

Новый выпуск ЮТэйр БО-1

ПРЕМИИ МОЖЕТ НЕ ХВАТИТЬ

Доходность высокая, но есть достойные альтернативы. В настоящее время продолжается формирование книги заявок по размещению выпуска **ЮТэйр-Финанс БО-1** объемом 1,5 млрд руб. (его параметры приводятся в таблице справа). Средства привлекаются эмитентом для рефинансирования текущей задолженности на более выгодных условиях. Выпуск будет торговаться к погашению через три года, оферта по нему не предусмотрена. Планируется включение облигаций в котировальный список «А1» ММВБ, однако рассчитывать на включение выпуска в ломбардный список ЦБ РФ (как и в список РЕПО, который ЦБ намерен сокращать), едва ли следует. Ориентир организаторов по доходности находится в диапазоне УТМ 13,10–13,65% (купон – 12,5–13,0%). Обращающиеся облигации авиакомпаний (**ЮТэйр-Финанс-3** УТМ11,3% @ декабрь 2010 г., **Трансаэро-1** УТР10,9% @ ноябрь 2010 г. и реструктурированный выпуск **АК Сибирь-1** УТР18,8% @ май 2010 г.) представляют «короткий» сегмент рублевого рынка. Предложенная доходность по **ЮТэйр-Финанс БО-1** предполагает премию в размере 300–355 б.п. к кривой Мечела, облигации которого являются наиболее доходными бумагами второго эшелона на горизонте 2,5–3 лет. Обе компании отличает высокая долговая нагрузка, однако если в секторе металлургии заметно восстановление, которое уже в нынешнем году позволит компаниям снизить леввередж до умеренных уровней, то в секторе авиаперевозок такого пока не наблюдается. Если рассчитывать на возможную помощь государства (ЮТэйр входит в список системообразующих предприятий РФ), а также поддержку со стороны Сургутнефтегаза (по некоторым данным, 75,64% акций ЮТэйра принадлежит структурам, аффилированным с этой нефтяной компанией), то премия в размере 300–355 б.п. к бумагам Мечела может компенсировать разницу в кредитном качестве между компаниями. В противном случае склонным к риску инвесторам, на наш взгляд, выгоднее будет приобрести облигации **ЧТПЗ БО-1** (УТР 14,97% @ декабрь 2011 г.) и амортизационный выпуск **ЛенСпецСМУ-1** (УТМ 16,55% @ декабрь 2012 г.).

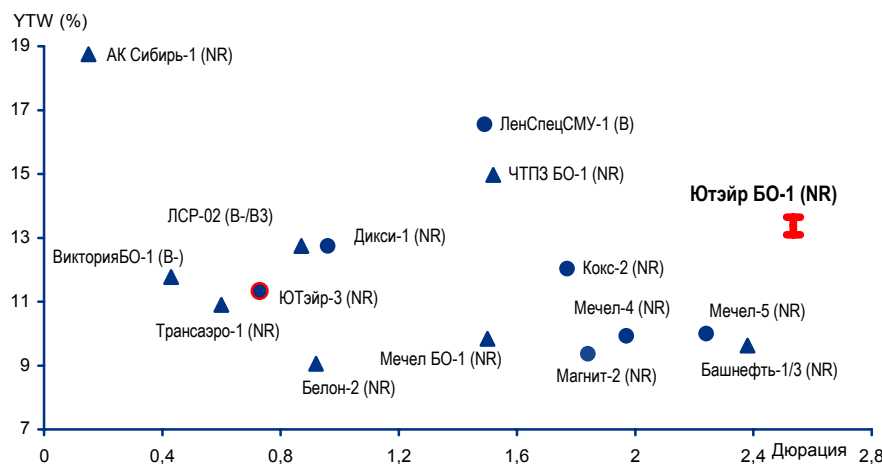
ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Информация о выпуске

Эмитент	ООО "ЮТэйр-Финанс"
Основной поручитель	ОАО "Авиакомпания "ЮТэйр"
Серия облигаций	ЮТэйр-Финанс БО-1
Объем	1,5 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Нет
Купон	Квартальный
Торговый список ММВБ	А1 (планируется)
Ориентир по доходности	УТМ 13,10 - 13,65%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги заявок	26 марта 2010 г.
Дата размещения на ММВБ	30 марта 2010 г.

