

БРЕНД, ПРОВЕРЕННЫЙ ГОДАМИ РАЗМЕЩЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ 2-й СЕРИИ

Производная кредитного риска АФК «Система». Продолжается формирование книги заявок на приобретение облигаций Интурист второй серии. Параметры выпуска приведены в таблице справа. Средства привлекаются эмитентом для рефинансирования долгового портфеля. Интурист достаточно хорошо известен на публичном рынке долгового капитала. Компания входит в состав бизнес-блока «Потребительские активы» АФК «Система» (ВВ/Вз3/ВВ-), которая является ее контролирующим акционером с долей 66,2%. Остальные акции компании (33,8%) принадлежат правительству Москвы. Текущий автономный кредитный профиль заемщика выглядит открыто и ненадежно: на конец 2009 г. коэффициент Чистый долг/OIBDA превышал 16. В сущности, кредитный риск Интуриста, по нашему мнению, представляет собой производную риска АФК «Система», а кредитоспособность компании определяется акционерной поддержкой, которой пока было достаточно для исполнения эмитентом долговых обязательств. Совсем недавно (21 апреля 2010 г.) компания успешно погасила дебютный облигационный выпуск **Интурист-1** объемом 1 млрд руб.

Выпуск может быть привлекателен для инвесторов, придерживающихся стратегии buy-and-hold. Мы считаем целесообразным оценивать привлекательность новых облигаций Интуриста в сравнении с долговыми инструментами прочих дочерних компаний АФК «Система», а также выпусками самого холдинга. Премия по доходности в размере 500–600 б.п. к облигациям материнской структуры, складывающаяся на основе нынешних ориентиров по выпуску **Интурист-2**, представляется нам довольно щедрой компенсацией за кредитный риск эмитента. В то же время очевидным минусом с точки зрения рынка является «неломбардность» бумаг Интуриста. Мы опасаемся также, что ликвидность выпуска на вторичном рынке будет низкой, как это было в случае с облигациями первой серии. В связи с этим новые облигации Интуриста, по нашему мнению, могут скорее представлять интерес как инвестиция buy-and-hold для инвесторов, которые верят в поддержку компании со стороны акционеров. В этом контексте уместно напомнить и о готовящихся займах другой «дочки» Системы – Ситроникса (NR/ВЗ/В-). Автономный кредитный профиль эмитента, как и у Интуриста, выглядит рискованным, однако наличие у Ситроникса рейтинга должно обеспечить включение его облигаций в список РЕПО ЦБ.

Премия к Системе выглядит довольно щедро Облигации АФК "Системы" и ее дочерних компаний



* Котировки по состоянию на 30 апреля

Источники: ММВБ, УРАЛСИБ

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО ВАО "Интурист"
Выпуски	Серия 02
Рейтинги эмитента	Отсутствуют
Общий объем	2 млрд руб.
Купон	Полугодовой
Срок обращения	3 года
Оферта	2 года
Ориентир ставки купона	13,00-14,00%
Ориентир по доходности	УТР 13,42 - 14,49%
Тип размещения	Книга заявок
Закрытие книги	11 мая 2010 г.
Дата размещения на ММВБ	13 мая 2010 г.

Слабые автономные кредитные метрики

Ключевые финансовые показатели Интуриста

US GAAP, млн долл. (неаудир.)	2007	2008	2009	Изм. за год, %
Выручка	374,0	615,6	399,7	(35,1)
OIBDA	28,0	37,7	7,8	(79,3)
Чистая прибыль	16,1	1,2	(13,5)	(1225,0)
Инвестиции	-	13,3	19,0	42,9
Совокупный долг*	132,4	147,3	148,7	1,0
Краткосрочный долг	-	6,7	104,8	1464,2
Денежные средства	-	19,8	21,1	6,6
Чистый долг	-	127,5	127,6	0,1
Собственный капитал	-	264,2	226,7	(14,2)
Активы	558,8	554,8	519,3	(6,4)
Коэффициенты				
Норма OIBDA, %	7,5	6,1	2,0	
OIBDA/Проц.расх.	-	3,8	0,8	
Долг/OIBDA	4,7	3,9	19,1	
Чистый долг/OIBDA	-	3,4	16,4	
Долг/Собственный капитал	-	0,6	0,7	

* С учетом вексельного долга

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

БРЕНД, ПРОВЕРЕННЫЙ ГОДАМИ

Вертикально интегрированный туристический холдинг. ВАО «Интурист» – компания с длительной историей, берущей начало в 1929 г. В ходе приватизации 90-х годов принадлежащие компании объекты инфраструктуры (гостиницы и автобазы) были приватизированы отдельно от туроператорского и сопутствующего бизнеса который был сохранен в ВАО «Интурист». В 1994 г. ВАО «Интурист» вошел в состав инвестиционного холдинга АФК «Система». Новый акционер осуществил ряд крупных сделок по приобретению активов с их последующей консолидацией на балансе компании. Сегодня Группа компаний «Интурист» представляет собой крупнейший в России вертикально интегрированный туристический холдинг, в состав которого входит управляющая и холдинговая компания ВАО «Интурист» и три бизнес-дивизиона: туроператорская деятельность (ОАО «НТК Интурист»), розничные продажи турпродукта (ОАО «Интурист Магазин путешествий») и гостиничный бизнес (ОАО «Интурист Отель Групп»). Стратегия группы предполагает вертикальную интеграцию всех сегментов и достижение максимальной синергии для повышения эффективности деятельности и усиления рыночных позиций компании.

