна отражать отношение к государственной собственности, а также ожидаемую консолидацию материнской компанией ОАК.

На основе допущений, приведенных выше, мы полагаем, что спред ФЛК должен включать: (а) рискованные премии государственных банков и (б) рискованные премии основных лизингополучателей ФЛК, т.е. компаний, объединенных производственным подразделением ОАК.



Источник: Bloomberg

Таким образом, мы определяем спред кредитных нот ФЛК как сумму среднего спреда государственных банков и спреда кредитных нот ругой дочерней компании ОАК – ИРКУТ. В результате мы оцениваем справедливый спред кредитных нот ФЛК на уровне 280-300 бп. над суверенной кривой. Мы также учитываем премию за дебит в размере 50-75 бп. Наша оценка доходности бумаги составляет 9,25% к двухлетнему пут-опциону и к погашению через 4 года.

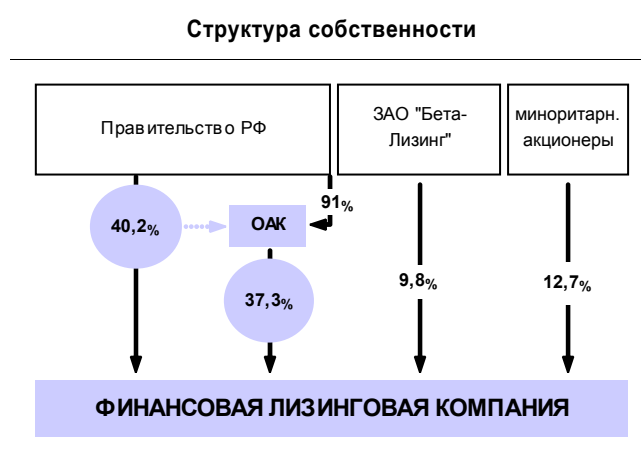
Цели заимствования

Компания намерена направить поступления от размещения займа на следующие цели:

- 70 млн. долл. средств, полученных после размещения, будут направлены на рефинансирование краткосрочного долга, и
- остаток поступлений будет направлен на финансирование затрат по передаче в лизинг самолетов и авиастроительного оборудования, ожидаемых в 2007г.

Структура собственности и руководство

Доминирующим акционером Компании является Агентство по управлению федеральной собственностью, действующее от лица Российской Федерации и владеющее 40,2% пакетом акций. Другой значительный пакет, равный 37,3%, принадлежит ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация». ЗАО «Бета-Лизинг» принадлежит 9,8% капитала Компании. Остаток акционерного капитала Компании контролируется миноритарными акционерами, при этом никто из них не контролирует более 4%.



Источник: ФЛК

Так как Объединенная Авиастроительная Корпорация (ОАК) – шестая по величине авиастроительная группа в мире – была организована в 2006г. для консолидации основных государственных активов в авиационной сфере под контролем одной материнской компанией, ожидается, что государственная доля в уставном капитале ФЛК будет передана в ОАК к концу 2007г.

Совет директоров Компании состоит из 11 членов и 8 из них представляют различные Федеральные органы власти (включая Правительство, Федеральное агентство по промышленности, Агентство по управлению федеральной собственностью, Министерство промышленности и энергетики, а также Министерство Финансов).

Председателем Совета директоров Компании является Борис Алешин – глава Федерального агентства по промышленности.

Совет директоров, 4кв. 2006г.				
Имя		год рождения	должность	доля в компании
Борис Алешин	Председатель Совета Директоров	1955	глава Федерального агентства по промышленности	–
Валерий Безверхный	Член совета	1959	ИРКУТ, Вице-президент	–
Андрей Бурлаков	Член совета	1963	ФЛК, заместитель генерального директора	–
Владимир Высоцкий	Член совета	1962	Администрация Президента РФ	–
Андрей Дементьев	Член совета	1967	Министерство Промышленности и Энергетики, заместитель министра	–
Юрий Коптев	Член совета	1940	Министерство Промышленности и Энергетики, руководитель департамента	–
Наиль Малютин	Член совета	1968	ФЛК, Генеральный директор	–
Александр Мишарин	Член совета	1959	Министерство транспорта, заместитель министра	–
Дмитрий Панкин	Член совета	1957	Министерство Финансов, заместитель главы департамента	–
Егор Поляков	Член совета	1977	Агентство по управлению федеральной собственностью, Глава департамента	–
Алексей Федоров	Член совета	1952	ОАК, Президент	–

Источник: ФЛК

Рынки компании

Российский Рынок лизинга

Россия находится на 13-14 месте среди европейских стран по размеру рынка лизинговых услуг.

Согласно данным рейтингового агентства «Эксперт», доля лизинга в ВВП составляла 1,5-2,0% в 2006г. Оценки суммарной стоимости лизинговых платежей, полученных в 2006г., составляют от 3,5 до 5,0 млрд. долл., а суммарная стоимость лизинговых портфелей (рассчитанная как стоимость имущества, переданного в лизинг) оценивается равной 12 млрд. долл. по состоянию на 2007г. Как видно из таблицы ниже, стоимость лизинговых портфелей выросла на 30% в 2006г.

