

### SSJ-100 СКОРО ДОЛЖЕН ПОЛЕТЕТЬ

#### Компания размещает биржевые облигации на 3 млрд руб.

**Новый выпуск с годовой офертой.** ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» (ГСС) в пятницу намерено разместить второй выпуск облигаций на 3 млрд руб. Согласно проспекту эмиссии средства привлекаются на рефинансирование задолженности и финансирование текущей деятельности. По выпуску предусмотрена оферта через один год, что в последнее время нетипично для новых размещений. Ориентир по ставке купона – 8,0–8,5%. Рейтинг эмитента на уровне «BB» позволяет включить выпуск в ломбардный лист и список РЕПО ЦБ.

**Подконтрольный государству стратегический актив...** 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, в частности семейства «Сухой Суперджет-100» (SSJ-100), а также их продажа на азиатском рынке. Компания контролируется государством (75% минус одна акция). Стратегический инвестор и финансовый партнер ГСС – крупная итальянская авиастроительная корпорация Alenia Aeronautica (25% плюс одна акция). Совместно с последней была создана компания SuperJet International (SJI) (49% у ГСС, 51% у Alenia Aeronautica, которая будет заниматься маркетингом и продажей самолетов SSJ-100 на западных рынках, а также осуществлять их послепродажное обслуживание (изначально предполагалось, что послепродажное обслуживание будет в ведении ГСС, но впоследствии эти функции были переданы SJI – по-видимому, в обмен на взнос Alenia Aeronautica в уставный капитал ГСС). Программа разработки и серийного производства среднемагистральных авиалайнеров данного семейства включена в федеральную целевую программу «Развитие гражданской авиации в 2000–2010 гг.». Это давало государству основания для регулярной поддержки ГСС с момента создания компании.

**...который оно регулярно поддерживает.** Поддержка государства выражается во взносах в капитал, предоставлении грантов и регулярном кредитовании ГСС крупнейшими госбанками (Сбербанком, ВЭБом и ВТБ). В 2008 и 2009 гг. компания получила от государства гранты на общую сумму 48 млн долл. и 101 млн долл. соответственно, а в I полугодии 2010 г. – еще на 8,5 млн долл. На кредиты со стороны госбанков и прочих госструктур приходится 54% совокупного портфеля ГСС (по состоянию на 1 декабря 2010 г.). Кроме того, первый выпуск облигаций ГСС-1 на 5 млрд руб. выпускался под гарантию холдинговой компании, ОАО «Авиационная холдинговая компания «Сухой». Предоставленная господдержка, а также стратегическая важность проекта SSJ-100 для России позволила агентству Fitch, несмотря на крайне слабый на текущий момент финансовый профиль ГСС, присвоить компании кредитный рейтинг «BB», прогноз по которому в сентябре нынешнего года был изменен со «Стабильного» на «Позитивный».

#### Информация о выпуске

Эмитент	ЗАО "ГСС"
Кредитный рейтинг	Fitch: BB / позитивный
Серии облигаций	Б0-01
Объем	3 млрд руб.
Дата размещения	24 декабря 2010 г.
Срок обращения	3 года
Купон	полугодовой
Оферта	1 год
Закрытие книги заявок	22 декабря 2010 г.
Ориентир по ставке купона	8,0-8,5% (УТР 8,16-8,68%)

**Портфель твердых заказов – 150 самолетов.** На декабрь 2010 г. портфель твердых заказов на SSJ-100 составляет 150 самолетов, что в денежном эквиваленте равняется порядка 3,8 млрд долл. Крупнейшими заказчиками среди российских компаний являются Аэрофлот и Авиализинг (ФЛК), западных – Kartika Airlines, Aravia. Помимо этого, ГСС располагает 53 заказами-опционами на сумму около 1,3 млрд долл. от таких компаний, как Газпромавиа и Orient Thai. Кроме того, в проект вовлечены более 30 ведущих компаний – поставщиков систем и комплектующих. Консультантом проекта SSJ-100 выступает лидер мирового самолетостроения Boeing Commercial Airplanes. Двигатели для SSJ 100 поставляются совместным предприятием Snecma и НПО «Сатурн», авионика – Thales, системы управления и жизнеобеспечения – Liebherr и т.д. Масштабное участие иностранных компаний позволило привлечь к финансированию такие крупные международные финансовые институты, как ЕБРР, Inteza, ЕАБР.