Туроператорская деятельность – основа доходов Интуриста. Бизнес-направление «туроперирование» Интуриста работает во всех туристических сегментах: въездном, выездном и внутреннем. Офисы компании расположены в девяти крупнейших городах России. Туроперирование является ключевым направлением деятельности Интуриста, которое по итогам 2009 г. принесло эмитенту 82% консолидированной выручки. Правда, вклад данного сегмента в OIBDA компании был достаточно скромным – 37%. Гостиничный бизнес Интуриста обеспечивает туроператорскому сегменту доступ к номерному фонду. В 2009 г. его доля в консолидированной выручке составила всего 14%, зато вклад в OIBDA составил внушительные 63%. В настоящее время Интурист управляет 12 гостиницами в России и за рубежом с общим номерным фондом 2 778 номеров, принадлежащими как самой компании, так и сторонним собственникам. Основные активы в собственности Интуриста – московские гостиницы «Космос» и «Пекин». Вклад третьего бизнес-дивизиона Интуриста (розничные продажи турпродукта) в его финансовый результат пока незначителен (4% консолидированной выручки группы и нулевой показатель OIBDA по итогам 2009 г.). Интурист располагает сетью собственных и франчайзинговых турагентств, насчитывающей 425 точек продаж во всех регионах России.

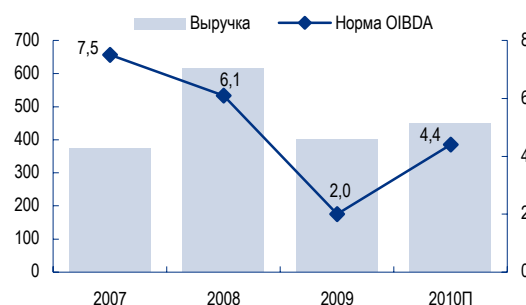
Экономический спад сильно ударил по деятельности компании. В 2009 г. экономический спад, затронувший и отрасль туризма, привел к существенному ухудшению финансовых показателей Интуриста. В условиях снижения спроса на туруслуги и сокращения средней стоимости туров объем годовой выручки Интуриста по итогам 2009 г., согласно консолидированной неаудированной отчетности эмитента по US GAAP, упал на 35% относительно уровня 2008 г. (до 399,7 млн долл.), а показатель OIBDA снизился на 79% до 7,8 млн долл., что повлекло за собой снижение нормы OIBDA на 4,1 п.п. до 2%. Добавим, что на уровне операционной прибыли компания получила по итогам 2009 г. убыток в размере 1,2 млн долл. против прибыли 30,8 млн долл. в 2008 г. Совокупный финансовый долг эмитента за 2009 г. практически не изменился и на конец года составлял почти 149 млн долл. (147 млн долл. в конце 2008 г.), однако в условиях существенного сокращения денежных потоков долговая нагрузка Интуриста,

Туроперирование - основа доходов
Структура выручки Интуриста по сегментам в 2009 г.



Источники: данные компании

Кризис сильно ударил по компании
Динамика выручки и нормы OIBDA Интуриста



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

БРЕНД, ПРОВЕРЕННЫЙ ГОДАМИ

выраженная отношением Чистый долг/OIBDA, по состоянию на конец 2009 г. подскочила до 16,4 против 3,4 в конце 2008 г.

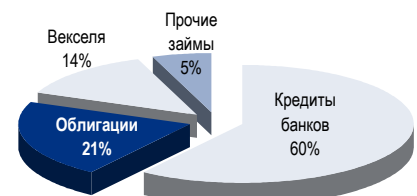
Весь долг краткосрочный... В меморандуме к размещению облигаций компания раскрывает структуру своего долгового портфеля по состоянию на 31 марта 2010 г.: общий объем долга эмитента составлял 156,7 млн долл (рост на 5,4% с конца 2009 г.) и практически в полном объеме (около 92%) был сформирован краткосрочными займами. Основная часть задолженности на конец I квартала приходилась на банковские кредиты: 93,5 млн долл. (или 60% совокупного портфеля), самый крупный из которых – синдицированный кредит консорциума западных банков (HSBC, Райффайзенбанк и Commerzbank) в размере 44,7 млн долл. с датой погашения 31 мая 2010 г. Второе место по объему предоставленных компании кредитов занимает Сбербанк с кредитом в 11,2 млн долл., подлежащим погашению в конце 2010 г. Портфель банковских кредитов Интуриста включает в себя также кредиты связанных сторон, общая сумма которых на 31 марта составляла 21,3 млн долл. На долю облигационного займа **Интурист-1** (1 млрд руб) приходилось порядка 21% в общем кредитном портфеле эмитента на конец I квартала 2010 г. Данный заем был успешно погашен компанией 21 апреля.