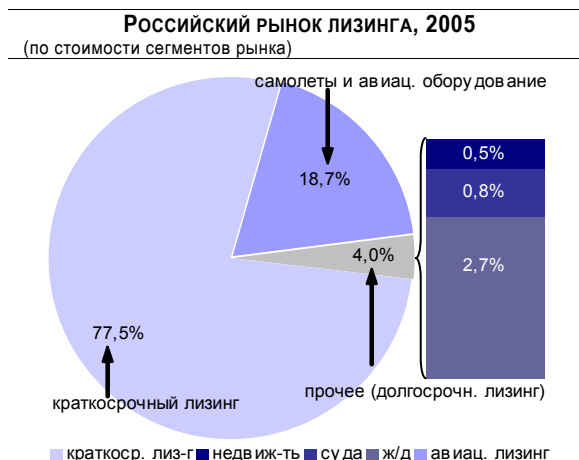
Показатели лизингового рынка 2002-2006, млрд. долл.		2002	2003	2004	2005	1H06	3Q06	2006O
Полученные лизинговые платежи		0.8	1.5	2	2.8	1.5	3	3.5-5
Стоимость имущества, переданного в лизинг		0.6	1.2	2.4	3.9	4.5	5.5	7-8
Чистое увеличение лизинговых портфелей		(0.2)	(0.3)	0.4	1.1	3.0	2.5	3-4.5
Суммарная стоимость лизинговых портфелей		n/a	n/a	n/a	n/a	5.9	9	12

Источник: Рейтинговое Агентство Эксперт

Российский рынок лизинга состоит из 2-х основных частей:

- долгосрочный лизинг, который предполагает передачу в лизинг недвижимости, судов и самолетов на срок от 3х лет и более, и
- краткосрочный лизинг, который предполагает, главным образом, передачу в лизинг оборудования на срок менее 3х лет.

Доля долгосрочного лизинга оценивается на уровне 22,5% от суммарной стоимости лизингового рынка (т.е. около 2,7 млрд. долл.). Доля самолетов и авиационного оборудования составляла в 2006г. около 82% суммарной стоимости долгосрочного лизинга (или 18,7%, если оценивать к стоимости всех активов предоставленных в лизинг) или 2,2 млрд. долл. Более подробная структура лизингового рынка показана на рисунке ниже.



Источник: ФЛК

ФЛК предоставляет имущество в долгосрочный лизинг, главным образом, в сегменте лизинга самолетов и авиастроительного оборудования. Конкуренцию в сегменте лизинга самолетов и авиастроительного оборудования составляют 20-25 компаний, предоставляющих такие же услуги из более чем двухсот лизинговых компаний, работающих в других сегментах рынка.

ФЛК считает, что контролируемая доля рынка лизинга самолетов и авиастроительного оборудования составляет 21,7% и превосходит доли других участников, которые оцениваются как значительно меньшие. Тем не менее мы полагаем, что «Ильюшин-Финанс Ко» также является ведущей лизинговой компанией, предоставляющей лизинговые услуги, равные тем, которые предоставляет ФЛК, и управляющей близким по стоимости лизинговым портфелем.

В связи с тем, что основная специализация ФЛК – лизинг самолетов и авиастроительного оборудования, мы полагаем, что будущее бизнеса компании, а также ее финансовое положение в значительной мере зависят от российской авиационной промышленности и перспектив ее будущего развития.

Авиационная промышленность

В 2005г. российские авиакомпании перевезли порядка 35 млн. пассажиров, из которых 16 млн. (45,7%) приходились на международные полеты, а остальные 19 млн. (54,3%) – на межрегиональные

полеты в пределах территории России. Годовой рост пассажиропотока в 2005г. составил 3,9%. К концу 2005 рост международного пассажиропотока был равен 6,6% год-к-году, в то время как межрегиональный пассажиропоток превзошел показатель прошлого года лишь на 1,8%.

Мы полагаем, что наиболее значительной угрозой для бизнеса российских авиакомпаний является возможное расширение деятельности ведущих зарубежных авиакомпаний, начавшееся в 2003г., и последующий рост конкуренции. В соответствии с оценками Аэрофлота, ведущие зарубежные авиакомпании в 2005г. перевезли порядка 7,3 млн. пассажиров, таким образом, доля зарубежных авиакомпаний в пассажиропотоке 2005г. оценивается равной 17,3%. Более того, доля зарубежных авиаперевозчиков более значительна по показателю международного пассажиропотока, в этом случае она составляет порядка 31,3% пассажиропотока, обслуженном российскими и иностранными авиакомпаниями совместно в 2005г.

Рост пассажиропотока, обслуженного иностранными авиакомпаниями, составил 13,0% (на 6,3% выше, чем рост российских авиакомпаний). В то же время увеличение доли рынка зарубежных авиакомпаний не является значительным: она увеличилась лишь на 1,2% с 30,2% в 2004г., до 31,5% – в 2005г.

