

### СТАВКА НА ГОСКОНТРОЛЬ

#### Компания размещает биржевые облигации на 6 млрд руб.

**Активное продвижение на долговой рынок.** ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» (ГСС) проводят сбор заявок на участие в размещении двух новых выпусков биржевых облигаций объемом 3 млрд руб. каждый. По выпуску серии БО-02 предусмотрена оферта через один год, по выпуску серии БО-03 – через два года. Рейтинг эмитента на уровне «ВВ» позволяет включить выпуски в ломбардный список и список РЕПО ЦБ.

**Сертификат на двигатели получен.** С момента публикации нашего последнего обзора, посвященного размещению выпуска биржевых облигаций компании серии БО-01 в декабре прошлого года, в деятельности ГСС произошли положительные изменения. Так, в феврале этого года компания наконец получила сертификат на двигатель (отсутствие которого не позволяло запускать самолеты в серийное производство) а также сертификат типа на Sukhoi Superjet 100 (SSJ-100), что позволяет первым заказчикам самолетов приступить к их коммерческой эксплуатации на территории СНГ. Теперь ГСС может начинать серийное производство SSJ-100, первые самолеты планируется поставить авиакомпаниям Armavia и Аэрофлот в апреле текущего года.

**В портфеле подтвержденных заказов 170 самолетов.** С декабря 2010 г. портфель подтвержденных заказов на SSJ-100 пополнился еще 20 самолетами (за счет мексиканской авиакомпании Interjet) и на текущий момент он составляет 170 машин, что в денежном выражении эквивалентно порядка 4,4 млрд долл. Однако ряд проблем в реализации проекта остаются нерешенными. Так, представителями ГСС уже было подтверждено наличие расхождений между фактически и изначально заявленными техническими характеристиками самолетов, в первую очередь в части экономичности лайнеров, что особенно актуально при растущих ценах на топливо. По этой причине некоторые заказчики могут аннулировать ранее размещенные заказы. Например, в декабре 2010 г. Alitalia отказалась от 20 самолетов SSJ-10 (хотя в качестве причин указывались задержки в сроках поставок), которые она должна была приобрести до 2015 г., в пользу бразильских Embraer, несмотря на то, что Италия является одним из ключевых участников проекта. Отсутствие явных преимуществ SSJ-10 относительно конкурентов несет риск значительно меньшего, по сравнению с изначально запланированным, объема продаж (подавляющее большинство заказов в портфеле было сформировано до выхода информации о несоответствии технических характеристик), что сместит выход компании на безубыточность на более поздние сроки. Государственные авиакомпании (особенно Аэрофлот) вряд ли смогут отказаться от SSJ-100, однако приток новых клиентов может значительно сократиться.

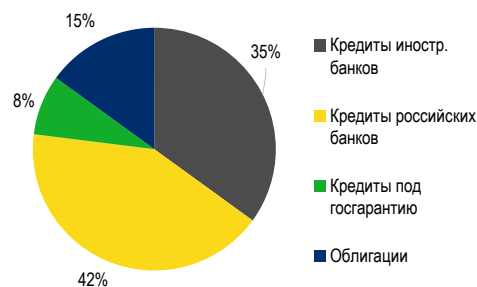
#### Информация о выпусках

Эмитент	ЗАО «ГСС»
Кредитный рейтинг	Fitch: ВВ / позитивный
Серии облигаций	БО-02
Объем	3 млрд руб.
Дата размещения	26 апреля 2011 г.
Срок обращения	3 года
Купон	полугодовой
Оферта	1 год
Закрытие книги заявок	22 апреля 2011 г.
Ориентир по ставке купона	8,1–8,3% (УТР 8,26–8,47%)

Эмитент	ЗАО «ГСС»
Кредитный рейтинг	Fitch: ВВ / позитивный
Серии облигаций	БО-03
Объем	3 млрд руб.
Дата размещения	26 апреля 2011 г.
Срок обращения	3 года
Купон	полугодовой
Оферта	2 года
Закрытие книги заявок	22 апреля 2011 г.
Ориентир по ставке купона	9,0–9,2% (УТР 9,20–9,41%)

#### Диверсифицированная база кредиторов

Структура кредитного портфеля ГСС на 1 декабря 2010 г.



Источники: данные компании

**Положительная EBITDA вряд ли возможна в ближайшие годы.** По данным СМИ, в цехе окончательной сборки у ГСС находится пять самолетов (которые должны быть переданы заказчикам в этом году), а всего на различных этапах сборки числятся 17 машин, каталожная стоимость одного самолета составляет порядка 30 млн долл. Таким образом, с учетом существенных скидок, которые наверняка были предоставлены ранним заказчикам, и роста издержек по мере начала серийной сборки выход ГСС на положительную EBITDA как в текущем, так и в следующем году вряд ли возможен. Это в свою очередь означает, что компания сохранит высокую зависимость от привлечения внешнего финансирования (не говоря уже о рефинансировании текущего долга) в период обращения новых облигаций.

### Убыточная на операционном уровне

Основные финансовые показатели ГСС по МСФО, тыс. долл.

