

# Иркут: Нейтральные результаты за 2009 год по МСФО

Российский рынок облигаций  
12 августа 2010 г.

**Выводы**

Иркут (Moody's Ba2) вчера обнародовал аудированную отчетность по МСФО за 2009 г. Несмотря на то, что финансовый профиль Иркут за прошедший год несколько ухудшился, мы находим опубликованные результаты нейтральными для кредитного качества эмитента.

Озвученные на прошлой неделе предварительные ориентиры по размещению новых трехлетних облигаций эмитента (Иркут БО-1) с эффективной доходностью на уровне YTM10,25% – 10,78% по нашему мнению выглядят привлекательно. Премия к кривой эмитентов с аналогичным кредитным рейтингом даже по нижней границе предварительного ориентира составляет 275 б.п. По нашим же оценкам размер «справедливой» премии не должен превышать 150 б.п.

**Инвестиционный анализ**

**Ухудшение кредитных показателей не меняет нашего взгляда на платежеспособность эмитента.** Выручка Иркут выросла на 5,3% по сравнению с 2008 г. (до \$1,3 млрд.), норма EBITDA снизилась с 9,2% до 7,2%. Объем чистого долга на балансе эмитента за 2009 год увеличился на 19% и на отчетную дату составлял около \$700 млн. В числе негативных моментов опубликованной отчетности обращает на себя внимание заметное увеличение краткосрочной части обязательств (с \$298 млн. до \$753 млн.). В тоже время, покрытие краткосрочного долга денежным балансом на 71% в значительной степени снижает для Иркут риски рефинансирования. Соотношение «Чистый долг/EBITDA» по состоянию на конец 2009 года составило у компании 7,4х против 5,1х годом ранее. Несмотря на то, что финансовый профиль Иркут в кризисный год несколько ухудшился, в целом мы находим опубликованные результаты нейтральными для кредитного качества компании. Подчеркнем, что эмитент исправно исполнял свои обязательства перед кредиторами в период экономического спада и сумел сохранить за собой положительную кредитную историю.

**Фактор господдержки определяет высокий кредитный рейтинг.** Основным кредитором Иркут является Сбербанк, на долю которого приходится более 80% всех кредитных обязательств эмитента. Фактор господдержки, который также выражается в систематических финансовых вливаниях в компанию со стороны ее акционера (государственной корпорации ОАК), пока остается ключевым в оценке кредитного риска Иркут. Стратегическая значимость компании для государства находит отражение и в сравнительно высоком рейтинге компании (Moody's «Ba2», стабильный), который был последний раз подтвержден рейтинговым агентством в декабре 2009 года.

**Рекомендуем участвовать в новом размещении облигаций Иркут.** Напомним, что на прошлой неделе были озвучены предварительные ориентиры по размещению новых облигаций эмитента (Иркут БО-1) объемом 5 млрд руб. Открытие книги заявок ожидается во второй половине августа. Ориентир купонной ставки для трехлетних бумаг находится в диапазоне 10,0% – 10,5% (эффективная доходность YTM10,25% – 10,78%). Мы находим предварительные ориентиры размещения очень привлекательными. Кредитный рейтинг Иркут соответствует рейтингам таких эмитентов как, например, МТС, ВымпелКом, Сибур и Трансконтейнер. В настоящее время доходности трехлетних бумаг с вышеупомянутым рейтингом предлагают эффективную доходность на уровне YTW7,5%. Таким образом, премия в доходности по новым облигациям Иркут к кривой эмитентов с аналогичным кредитным рейтингом даже по нижней границе предварительного ориентира составляет 275 б.п. По нашим же оценкам размер справедливой премии не должен превышать 150 б.п. В своем анализе мы учитываем более слабые автономные кредитные метрики Иркут, по сравнению в частности с МТС или ВымпелКомом.

	МСФО, \$ млн.	2008	2009	2008/2009, %	
<b>Показатели</b>	Выручка	1 248	1 314	5,3	
	ЕБИТДА	115	95	(29,3)	
	Чистая прибыль	(35)	(19)	-	
	Общий долг	1 202	1 239	3,1	
	<i>Краткосрочный долг</i>	298	753	152,7	
	<i>Денежные средства</i>	611	535	(12,4)	
	Чистый долг	591	704	19,1	
	Собственный капитал	367	346	(5,7)	
	<b>Коэффициенты</b>				
	Норма EBITDA, %		9,2	7,2	
EBITDA / Финансовые расходы		1,0	1,1		
Чистый долг / EBITDA		5,1	7,4		
Долг / Собственный капитал		3,3	3,6		

Источник: данные компании, оценки Альфа-Банка

## Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерены получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

# Информация

<b>Альфа-Банк (Москва)</b>	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
<b>Управление долговых ценных бумаг и деривативов</b>	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
<b>Торговые операции</b>	Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
<b>Аналитическая поддержка</b>	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Станислав Боженко, Ph.D, старший кредитный аналитик (+7 495) 924-25-15 (доб. 71-21) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
<b>Долговой рынок капитала</b>	Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2010 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.