Мы полагаем, что дальнейший рост международного пассажиропотока, который будет обслужен зарубежными компаниями в ближайшие годы, ограничен, так как большинство пассажиров зарубежных авиакомпаний являются иностранными гражданами и, таким образом, дальнейший рост может быть вызван, главным образом, увеличением их миграции.

В то же время, мы полагаем, дальнейший рост продаж российских авиакомпаний будет соответствовать улучшениям размера располагаемых доходов. Так, если бы располагаемые доходы росли быстро в ближайшие годы, тогда население могло бы себе позволить больше дорогих трат, включая авиационные перелеты.

Рост пассажиропотока должен соответствовать увеличению флота, используемого российскими авиакомпаниями. Таким образом, дальнейшее расширение деятельности требует инвестирования значительных средств для целей увеличения флота российских компаний.

Существующий флот, который эксплуатируется российскими авиакомпаниями, приведен в таблице ниже.

ФЛОТ РОССИЙСКИХ АВИАКОМПАНИЙ*					
Модель	Самолеты		Модель	Самолеты	
	зарегистрировано	эксплуатируется		зарегистрировано	эксплуатируется
Ил-96-300	14	14	Boeing-737	29	25
Ил-86	63	46	Boeing-747	6	6
Ил-62	67	43	Boeing-757	13	13
Ту-214	8	8	Boeing-767	19	19
Ту-204-300	4	3	Airbus-310	6	6
Ту-204	15	9	Airbus-319	8	8
Ту-154b	149	71	Airbus-320	7	7
Ту-154m	204	180	Airbus-321	3	3
Ту-134	223	162	DC-10	4	4
Як-42	92	68	GL-604	1	1
Як-40	265	138	Falcon-20	5	2
Ан-24	207	121	Falcon-50	1	1
Ил-18	11	1	Falcon-900	1	1
Ан-74	30	18	другие	31	30
Итого	1 353	882	Итого	116	108

*за исключением грузового флота

Источник: ФАВТ

26 декабря 2006г. ОАК объявила собственные оценки потребностей в дополнительном флоте. Корпорация ожидает, что российские и зарубежные авиакомпании закажут порядка 600 новых самолетов к 2015г. суммарной стоимостью около 20 млрд. долл. Для того, чтобы достичь анонсированного роста, ОАК намерена получить значительную государственную поддержку. В то же время еще не определено, в каком виде государственная поддержка будет получена.

Прогнозный выпуск к 2015г.			
Модель	Каталожная цена	ожидаемый выпуск	
		2007-2012гг.	
		количество	млрд. долл.
Сухой Superjet (SSJ)	26	440	11.4
Ан-140*	10	177	1.77
Ан-148*	25	170	4.25
Ан-38*	5	155	0.78
Ту-204/214	45	140	6.3
Ил -96-400	90	28	2.52
Ан-124*	n/a	2	n/a
Итого		1,112	27.02
итого за вычетом маломоторных и грузовых самолетов		608	20.22

* маломоторные и грузовые самолеты Источник: ОАК, деловая газета «Ведомости»

Выполнение плана ОАК требует инвестирования значительных средств для обеспечения необходимой производственной базы авиастроительных заводов, объединенных ОАК. Как показано на таблице выше, Сухой Superjet и Ту-204/214 совместно обеспечивают порядка 88% от стоимости выпуска пассажирских самолетов, ожидаемого ОАК. В то же время согласно оценкам ФЛК, ни ЗАО «Гражданские самолеты Сухого», ни «КАПО» (обеспечивающие поставки SSJ и Ту-204/214) не обеспечены оборудованием, необходимым для запуска серийного производства. Таким образом, ожидается, что авиастроительные заводы ОАК получат в лизинг необходимое оборудование до начала серийного производства.

ЛИЗИНГ АВИАСТРОИТЕЛЬНОГО ОБОРУДОВАНИЯ

В настоящее время доля сегмента авиастроительного оборудования российского рынка лизинга незначительна. Рейтинговое Агентство Эксперт оценивало долю лизинга авиастроительного оборудования как 1% от суммарной стоимости российского рынка лизинга в 2006г.

ФЛК прогнозирует, что стоимость авиастроительного оборудования, которое должно быть передано в лизинг авиастроительным заводам в 2007-2013гг. должна составить 644,9 млн. долл. Учитывая оценки ФЛК, мы полагаем, что сегмент авиастроительного оборудования российского рынка лизинга может увеличиться с 1% в 2005 до 4-5% в 2013г.