**Компания остается убыточной на операционном уровне.** Собственный финансовый профиль ГСС пока очень слабый (см. таблицу ниже), поскольку серийное производство SSJ-100 до сих пор не начато. Выручка, получаемая в счет предоплаты поставок лайнеров, ничтожна по сравнению с издержками, по причине чего с 2008 г. компания является убыточной на операционном уровне. Фактически она сейчас функционирует за счет взносов акционеров в капитал и заемных средств. И учитывая, что серийное производство еще не начато, вряд ли ГСС выйдет на положительную EBITDA в течение ближайших пары лет.

### Убыточна на операционном уровне

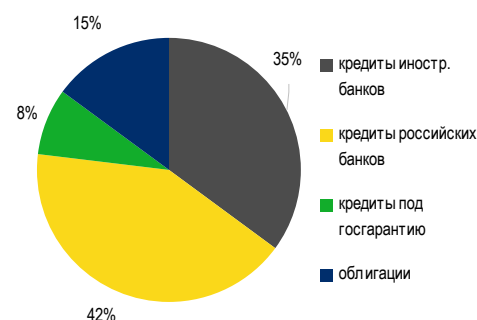
Основные финансовые показатели ГСС по МСФО, тыс долл.

	2007	2008	2009	6 мес.10	6 мес.09
Выручка	624	5 956	7 202	1 485	241
ЕБИТДА	4 875	(40 080)	(59 871)	(16 108)	(23 532)
Чистая прибыль	3 622	(114 713)	(91 167)	(6 088)	(56 701)
Операционный денежный поток	6 721	(45 749)	(137 306)	(123 597)	(105 029)
Совокупный долг	575 562	819 156	797 046	933 240	833 498
Краткосрочный долг	98 075	376 767	232 431	567 128	362 840
Денежные средства	102 681	34 369	31 370	23 466	31 256
Чистый долг	472 881	784 787	765 676	909 774	802 242
Собственный капитал	5 495	(92 455)	77 284	84 764	39 040
Активы	675 303	859 826	1 126 419	1 151 448	964 862
<i>Кэффициенты</i>					
Норма ЕБИТДА, %	7,8	отр.	отр.	отр.	отр.
ЕБИТДА/Процентные расходы	5,6	отр.	отр.	отр.	отр.
Долг/ЕБИТДА	118,1	отр.	отр.	отр.	отр.
Чистый долг/ЕБИТДА	97,0	отр.	отр.	отр.	отр.
Долг/Собственный капитал	104,7	отр.	10,3	11,0	21,3

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

### Широкая база кредиторов

Структура кредитного портфеля ГСС на 1 декабря 2010 г.



Источники: данные компании

**Срок поставок готовых лайнеров постоянно отодвигается, теперь поставки ожидаются в начале следующего года.** Компания обещала начать поставки SSJ-100 покупателям еще в 2008 г., но сроки постоянно отодвигались. Официально объявленная причина задержки – отсутствие сертификата для двигателя, который до сих пор еще не получен. Согласно информации, приведенной в материалах к размещению, все проблемы компания намерена разрешить уже в нынешнем году, а в феврале-марте начать поставки первых серийных самолетов. Несмотря на то что это все равно нарушает условия ряда контрактов с заказчиками, ГСС рассчитывает, что ей удастся избежать штрафных санкций, и в I полугодии компания решила не создавать резервы под возможные штрафы (согласно отчетности). Основным клиентом, сроки поставок которому нарушены, является Аэрофлот, и если он выставит штрафы ГСС, за ним могут последовать и другие клиенты. В случае нового срыва поставок Аэрофлот грозился это сделать, однако мы склонны считать, что компании снова договорятся, поскольку штрафы могут поставить под угрозу существование всего проекта, который, как уже отмечалось, является для государства стратегическим.