Премии может не хватить

Ликвидные выпуски эмитентов третьего эшелона
и наиболее доходные выпуски эмитентов второго эшелона



*Котировки по состоянию на 16 марта 2010 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

ПРЕМИИ МОЖЕТ НЕ ХВАТИТЬ

Четвертое место в России по объему пассажирских авиаперевозок.

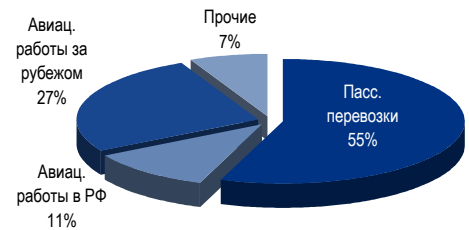
Авиакомпания «ЮТэйр» занимает четвертое место в России по объему пассажирских перевозок (по итогам 2009 г. перевезено 3,9 млн пассажиров) после Аэрофлота (8,8 млн), АК «Сибирь» (5,6 млн) и Трансаэро (5 млн). Помимо этого, компания является одним из крупнейших в мире операторов вертолетной техники. Вертолетные перевозки осуществляются на территории РФ и 11 иностранных государств, в том числе по контрактам на обслуживание миссии ООН в странах Африки и Азии. Крупными клиентами ЮТэйр являются компании нефтегазового сектора, ведущие добычу на севере России, в частности, Сургутнефтегаз и дочерние компании Газпромнефти, Роснефти, Башнефти. Третьим видом деятельности ЮТэйра являются различные авиационные сервисы, в частности ремонт и техническое обслуживание воздушных судов, аэропортовая деятельность. Авиапарк компании насчитывает 159 самолетов и 219 вертолетов. Недостаток с точки зрения инвесторов – непрозрачная структура собственности ЮТэйр (по неофициальным данным, 75,64% акций компании принадлежит структурам, аффилированным с Сургутнефтегазом). Акции ЮТэйр котируются на российских (ММВБ, РТС) и зарубежных площадках (ADR на внебиржевых рынках Нью-Йорка, Франкфурта и Берлина).

Компания наращивает объемы пассажирских перевозок. Основу бизнеса ЮТэйр составляют пассажирские перевозки, на которые по итогам девяти месяцев 2009 г. пришлось 55% выручки ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр» (здесь и далее приводятся данные отчетности по РСБУ поручителя по займу, так как консолидированная отчетность группы по МСФО была в последний раз представлена за I полугодие 2008 г.) против 60,8% по итогам 2008 г. Еще 38% пришлось на авиационные работы в РФ и за рубежом. Несмотря на то что сектор авиаперевозок серьезно пострадал в результате экономического спада (в 2009 г. количество перевезенных пассажиров снизилось на 9,4% по сравнению с 2008 г., вернувшись к уровню 2007 г. (45,1 млн), авиакомпания «ЮТэйр» в 2009 г. сумела увеличить объем пассажирских перевозок на 10%. Более того, за январь–февраль прирост составил 73% относительно соответствующего периода прошлого года, что было достигнуто в первую очередь за счет снижения без ущерба для рентабельности (норма EBITDA по итогам 9 месяцев 2009 г. составила 14,9% против 7,7% в 2008 г.), поскольку компанией был принят ряд мер по ее поддержанию. Более того, по итогам 9 месяцев 2009 г. компания получила чистую прибыль в размере 277 млн руб. несмотря на убыток в 148 млн руб. в I квартале этого года.