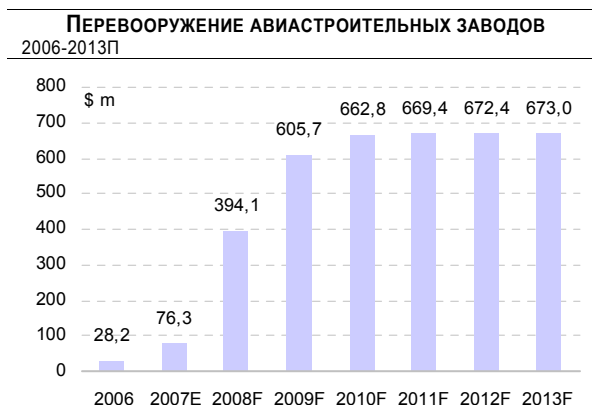
Таблица ниже показывает соглашения ФЛК на лизинг авиастроительного оборудования, ожидаемые в 2007г.

Лизингополучатель	Оборудование	ПЕРЕДАЧА В ЛИЗИНГ	СРОК ЛИЗИНГА, ЛЕТ	Поставщик	Стоимость оборудования, млн. долл.
ВАСО	сварочное, сборочное, гальваническое и технологическое оборудование	2007-2010	5	[Германия, Франция, Швейцария]	67.2
Авиастар СП	сварочное, сборочное, гальваническое и технологическое оборудование	2008-2009	5	[Германия, Франция, Швейцария, Чехия]	85.1
КАПО	сварочное, сборочное, гальваническое и технологическое оборудование	2007-2013	5	[Германия, Франция, Швейцария, США]	48.7
Гражданские самолеты Сухого	металлообрабатывающее, гальваническое и сборочное оборудование	2008-2009	5	[Евросоюз]	119.1
Пермский моторный завод	металлообрабатывающее, гальваническое и сборочное оборудование	2008-2010	5	[Германия]	282.8
Авиакор	технологическое оборудование	2008	5	[Германия, Франция, Швейцария]	42.0

Источник: ФЛК

ФЛК намерена стать эксклюзивным лизингодателем для авиастроительных заводов ОАК: ожидается, что ФЛК должна заключить соглашения с дочерними компаниями ОАК на лизинг авиастроительного оборудования суммарной стоимостью 240 млн. долл. ФЛК оценивает рост рынка авиастроительного оборудования на уровне 57,4% в 2006-2013гг.

Следующий рисунок показывает рост сегмента лизинга авиастроительного оборудования российского лизингового рынка в 2006-2013гг.

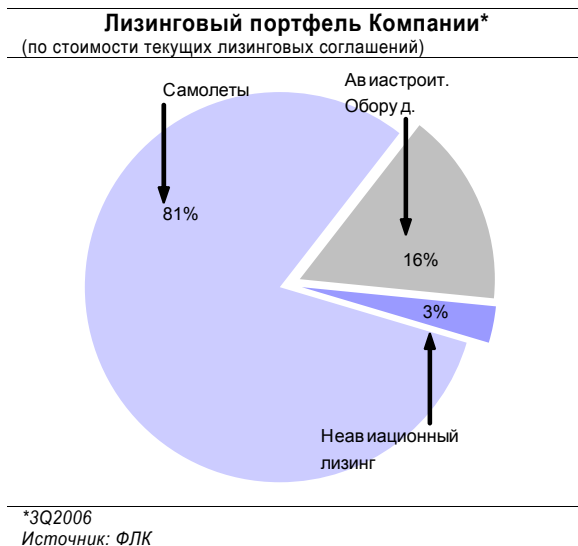


Источник: ФЛК

В результате, мы полагаем, что развитие российской экономики может способствовать росту российского авиационного рынка, увеличивая спрос на новые самолеты. Мы считаем, что увеличение выпуска самолетов является ключевым фактором для рынка авиастроительного оборудования: поскольку большинство российских авиастроительных заводов не оснащено оборудованием, необходимым для запуска серийного производства, это требует значительных капитальных затрат для финансирования программы модернизации производства. В результате, ожидается, что стоимость оборудования, переданного в лизинг авиастроительным заводам должна составить до 673 млн. долл. к 2013г.

Операционная деятельность

ФЛК управляет диверсифицированным лизинговым портфелем, но, являясь Правительственным агентом, главным образом концентрируется на лизинге самолетов, который обеспечивает порядка 85% выручки Компании и составляет около 90% стоимости текущего лизингового портфеля. Учитывая стоимость соглашений на лизинг авиастроительного оборудования, доля авиационных активов (самолеты и авиастроительное оборудование) в текущем лизинговом портфеле составляет порядка 97%.



Портфель лизинга авиастроительного оборудования Компании включает соглашения на лизинг станков для ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» и сумма минимальных лизинговых платежей, причитающихся к получению, в соответствии с соглашениями составляет 51,9 млн. долл. (без учета НДС). Портфель неавиационного лизинга, главным образом, состоит из соглашений на лизинг судов и оборудования с суммой минимальных лизинговых платежей, равной приблизительно 9,3 млн. долл. (без учета НДС).

Будущая бизнес-модель ФЛК в значительной степени зависит от функций, которые будут выполняться Компанией в ОАК.

