

## НА ПРЕДЕЛЬНОЙ ВЫСОТЕ ДОХОДНОСТИ

### ГС СУХОГО ВОЗВРАЩАЕТ ЗАЕМ В РЫНОК

Привлекательная возможность во втором эшелоне. В настоящее время продолжается вторичное размещение выпуска облигаций **Гражданские самолеты Сухого-1**, общий объем которого составляет 5 млрд руб. Напомним, что в рамках оферты по данной бумаге, состоявшейся в конце сентября нынешнего года, эмитент выкупил приблизительно 54% от объема эмиссии, для чего компания привлекла кредитную линию банка ВТБ с лимитом выдачи 4,8 млрд руб. Ориентир организаторов по доходности выпуска к оферте 28 сентября 2010 г. составляет 13% (индикативная цена переразмещения равна 101,69% от номинала, ставка купона – 15%). Комплексно подходу к оценке кредитных рисков ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» (ГСС), мы в целом с оптимизмом оцениваем возможности компании по обслуживанию и рефинансированию долговых обязательств. По нашему мнению, предлагаемая эмитентом доходность достаточно привлекательна с точки зрения relative value среди бумаг эмитентов с кредитным рейтингом уровня «BB» (см. диаграмму доходностей на стр. 4). Отметим, что выпуск **Гражданские самолеты Сухого-1** включен в список прямого РЕПО ЦБ.

**Стратегически важная компания, контролируемая государством...** Компания «Гражданские самолеты Сухого» (ГСС) входит в состав холдинга «Сухой», который, в свою очередь, является частью Объединенной авиастроительной корпорации (ОАК). Основное направление деятельности ГСС – конструирование и производство гражданских самолетов, а также их продажа и послепродажное обслуживание. Компания контролируется государством (75% минус 1 акция). Стратегическим инвестором и финансовым партнером ГСС является крупная итальянская авиастроительная корпорация Alenia Aeronautica (25% плюс 1 акция). В настоящее время основным проектом ГСС является организация серийного производства среднемагистральных авиалайнеров семейства Sukhoi Superjet 100 (SSJ 100), призванных заменить сильно устаревший российский самолетный парк. Модель привлекла повышенный интерес ряда иностранных авиаперевозчиков, многие из которых уже сделали заказы на самолет. Стратегическая важность деятельности ГСС для государства бесспорна (прежде всего в силу уникальности проекта SSJ 100) и подтверждается систематической финансовой поддержкой в виде бюджетных вливаний в капитал и кредитных ресурсов, предоставляемых госбанками (Сбербанком, ВЭБом и ВТБ).

**... что определяет высокий кредитный рейтинг.** ГСС присвоен высокий (всего на две ступени ниже инвестиционного уровня) кредитный рейтинг – «BB» по версии Fitch (прогноз по рейтингу «негативный»). Последний раз агентство подтвердило рейтинг компании на данном уровне в августе нынешнего года. Кредитный рейтинг ГСС соответствует рейтингу Fitch таких эмитентов как, например, ММК, Ак Барс, Сибур, Еврохим и на одну ступень превышает рейтинги АФК «Система», Альфа-Банка и МДМ-Банка. При этом в настоящий момент кредитный профиль ГСС как отдельной компании крайне слаб: согласно отчетности по МСФО в 2008 г. и I полугодии 2009 г. эмитент получил символическую выручку и отрицательный операционный денежный поток (см. финансовую таблицу на стр. 2), при том что совокупный финансовый долг ГСС на конец I полугодия 2009 г. составлял 833 млн долл. Впрочем, это вполне естественно – пока не начнется серийное производство SSJ 100 (предположительно в 2010 г.), серьезные денежные потоки у ГСС

## ВТОРИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

### Информация о выпуске

Эмитент	ЗАО "Гражданские самолеты Сухого"
Кредитный рейтинг	Fitch: BB
Серия облигаций	Гражданские самолеты Сухого-1
Объем	5 млрд руб.
Дата погашения	26 марта 2017 г.
Оферта	28 сентября 2010 г.
Купон	Полугодовой
Ориентир по доходности	УТР 13% (цена переразмещения) 101,69% от номинала +НКД)
Дата и метод размещения	Со 2 по 17 декабря 2009 г., в режиме РПС