### Большая потребность в рефинансировании долга в ближайшие полтора года.

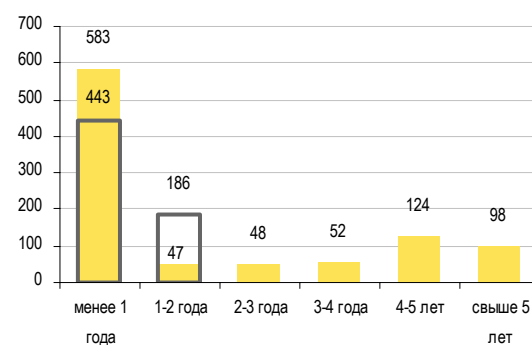
На 30 июня 2010 г. совокупный долговой портфель ГСС составлял 933 млн долл., из которых 630 млн долл. (или 68%) подлежало погашению в течение ближайших двух лет. Временная структура долга серьезно ухудшилась относительно конца прошлого года, когда в течение двух ближайших лет должно было быть погашено 34% общего долга. Частично негативное изменение связано с тем, что в 2009 г. компания нарушила ковенанты по ряду кредитов от Inteza и ЕБРР (на общую сумму 139 млн долл.), однако тогда ей удалось договориться с банками об их отказе от досрочного погашения еще на год. В этом году ковенанты снова нарушены, а ГСС вновь рассчитывает на отказ банков от досрочного погашения. Даже если компании это и удастся, временная структура долга все равно останется для нее не слишком благоприятной, поскольку до 30 июня 2011 г. ей останется погасить еще 443 млн долл. Впрочем, согласно информации, приведенной в презентации к размещению облигаций, ГСС по состоянию на 1 декабря 2010 г. удалось перевести большинство кредитов в разряд долгосрочных. Увеличение совокупного кредитного портфеля на 1 декабря 2010 г. на 170 млн долл. относительно конца I полугодия, насколько мы понимаем, произошло за счет кредита от акционера ГСС – ОАК; планируется, что в следующем году он будет капитализирован. Вторым планируемым источником финансирования (либо рефинансирования) ГСС на 2011 г. станет программа биржевых облигаций на 9 млрд руб., частью которых является размещаемый в настоящее время выпуск. В общем же, учитывая доминирование госбанков среди кредиторов ГСС, мы не думаем, что у компании возникнут проблемы с рефинансированием долгов (далее наращивать задолженность ГСС не планирует), главное – чтобы с началом серийного производства не получилось, что проект себя не оправдал.