ФЛК выделяет два главных направления лизинга, необходимых для обеспечения деятельности ОАК, которые включают: (а) предоставления самолетов в лизинг клиентам (российским и зарубежным авиакомпаниям), (б) предоставление в лизинг авиастроительного оборудования для авиастроительных заводов, объединенных ОАК. Таким образом, мы полагаем, что ФЛК, очевидно, будет выполнять или одну из функций, указанных выше, или даже две из них. ФЛК прогнозирует в качестве наиболее вероятного сценария, тот, который предполагает лизинг авиастроительного оборудования в качестве ключевого бизнеса Компании в группе ОАК.

Компания намерена предоставить в лизинг авиастроительное оборудование суммарной стоимостью 644,9 млн. долл. в 2007-2013гг.

Следующий рисунок показывает ожидаемый график передачи в лизинг авиастроительного оборудования.



Стоит заметить, ожидаемые сроки соглашений на лизинг авиастроительного оборудования обычно меньше, чем на лизинг самолетов: в то время как соглашения на лизинг оборудования предусматривают средний срок 3-5 лет, обычные сроки соглашений на лизинг самолетов составляют 10 лет и более. Более того, лизинг оборудования обеспечивает более высокую рентабельность: ожидаемые соглашения на лизинг оборудования предусматривают среднюю процентную ставку 15% годовых против 7,4-8,0% предоставляемых лизингом самолетов. Таким образом, мы считаем, увеличение доли лизинга авиастроительного оборудования улучшит рентабельность Компании и обеспечит финансовую гибкость посредством снижения средней срочности лизингового портфеля.

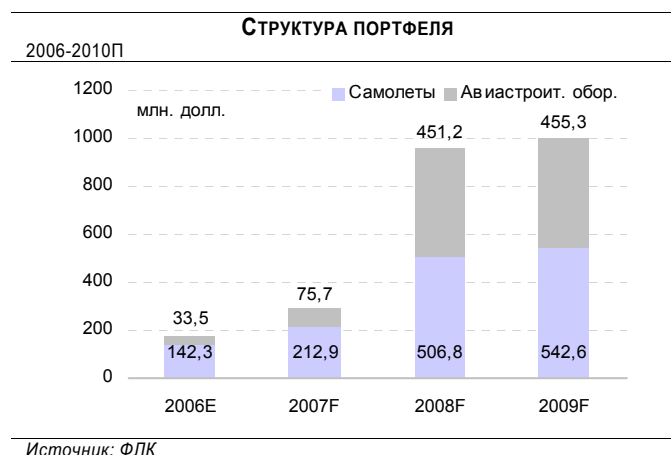
Тем не менее, ФЛК намерена сохранить существующий портфель лизинга самолетов и заключить несколько новых соглашений.

Таблица ниже содержит прогнозные соглашения на лизинг самолетов.

Модель	количество самолетов	цена \$ м	Получатели	Поставка
АН-140	2	17.5	АК Якутия	2008
ТУ-214/204	15	532.4	Красэйр, Дальавиа, [Саудовская Аравия]	2007-2010
ИЛ-114	6	69.9	АК Северсталь, Волга-Днепр	2007-2009
ИТОГО	23	619.8		

Источник: ФЛК

Несмотря на увеличение стоимости лизинга самолетов, ФЛК намерена диверсифицировать портфель между самолетами и авиастроительным оборудованием: как показано на рисунке ниже, ФЛК ожидает, что доля авиастроительного оборудования в лизинговом портфеле увеличится с 16% в 2006г. до 45% в 2010г.



Источник: ФЛК

Мы считаем, что ожидаемый рост доли авиастроительного оборудования в портфеле Компании является позитивным фактором для кредитного качества Компании. Мы полагаем, это может увеличить рентабельность Компании вследствие роста средней лизинговой ставки до 11,2%.

Финансы

ФЛК готовит финансовую отчетность в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) с 2004г.

По состоянию на январь 2006 были доступны следующие финансовые отчеты:

- Полный комплект финансовой отчетности за 2005г., подготовленный в соответствии с требованиями МСФО (включая данные за 2004г.), аудированный «HLB Внешаудит»
- неаудированная отчетность, подготовленная в соответствии с Российскими стандартами бухгалтерского учета (РСБУ), за 3 кв. 2006г.

Несмотря на значительные различия между РСБУ и МСФО, которые, в частности, включают различные требования к оценке и признанию сумм, подлежащих получению по лизинговым соглашениям, мы составили приблизительный МСФО-баланс на основании РСБУ отчетности за 3 кв. 2006г. и пояснений Компании. Аудированная отчетность за 2006г. ожидается к концу 2 кв. 2007.

Ключевые финансовые показатели Компании за 2004, 2005 и 3 кв. 2006гг. представлены в таблице ниже.