...но источники рефинансирования есть. Мы предполагаем, что для погашения облигационного займа первой серии компанией были привлечены кредитные ресурсы в Сбербанке (в инвестиционном меморандуме эмитент сообщает о наличии у него кредитных договоренностей со Сбербанком в общей сложности почти на 75 млн долл.). Теоретически, с учетом договоренностей компании со Сбербанком и средств, привлекаемых путем размещения нового облигационного займа (около 68 млн долл.), Интурист в состоянии решить все проблемы рефинансирования своего кредитного портфеля. При этом мы полагаем, что задолженность компании перед связанными сторонами (21,3 млрд долл.), подлежащая погашению в 2010 г., с большой долей вероятности может быть пролонгирована. В связи с этим имеет смысл напомнить о недавних заявлениях руководства АФК «Система» о готовности холдинга финансировать свои дочерние компании посредством инвестиций в их капитал, что в перспективе может означать для Интуриста увеличение уставного капитала.

Сильная акционерная структура – ключевая составляющая кредитного профиля Интуриста. Наличие у Интуриста сильных акционеров является (по крайней мере в настоящий момент) ключевым элементом поддержки кредитоспособности эмитента и, как мы считаем, обеспечивает компании доступ к рынку долгового финансирования, несмотря на ее откровенно слабый автономный кредитный профиль. Помимо контроля над компанией со стороны АФК «Система» (ВВ/Ваз/ВВ-), вторым основным акционером Интуриста является правительство Москвы с долей 33,8%. Мы предполагаем, что присутствие правительства Москвы в составе акционеров Интуриста сыграло не последнюю роль в достижении компанией кредитных договоренностей со Сбербанком.

Прогнозы компании оптимистичны... На фоне восстановления туристического рынка в условиях общего подъема экономики, Интурист прогнозирует существенное улучшение финансовых результатов в нынешнем году: рост выручки на 12% относительно 2009 г. и увеличение OIBDA более чем в 2,5 раза – до 19,7 млн долл. К концу 2010 г. компания намерена сократить свою долговую нагрузку

Банки - главные кредиторы Структура долга Интуриста на 31.03.2010 г.



Источники: данные компании

БРЕНД, ПРОВЕРЕННЫЙ ГОДАМИ

до 110 млн долл. в абсолютном выражении (-26% к уровню конца 2009 г.), а в терминах Долг/OIBDA – до 5,6. По состоянию на конец 2012 г. Интурист прогнозирует свой долговой портфель в объеме 83 млн долл. и коэффициент Долг/OIBDA на уровне 1,6. Как ожидает компания, по итогам 2012 г. ее рентабельность по OIBDA достигнет 7,3% (в 2010 г. эмитент прогнозирует данный показатель на уровне 4,4%).

... **но оставляют вопросы.** Прогнозы компании, безусловно, выглядят оптимистическими, однако у нас нет ясного представления о том, за счет каких источников эмитент намерен в 2010 г. сократить долговой портфель почти на 40 млн долл., при том что прогноз OIBDA по итогам года довольно скромно – 19,7 млн долл., а Интурист намерен в нынешнем году потратить 28,7 млн долл. на инвестиции (на 35% больше чем в 2009 г.). В 2010 г. основной объем инвестиций (25,6 млн долл.) предполагается направить на строительство двух гостиниц (в Италии и на Алтае). Исходя из представленного компанией прогноза по динамике основных показателей (см. таблицу справа), можно предположить, что в нынешнем году эмитент планирует продать некоторые свои активы и направить вырученные средства на сокращение долговой нагрузки. Однако до настоящего момента ни сам эмитент, ни АФК «Система» не выступали с публичными заявлениями о готовящихся или даже возможных сделках по продаже активов Интуриста. В числе прочих, теоретических, перспектив Интуриста упомянем возможность создания совместного предприятия со вторым по величине туроператором Великобритании – компанией Thomas Cook. По информации руководства АФК «Система», переговоры об этом продолжаются, однако пока неясно, какие формы сотрудничества обсуждают компании.

Прогнозы довольно оптимистические

Прогноз ключевых финансовых показателей Интуриста

US GAAP, млн долл.	2009	2010П	2011П	2012П
Выручка	399,7	448,9	578,0	695,3
OIBDA	7,8	19,7	39,0	50,6
Инвестиции	19,0	28,7	5,3	-
Совокупный долг	148,7	110,2	97,7	83,0
<i>Краткосрочный долг</i>	<i>104,8</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Собственный капитал	226,7	200,3	210,6	222,4
Активы	519,3	424,0	434,9	439,3
Коэффициенты				
Норма OIBDA, %	2,0	4,4	6,7	7,3
Долг/OIBDA	19,1	5,6	2,5	1,6
Долг/Собственный капитал	0,7	0,6	0,5	0,4

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 Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpoavaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdvd@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, khrovann@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
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, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevdm@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 Курпьянова, kurpiyanovaa@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