**В целом предложение интересно, но не стоит забывать о высоких рисках.** Ориентир по доходности составляет 8,16–8,64% к оферте через один год, что даже по нижней границе предполагает премию порядка 15–20 б.п. к находящемуся в обращении выпуску ГСС-1. Однако нам хотелось бы отметить, что по первому выпуску была предоставлена гарантия со стороны ОАО «Авиационная холдинговая компания «Сухой» (акционер ГСС), тогда как у новых выпусков такой гарантии нет. Если посмотреть на корпоративные облигации эмитентов категории «ВВ», то наибольшую доходность среди них предлагает выпуск Иркут БО-1 (УТМ 9% на 33 мес., 230 б.п. к кривой ОФЗ), эмитент которого (ОАО «Корпорация «Иркут») также подконтролен ОАК. Такая низкая оценка Иркут БО-1 на фоне близких по рейтингу эмитентов объясняется слабым финансовым профилем компании (Чистый долг/ЕБИТДА на уровне 7,4 по итогам 2009 г.), который вряд ли позволит ей погашать долг за счет собственных средств. Таким образом, при размещении Иркут БО-1 в сентябре этого года решающую роль сыграла подконтрольность компании государству, что верно и для ГСС. Нижняя граница ориентира по доходности (8,16%) соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 260 б.п., то есть на 30 б.п. шире, чем предлагает Иркут БО-1. На первый взгляд, это позволяет сделать вывод о привлекательности предложения даже по нижней границе объявленного ориентира, но существует аргумент против – высокие риски, основные из которых, по нашему мнению, следующие: 1) дальнейшие срывы сроков поставки и последующие за этим отказы клиентов (так, сегодня стало известно, что Alitalia, которая до 2015 г. должна была приобрести 20 самолетов SSJ-100, отказалась от них в пользу бразильских Embraer); 2) на горизонте одного года (оферта по выпуску состоится через год) компания останется в зоне отрицательной ЕБИТДА и, таким образом, рассчитаться с держателями облигаций сможет только за счет привлечения рефинансирования; 3) значительное расхождение (его наличие уже подтверждено представителями ГСС) фактических характеристик SSJ-100 с теми, что были заложены при проектировании, – это даст возможность заказчикам пересмотреть условия контрактов либо вообще отказаться от них. Принимая во внимание перечисленные риски, мы находим предложение интересным ближе к верхней границе ориентира по доходности.

См. таблицу на следующей странице.

### Высокая потребность в рефинансировании в ближайшие полтора года

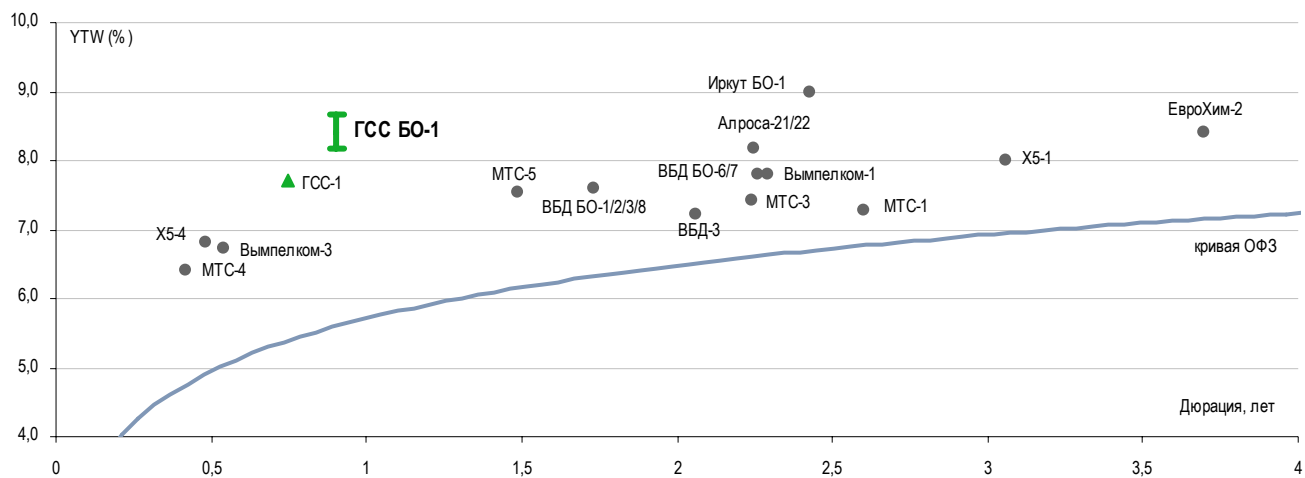
График погашения долга ГСС по состоянию на 30 июня 2010 г.



Источники: отчетность компании

### В целом предложение интересно, но не стоит забывать о высоких рисках

Выпуски рублевых облигаций компаний с рейтингом категории «BB» (котировки действительны на 17 декабря 2010 г.)



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@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

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Банки

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

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

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

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он 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