\$ t	2004	2005	2006E*
P&L			
Выручка	56 169	74 616	90 000
Операционные расходы	51 339	69 322	83 430
Операционная прибыль	4 830	5 294	6 570
EBITDA	5 358	5 908	7 330
Выплата процентов	89	30	33
Прибыль до налогообложения	4 741	5 264	6 537
Налог на прибыль	1 300	1 377	1 732
Чистая прибыль	3 441	3 887	4 805
Балансовый отчет			
Активы	226 841	372 150	574 839
Внеоборотные активы	91 564	114 254	258 587
Незавершенное строительство	26 013	14 420	80 672
Лизинговые платежи к получению (долгосрочные)	54 359	87 175	177 915
Текущие активы	135 277	257 896	316 252
Инвестиции	11 386	28 643	52 123
Лизинговые платежи к получению (краткосрочные)	9 788	21 390	13 133
Выданные займы	25 116	24 967	45 433
Дебиторская задолженность	82 679	75 807	65 689
Денежные средства и эквиваленты	1 566	107 085	136 851
ПАССИВ	226 841	372 150	574 839
Капитал	114 028	136 720	265 173
Долгосрочные обязательства	52 874	71 498	73 997
Долгосрочный долг	50 935	68 263	63 088
Краткосрочные обязательства	59 939	163 932	235 669
Кредиторская задолженность, в т.ч.:	59 873	163 890	223 624
Краткосрочный долг	28 872	43 799	91 629
Валовый Долг	79 807	112 062	154 717
Чистый Долг	78 241	4 977	17 866
Суммарные лизинговые платежи к получению (без учета элемента процентов)	64 147	108 565	191 048

* допущения на основе отчетности за 2006г. по РСБУ

Источник: ФЛК

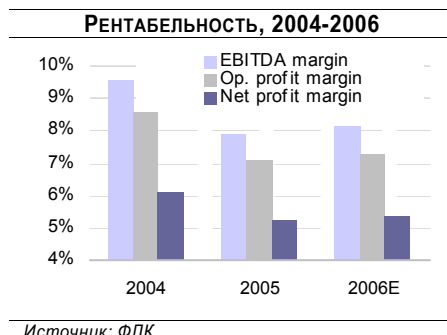
Выручка и рентабельность

Выручка ФЛК в 2005г. Выросла на 32,7% до 74,6 млн. долл. главным образом за счет увеличения лизингового портфеля. В 2005г. ФЛК передала в лизинг 2 Ту-214, что обеспечило порядка 5 млн. долл. прироста выручки. Остальной рост был обеспечен передачей в лизинг как авиастроительного, так и неавиационного оборудования.

В 2006г. ФЛК передала в лизинг Ту-214 и Ан-140 и продолжила увеличение лизингового портфеля авиастроительного оборудования. Таким образом, мы ожидаем дальнейшего роста выручки и полагаем, что выручка 2006г. должна увеличиться, по меньшей мере, на 20% до 90 млн. долл.

EBITDA в 2005г. составила 5,9 млн. долл., увеличившись на 0,5 млн. долл. в сравнении с показателем 2004г. Рентабельность по EBITDA составила 7,9% в сравнении с 9,5% – в 2004г. Мы полагаем, снижение рентабельности по EBITDA в 2005г. было обусловлено, главным образом, увеличением стои-

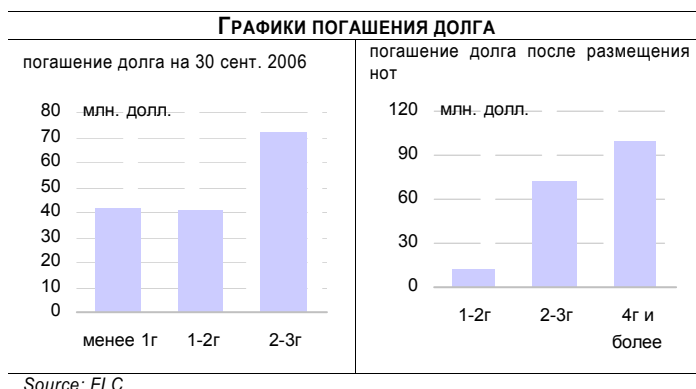
мости имущества, переданного в лизинг. Мы считаем, что Компания увеличила рентабельность по EBITDA в 2006г. до 8,1% благодаря увеличению средней ставки лизингового портфеля.



Долг

В 2005г. долг Компании составил 112 млн. долл. и вырос на 40% в сравнении 79,8 млн. долл. в 2004г. В то же время чистый долг (валовый долг уменьшенный на денежные средства) на конец 2005 был равен лишь 5 млн. долл. Как указано в аудиторском примечании №22 краткосрочный долг и краткосрочная часть долгосрочного долга составляли 43,8 млн. долл. и 28.8 млн. долл. в 2005 и 2004гг. соответственно. На конец 2006г. сумма долга увеличилась на 38% до 154,7 млн. долл. в сравнении с показателем 2005г.