**ГСС пользуется систематической  
 финансовой поддержкой  
 государства**

### У ГСС высокий кредитный рейтинг

#### Международные кредитные рейтинги эмитентов

Эмитент	S&P	Moody's	Fitch
Ак Барс Банк	-	Ba3	BB
<b>ГСС</b>	-	-	<b>BB</b>
Иркут	-	Ba2	-
МДМ-Банк	B+	Ba2	BB-
ММК	BB	Ba3	BB
Сибур	-	Ba2	BB
АФК-Система	BB	B1	BB-
ТрансКредитБанк	BB	Ba1	-
Х5	BB-	-	-

Источники: Reuters

**ГС СУХОГО ВОЗВРАЩАЕТ ЗАЕМ В РЫНОК**

не сформируются. Fitch ожидает, что в течение ближайших трех лет компания не будет приносить доход, а присваивая эмитенту столь высокий кредитный рейтинг, агентство исходило из значительного долгосрочного потенциала формирования денежных потоков, которым обладает бизнес-модель ГСС. Разумеется, при оценке кредитного риска ГСС Fitch учитывало в числе наиболее существенных положительных факторов структуру акционерного капитала эмитента и предполагало, что государство продолжит осуществлять взносы в капитал компании и оказывать поддержку в привлечении ею нового финансирования.

**Кредитный профиль ГСС как отдельной компании пока крайне слаб**

Основные финансовые показатели ГСС по МСФО, тыс. долл.

	2007	2008	I n/r 09	I n/r 08	Изм. за год, %
Выручка	624	5 956	241	299	(19,4)
ЕБИТДА	4 875	(40 080)	(23 532)	(32 050)	(26,6)
Чистая прибыль	3 622	(114 713)	(56 701)	(30 958)	83,2
Операционный денежный поток	6 721	(45 749)	(105 029)	(67 402)	55,8
					<b>Изм. за год, %</b>
Совокупный долг	575 562	819 156	833 498	-	1,8
<i>Краткосрочный долг</i>	98 075	376 767	362 840	-	(3,7)
<i>Денежные средства</i>	102 681	34 369	31 256	-	(9,1)
Чистый долг	472 881	784 787	802 242	-	2,2
Собственный капитал	5 495	(92 455)	39 040	-	(142,2)
Активы	675 303	859 826	964 862	-	12,2
<i>Коэффициенты</i>					
Норма ЕБИТДА, %	7,8	отр.	отр.	отр.	
ЕБИТДА/Финанс. Расх	5,6	отр.	отр.	отр.	
Долг/ЕБИТДА	118,1	отр.	отр.	-	
Чистый долг/ЕБИТДА	97,0	отр.	отр.	-	
Долг/Собственный капитал	104,7	отр.	21,3	-	

Источники: ГСС, оценки УРАЛСИБа

**Внушительный портфель твердых заказов...** В настоящий момент портфель твердых заказов на SSJ 100 составляет 122 самолета, или 3,66 млрд долл. в денежном эквиваленте (исходя из текущих каталожных цен). Примерно 70% заказов приходится на российские компании, 30% – на западные. В числе крупнейших российских заказчиков Аэрофлот и Авиализинг, среди западных – Kartika Airlines, Italy Airlines. Помимо этого, ГСС располагает 66 заказами-опционами на сумму 1,98 млрд долл. и 32 договорами о намерениях с такими компаниями как Газпромавиа, Сахалинские авиатрассы, Malev и Gadair. Отметим, что подписанными контрактами предусмотрены авансовые платежи, как правило, составляющие 10–15 % от цены самолета, причем Газпромавиа, например, оплачивает 40%, Авиализинг – 100%.

**... но сроки поставки первых самолетов продолжают отодвигаться.** Летные испытания SSJ 100 уже вышли на финишную прямую. На завершающем этапе находятся и монтажно-сборочные работы по первым серийным самолетам, которые будут поставлены стартовым заказчиком – авиакомпаниям «Аэрофлот» и «Армавиа» (13 серийных воздушных судов находятся на различной стадии производства). В то же время необходимо отметить, что поставка первых самолетов постоянно переносится на все более поздние сроки. Изначально Аэрофлот должен был получить первый SSJ в III квартале 2008 г., но в июле 2008 г. производитель уведомил заказчика, что поставки начнутся не ранее ноября 2009 г. По информации из открытых источников, поставки SSJ 100 заказчиком едва ли начнутся ранее конца I квартала 2010 г., что ГСС объясняет задержками с сертификацией двигателя и нарушением сроков поставок силовой установки. Отметим, что условиями контрактов предусмотрены

**Портфель твердых заказов на SSJ100 составляет 122 самолета или 3,66 млрд долл. в денежном эквиваленте.**

**ГС СУХОГО ВОЗВРАЩАЕТ ЗАЕМ В РЫНОК**

штрафные санкции по отношению к ГСС за задержки поставок, однако пока (по информации компании) основные покупатели, соглашаясь на отсрочку, ими не воспользовались.