Вертолетный сегмент оказал серьезную поддержку рентабельности в кризисный период. Чтобы поддержать рентабельность, компания предприняла оптимизацию маршрутной сетки, для чего, в частности, ввела рейсы по новым маршрутам и отказалась от низкорентабельных направлений. Однако наиболее существенный вклад в повышение рентабельности EBITDA внес вертолетный сегмент. Стоимость контрактов с ООН зафиксирована в долларах, и в период ослабления рубля увеличившаяся выручка от данного сегмента позволила компании компенсировать эффект от снижения тарифов на пассажирские перевозки. Однако эффект от изменения курсов валют в настоящее время уже исчерпан, и компания едва ли сможет и дальше увеличивать пассажирооборот за счет низких тарифов без ущерба для рентабельности. Кроме того, процент занятости пассажирских кресел у ЮТэйр самый низкий (69,8% в январе 2010 г.) среди первой пятерки российских авиакомпаний.

Высокая долговая нагрузка, но хорошая кредитная история. Хотя в течение прошлого года долговая нагрузка компании снижалась на фоне роста рентабельности бизнеса, она остается достаточно

**Основа бизнеса -
пассажирские перевозки**
Структура выручки за 9 мес. 2009 г. по РСБУ



Источники: ЮТэйр

ПРЕМИИ МОЖЕТ НЕ ХВАТИТЬ

существенной – отношение Долг/ЕБИТДА равно 3,8. Тем не менее в краткосрочной перспективе финансовый профиль компании выглядит неплохо. Доля краткосрочного долга составляет 17%, и он с запасом покрывается заработанной за год ЕБИТДА (см. таблицу). По заявлению компании, средства, привлекаемые путем выпуска облигаций, будут направлены на рефинансирование текущей задолженности на более выгодных условиях. Это означает, что, во-первых, долг компании увеличиваться не будет, а во-вторых, в кризисный период компании удалось привлечь финансирование (раз в настоящее время она рассчитывает снизить стоимость заимствований), хотя кредитные рынки для компаний третьего эшелона были практически закрыты. Последнее предположение подтверждается и тем фактом, что, в отличие от ряда авиакомпаний, представленных на рынке облигаций (КД Авиа, ЭйрЮнион, АК Сибирь), ЮТэйр в срок и в полном объеме исполняет свои обязательства. В сумму долга, указанную в таблице, не включен выпуск ЮТэйр-Финанс-3 (так как юридически он привлечен через ООО «ЮТэйр-Финанс»), который должен быть погашен в декабре этого года. По нашим оценкам, после исполнения оферт в обращении могут находиться облигации на сумму около 1,5 млрд руб., что эквивалентно объему зарегистрированного выпуска ЮТэйр-Финанс БО-2, с которым компания, вероятно, выйдет на рынок в случае удачного размещения первого выпуска биржевых облигаций.

Тем не менее общий объем долга ЮТэйр (18,5 млрд руб.) является внушительным, что делает компанию в долгосрочной перспективе сильно зависимой от рефинансирования, особенно если, как мы предполагаем, ей не удастся избежать снижения рентабельности в дальнейшем в борьбе за увеличение пассажиропотока.

**Финансовый профиль улучшается,
однако пока остается рисковым**

Ключевые финансовые показатели ЮТэйр, млн руб.

	МСФО		РСБУ		
	2007	1 п/г 08	1 п/г 08	2008	9М2009
Выручка	23 250	13 413	12 609	32 994	24 662
ЕБИДА	2 435	1 631	1 131	2 528	3 664
Чистая прибыль	553	252	48	76	277
Совокупный долг	9 144	15 974	13 798	16 894	18 540
<i>Краткосрочный долг</i>	4 310	9 482	2 170	3 127	3 200
<i>Денежные средства</i>	237	462	164	138	96
Чистый долг	8 907	15 512	13 634	16 756	18 444
Собственный капитал	4 313	4 669	2 111	1 993	2 288
Активы	17 440	27 279	21 142	23 403	25 838
<i>Коэффициенты</i>					
Норма ЕБИДА (%)	10,5	12,2	9,0	7,7	14,9
ЕБИДА/Фин. расходы	3,0	3,3	2,2	2,4	2,4
Долг/ЕБИДА	3,8	5,5	6,1	6,7	3,8
Чистый долг/ЕБИДА	3,7	5,4	6,0	6,6	3,8
Долг/Собств. капитал	2,1	3,4	6,5	8,5	8,1

Источники: данные компании, 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 Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, 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 Мырсикова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@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, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@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
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@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

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, 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 2010