График погашения долга ФЛК до и после размещения нот показан на графике ниже

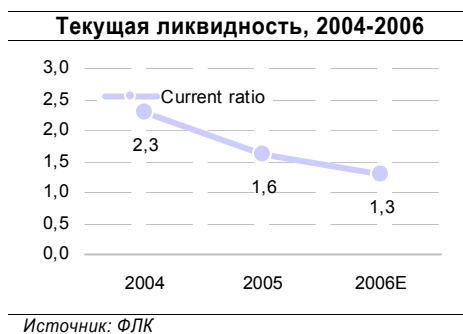


Перечень основных кредиторов Компании включает:

- Сбербанк
- МДМ-Банк
- Еврофинанс-Моснарбанк
- АК-Барс Банк
- Банк Союз

ФЛК имеет безопасное процентное покрытие: мы оцениваем коэф. EBIT/Процентные расходы (за минусом капитализированных процентов) в 2006 на уровне 222х, что выше уровня 2005г.: 176х.

Коэффициент текущей ликвидности Компании составлял 1,3х в 2006г., снизившись с уровня 1,7х в 2005г. за счет роста статьи баланса «кредиторская задолженность».



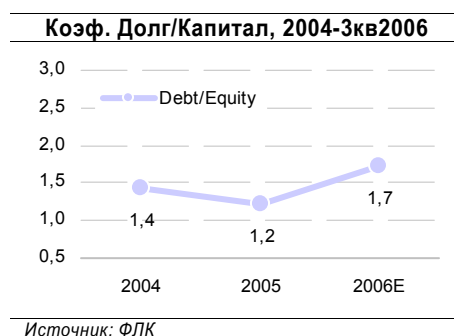
Активы

Активы ФЛК, главным образом, включают:

- Стоимость переданного в лизинг имущества (Статья баланса «Суммы, подлежащие получению по текущим лизинговым соглашениям»), которые составляли 28%, 29%, 33% от суммарной стоимости активов и были равны 64,1; 108,6; 191,0 млн. долл. в 2004, 2005 и 2006г. соответственно.
- часть стоимости имущества, которое должно быть передано в лизинг по существующим лизинговым соглашениям, но еще не передана лизингополучателю (статьи баланса: «Дебиторская задолженность и авансы выданные», «Незавершенное строительство»), которые составляли порядка 48%, 24%, и 26,1% от суммарной стоимости активов и были равны 108,7; 90,2; 149,4 млн. долл. в 2004, 2005 и 2006г. соответственно.
- денежные средства и выданные краткосрочные займы, которые в сумме составляли 182,3 млн. долл. или около 32% суммарной стоимости активов. Мы полагаем, выданные краткосрочные займы, которые составляли 45,4 млн. долл. на конец 2006г. могут обеспечить дополнительную ликвидность в случае необходимости, т.к. большую часть указанной суммы составляли краткосрочные займы с погашением через 6-8 мес.

Собственный Капитал

На 2006 собственный капитал Компании составлял 262,2 млн. долл. и представлял около 46% суммарной стоимости активов Компании в сравнении с 37% долей активов Компании – на декабрь 2005г.



Структура капитала Компании была, главным образом, представлена уставным капиталом, который обеспечивал около 97% стоимости собственного капитала Компании на конец 2006г.

Компания получила поступления в 23 млн. долл. в 2005, 112 млн. долл. в 2006 и 120 млн. долл. в 2007г. от выпуска и размещения дополнительных акций. ФЛК ожидает, что дополнительные выпуски акций будут размещены среди существующих акционеров в 2008 и 2009гг. на равные суммы в 200 млн. долл. в каждом из указанных периодов.

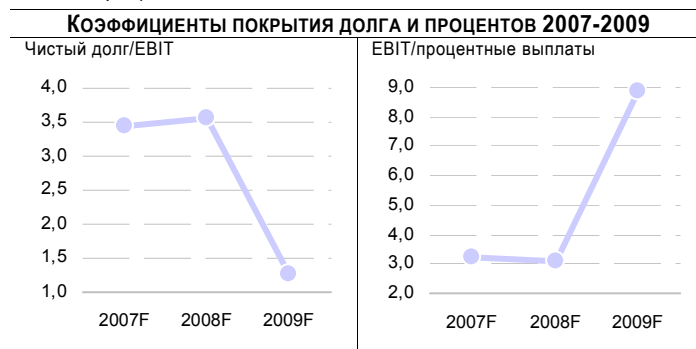
Прогнозы

Мы построили финансовую модель Компании для прогноза результатов 2007-2009гг. Наша модель основана на следующих допущениях:

- Мы полагаем, что лизинг авиастроительного оборудования будет основным бизнесом Компании в группе ОАК. Однако мы ожидаем, что Компания сохранит текущий лизинговый портфель и заключит несколько лизинговых соглашений на лизинг самолетов.
- Наша финансовая модель не учитывает активы, обязательства и результаты неавиационного бизнес-сегмента Компании из-за незначительного влияния, которое он оказывает на финансовые показатели Компании.