**Всестороннее сотрудничество с западными партнерами.** Консультантом проекта SSJ 100 выступает лидер мирового самолетостроения Boeing Commercial Airplanes. Всего в проекте принимают участие более 30 ведущих компаний – поставщиков систем и комплектующих. Так, двигатели для SSJ 100 поставляются совместным предприятием Snecma и НПО Сатурн, авионика – Thales, системы управления и жизнеобеспечения – Liebherr и т.д. Основным финансовым партнером ГСС среди западных компаний является ее стратегический акционер, Alenia Aeronautica, которая внесла в капитал эмитента 183 млн долл. В начале 2010 г. Alenia предоставит ГСС заем на сумму 109 млн долл., а также примет участие в доэмиссии акций компании, намеченной на конец нынешнего года (ее дополнительный вклад в капитал ГСС составит 18,2 млн долл.). Присутствие в капитале ГСС сильного иностранного акционера облегчает компании доступ к привлечению финансирования у западных банков и переговоры с иностранными кредиторами. Согласно информации, предоставленной нам компанией, по состоянию на декабрь 2009 г. на кредиты иностранных банков приходится около 30% от ее общего долгового портфеля. В число кредиторов компании входят такие финансовые организации, как ЕБРР, ЕБР и Интеза. Отметим, что в нынешнем году ГСС нарушила ковенанты по кредиту ЕБРР на 100 млн евро, но сумела договориться с банком об отмене его досрочного погашения.

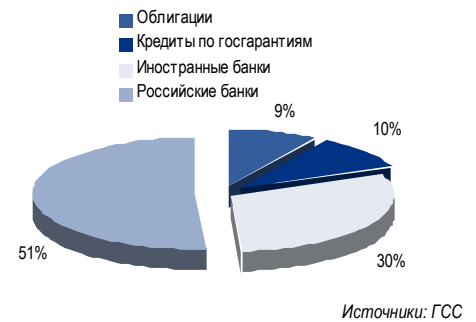
**Относительно мягкий график погашения задолженности.** По информации компании, основанной на предварительной неаудированной отчетности по МСФО за 9 месяцев 2009 г., общий финансовый долг ГСС на 1 октября 2009 г. составлял около 1 млрд долл. (+21% к уровню I полугодия 2009 г.). График погашения долговых обязательств ГСС представляется нам сравнительно благоприятным. В 2010 г. компании предстоит погасить/рефинансировать долговые обязательства на сумму 92 млн долл., в 2011 г. – 212 млн долл. Значительная часть долга эмитента (378 млн долл.) подлежит погашению уже после 2015 г.

**Господдержка – определяющий фактор кредитоспособности ГСС...** В целом мы с оптимизмом оцениваем возможности ГСС по обслуживанию и рефинансированию своего долгового портфеля. В 2009–2010 гг. компания получит от государства дополнительное финансирование на сумму 3,6 млрд руб. в рамках государственного контракта (в 2009 г. ей уже было предоставлено 2,3 млрд руб.); помимо этого, государство предоставит эмитенту дополнительное финансирование в виде новых вложений в уставный капитал через АХК «Сухой» – 54,6 млн. долл. (средства будут перечислены в конце декабря 2009 г.). Господдержка выражается также в готовности госбанков предоставлять ГСС кредитные ресурсы – в частности, у компании существует долгосрочная договоренность с ВТБ о всесторонней финансовой поддержке, которая сыграла свою роль во время предыдущей оферты по выпуску облигаций эмитента.

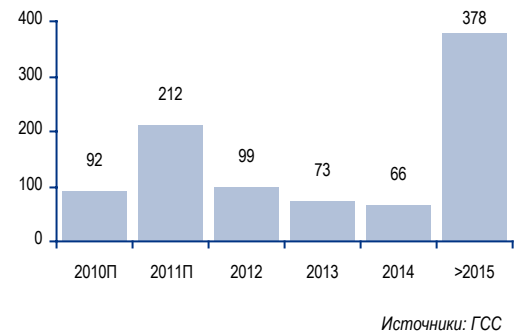
**... и один из основных кредитных рисков для эмитента.** По нашему мнению, поддержка со стороны акционеров, которая в настоящий момент выступает главным фактором платежеспособности ГСС, одновременно является одним из наиболее существенных кредитных рисков эмитента. К числу этих рисков, по нашему мнению, относятся.