	2007	2008	2009	I n/r 2010	I n/r 2009
Выручка	624	5 956	7 202	1 485	241
EBITDA	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>Коэффициенты</i>					
Рентабельность по EBITDA, %	7,8	отр.	отр.	отр.	отр.
EBITDA/Процентные расходы	5,6	отр.	отр.	отр.	отр.
Долг/EBITDA	118,1	отр.	отр.	отр.	отр.
Чистый долг/EBITDA	97,0	отр.	отр.	отр.	отр.
Долг/Собственный капитал	104,7	отр.	10,3	11,0	21,3

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Несмотря на наличие существенных недостатков в самостоятельном кредитном профиле ГСС, стоит отметить следующие положительные моменты, которые, на наш взгляд, существенно влияют на восприятие кредитного риска ГСС инвесторами:

- Регулярная поддержка со стороны государства (контролирующего акционера ГСС), которая выражается во взносах в уставный капитал (ОАК в 2010 г. выдала ГСС кредит на 170 млн долл., который должен быть капитализирован в текущем году) и предоставлении грантов (с 2008 г. было получено 158 млн долл.);
- Наличие среди основных кредиторов крупнейших госбанков (на них приходится 54% совокупного кредитного портфеля ГСС по состоянию на 1 декабря 2010 г.), а также международных финансовых институтов (ЕБРР, Intesa, ЕАБР);
- Согласно данным компании, во II полугодии 2010 г. ей удалось перевести большую часть своего долга в разряд долгосрочного (хотя в отчетности за I полугодие 68% заимствований были отражены как краткосрочные). Совокупный долг на конец 2010 г. составлял порядка 1,1 млрд долл.

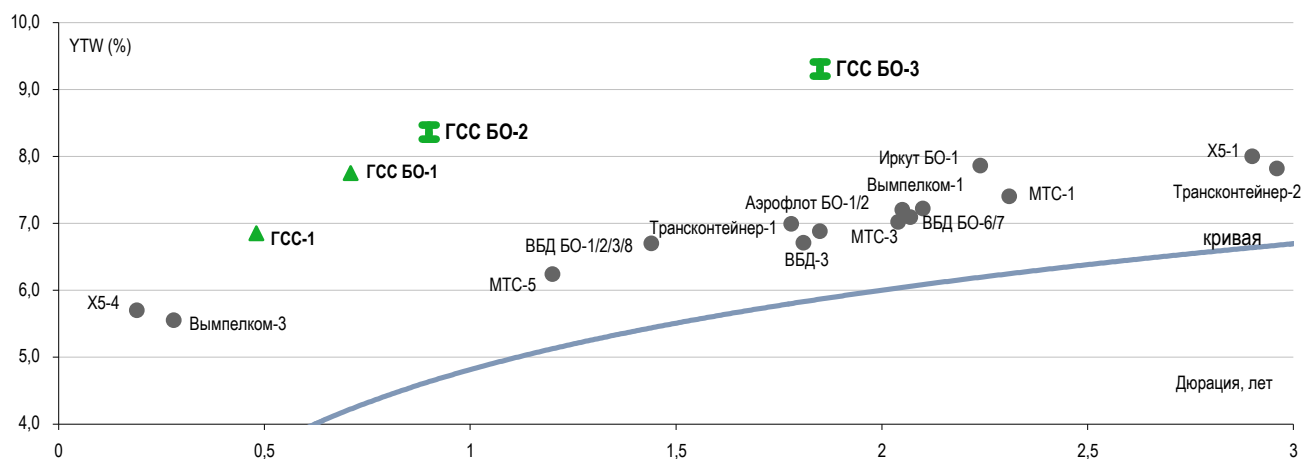
Реальные действия государства, направленные на поддержку компании, наряду со стратегической важностью проекта SSJ-100 для России, позволили агентству Fitch подтвердить в феврале этого года кредитный рейтинг компании на уровне «ВВ», сохранив по нему позитивный прогноз, невзирая на очевидную слабость текущего финансового профиля ГСС.

**Привлекательно с учетом фактора господдержки.** Ориентир по доходности для выпуска серии БО-02 составляет 8,26–8,47% к оферте через один год, для серии БО-03 – 9,20–9,41% к оферте через два года, что даже по нижней границе предполагает спред ко вторичному рынку порядка 30–40 б.п. Кроме того, для длинного выпуска премия к близкому по дюрации выпуску Иркут БО-1 (также подконтрольной ОАК компании) составит 120–140 б.п., хотя последний в виду неустойчивости самостоятельного финансового профиля также не способен обслуживать долг из операционного денежного потока. Таким образом, если принять во внимание фактор господдержки (единственная, на наш взгляд, гарантия погашения данных облигаций компанией), предложение привлекательно на всем предлагаемом диапазоне доходности.

Компания размещает биржевые облигации на 6 млрд руб.

### Привлекательно с учетом фактора господдержки

Выпуски рублевых облигаций компаний с рейтингом категории «BB» (котировки действительны на 4 апреля 2011 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  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

### Корпоративные выпуски

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

### Управление по рынкам долгового капитала

### Сопровождение проектов

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

### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@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 Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

### Нефть и газ

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

### Стратегия/Политика

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

### Макроэкономика

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

### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Банки

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

### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

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

## Редактирование/Перевод

### Английский язык

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

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@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 оферта или предложение делать оферты. 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 2011