Учитывая результаты нашей финансовой модели, мы ожидаем, что выручка ФЛК будет расти в среднем на 39% в год, главным образом, за счет увеличения стоимости лизинга авиастроительного оборудования. Поскольку соглашения на лизинг авиастроительного оборудования обычно предполагают более высокие процентные ставки, чем соглашения на лизинг самолетов, увеличение доли авиастроительного оборудования в лизинговом портфеле ФЛК должно усилить рентабельность Компании: мы ожидаем рентабельность по EBIT и рентабельность по чистой прибыли в 2009г. на уровне 41% и 17,7% соответственно.

Учитывая прогнозируемое увеличение чистого долга Компании, мы предполагаем следующие коэффициенты покрытия долга и процентов в 2007-2009гг.



Источник: ФЛК

ФЛК имеет значительное прогнозируемое долговое и процентное покрытие в 2007-2009гг.: коэффициент Чистый долг/EBIT, вероятно, не превысит 1,3х, а коэффициент EBIT/Процентные выплаты, вероятно, снизится ниже 8,9х соответственно, свидетельствуя об умеренной долговой нагрузке.

Приложение

Финансовый Прогноз

Основные допущения			
	2007П	2008П	2009П
ставка налога на имущество, %	2,2	2,2	2,2
Стоимость авиастроительного оборудования, переданного в лизинг, млн. долл.	48,2	437,3	92,1
Стоимость самолетов, переданных в лизинг, млн. долл.	131,3	370,2	118,4
Средняя эффективная ставка лизингового портфеля	9,7%	14,1%	13,8%
Поступления от дополнительных эмиссий акций, млн. долл.	120	200	200

	млн. долл.		
Прогнозные финансовые показатели	2007П	2008П	2009П
Отчет о прибылях и убытках			
Выручка	97,6	296,2	342,4
Операционные расходы			
стоимость имущества, переданного в лизинг	66,7	138,1	170,6
затраты на персонал	3,5	4,4	5,5
другие расходы	7,6	23,3	21,8
ЕВІТ	19,7	130,4	144,5
расходы на проценты	6,1	42,5	16,3
налог на прибыль	3,6	23,3	34,0
чистая прибыль	10,0	64,6	94,2

Балансовый отчет			
<i>Актив</i>			
Лизинговые платежи к получению	288,6	958,0	997,8
НДС по приобретенным ценностям	25,8	117,8	94,1
<i>Пассив</i>			
Собственный Капитал	369,6	634,3	928,5
Чистый долг	68,0	464,0	181,1
Авансы полученные	18,2	119,0	123,8

Отчет о движении денежных средств			
Чистая прибыль	10,0	64,6	94,2
Элемент долга полученных лизинговых платежей	66,7	138,1	170,6
Увеличение авансов полученных (увеличение) НДС по приобретенным ценностям	7,2	100,8	4,8
	(14,8)	(92,0)	23,7
Операционный денежный поток	69,2	211,5	293,4

Стоимость имущества, переданного в лизинг			
Самолеты	131,3	370,2	118,4
Авиастроительное оборудование	48,2	437,3	92,1
Итого капвложения	179,5	807,5	210,5

Свободный денежный поток	(110,3)	(596,7)	82,9
--------------------------	---------	---------	------

Эмиссия акций	100	200	200
Рост/(Снижение) чистого долга	10,3	396,0	(282,9)
Чистый долг на начало года	57,7	68,0	464,0
Чистый долг на конец года	68,0	464,0	181,1

Контактная информация

119180 Москва, ул. Большая Полянка, д. 47, стр. 1

www.kapital-ig.ru

Bloomberg: KAPG <GO>

тел.: +7 (495) 748 87 38

факс.: +7 (495) 748 87 38

Департамент инвестиционно-банковских услуг

Заместитель руководителя департамента

Начальник Управления рынков долгового капитала

Дмитрий Булавин

bulavin@kapital-ig.ru

Синдикация

Степан Ермолкин

ermolkin@kapital-ig.ru

Кредитный анализ

Кирилл Сычев

sychev@kapital-ig.ru

Кирилл Носов

kirill.nosov@kapital-ig.ru

Департамент торговых операций

Начальник департамента

Андрей Зайцев

trading@kapital-ig.ru

Начальник отдела долговых операций

Константин Святный

fidesk@kapital-ig.ru

Отдел долговых операций

Вадим Никитин

vadim.nikitin@kapital-ig.ru

Владислав Григорьев

vladislav.grigorjev@kapital-ig.ru

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал был подготовлен специалистами департамента инвестиционно-банковских услуг ООО «Инвестиционная компания «КапиталЪ» (далее – «Компания»). 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 специалистов департамента инвестиционно-банковских услуг. 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. Компания и ее сотрудники не несут 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 Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.

Компания, ее сотрудники и аффилированные лица могут в некоторых случаях покупать, продавать (иметь короткие или длинные позиции) или держать ценные бумаги эмитентов, упомянутых в материале. Компания также может периодически выступать в качестве инвестиционного консультанта компаний, информация о которых содержится в данной публикации, либо предлагать свои услуги в сфере инвестиционного консалтинга этим компаниям.

Компания 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.

Компания обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.