- ❖ **Сильная зависимость от поддержки со стороны акционеров.** Не ставя под сомнение важность реализуемого ГСС проекта, мы считаем, что при развитии событий по новому экономическому стресс-сценарию эмитент едва ли окажется в первых рядах компаний, поддерживаемых государством.

**Западные банки – крупные кредиторы ГСС**  
 Структура долга по типу кредиторов, декабрь 2009 г.



**Плавный график погашения долга**  
 График погашения долга, млн долл.

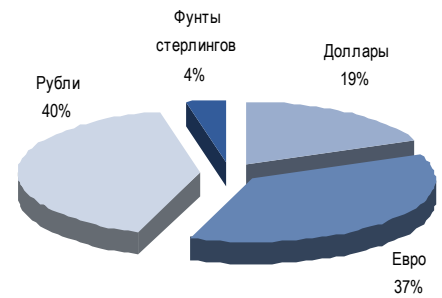


**ГС СУХОГО ВОЗВРАЩАЕТ ЗАЕМ В РЫНОК**

- ✦ **Дальнейшие задержки с запуском серийного производства SSJ 100.** Денежные потоки ГСС напрямую зависят от сроков запуска серийного производства SSJ 100. Кроме того, мы полагаем, что лояльность партнеров к компании вряд ли будет безграничной – в случае дальнейших задержек с поставками ГСС может столкнуться с необходимостью исполнять штрафные санкции, предусмотренные контрактами.
- ✦ **Валютные риски.** Все контракты компании заключены в долларах США, тогда как доля долларовых займов в структуре ее долгового портфеля составляет лишь 19%. Основная часть финансового долга эмитента представлена заимствованиями в рублях (40%) и евро (37%). По информации ГСС, в настоящее время компания не хеджирует валютные риски, но, признавая их, активно ищет подходящие решения.

**Валютные риски пока актуальны**

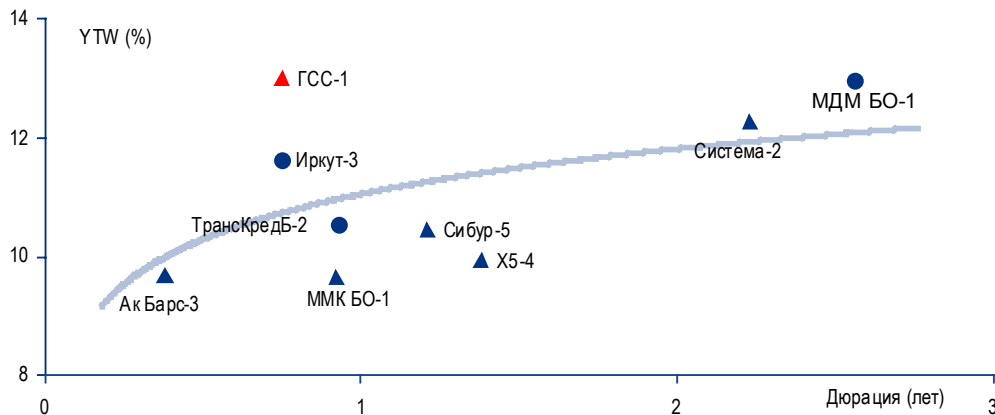
Валютная структура долга, декабрь 2009 г.



Источники: ГСС

**ГСС-1 - привлекательный выбор с точки зрения relative value**

Доходности рублевых облигаций эмитентов с рейтингами уровня "BB / BB-"



\* Все котировки на 14 декабря 2009 г.  
 Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

# Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента  
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

## Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока  
Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, ст. вице-президент, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

## Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, вице-президент, samojlova@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovane@uralsib.ru  
Галина Гудыма, гл. специалист, gud\_gi@uralsib.ru  
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore\_vv@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

# Аналитическое управление

Руководитель управления  
Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru  
Надежда Мырскова, myr\_nv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Экономика

Владимир Тихомиров, tih\_vi@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru  
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

### Редактирование/полиграфия/перевод

**Нефть и газ**  
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru  
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

**Энергетика**  
Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

**Металлургия/Горнодобывающая промышленность**  
Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru  
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  
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

**Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт**  
Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

**Потребительский сектор/Недвижимость**  
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 2009