

Реактивные облигации

Оценка справедливой доходности выпуска НПК Иркут БО 1

Александр Афонин afonin@open.ru

Основные параметры займа НПК Иркут БО 01

Эмитент	ОАО НПК "Иркут"
Кредитный рейтинг	Moody's Ba2/стабильный
Объем выпуска	5 млрд. рублей
Срок обращения	3 года
Купонный период	6 месяцев
Ориентир организаторов	купон 10,0-10,5%, доходность 10,25-10,78%
Справедливая доходность	9,5-10,0%
Определение ставки первого купона	букбилдинг
Открытие книги заявок	23.08.2010
Закрытие книги заявок	10.09.2010
Дата размещения	14.09.2010
Дюрация	2,65 года
Списки	A1, ломбард ЦБ РФ

По нашей оценке справедливая доходность по бумагам находится в диапазоне 9,5-10% годовых к погашению через 3 года.

Из озвученного организатором ориентира поставке купона следует, что новый выпуск планируется разместить с премией минимум в 250bp к бумагам эмитентов с аналогичным кредитным рейтингом (Аэрофлот, Трансконтейнер, МТС, Центртелеком).

На наш взгляд это очень щедрое предложение со стороны эмитента, имеющего кредитный рейтинг и поддержку со стороны акционера в лице государственной ОАК даже с учетом высокой долговой нагрузки.

В настоящее время в обращении находится один выпуск с погашением в сентябре этого года, в связи с коротким сроком использовать его в качестве ориентира не представляется возможным.

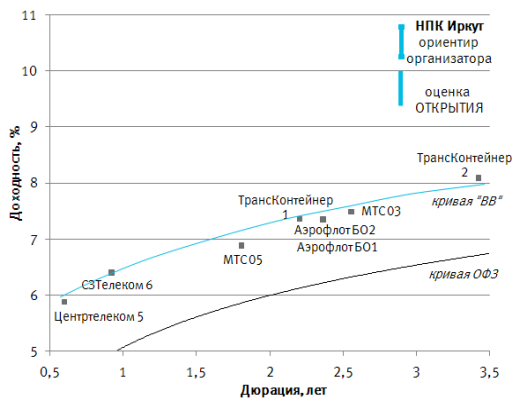
Сильные стороны:

- Устойчивая позиция на рынке военного экспорта
- Возможность поддержки со стороны ОАК

Основные риски:

- Низкая диверсификация портфеля заказов
- Невысокая рентабельность, высокая долговая нагрузка
- Длительный операционный цикл

Позиционирование займа



Источник: ММВБ, ОТКРЫТИЕ

О компании

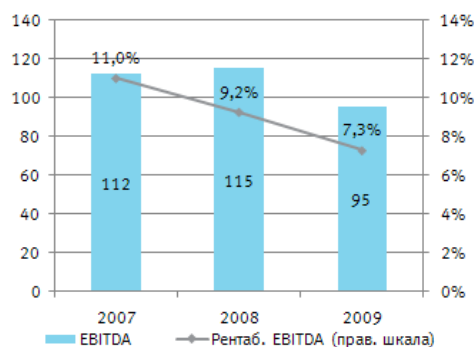
• НПК Иркут – крупнейший экспортер военной авиатехники в России. Иркут обеспечивает около 15% от общего объема экспорта российской военной техники. Корпорация создана на базе Иркутского Авиационного Завода, основанного в 1932 году. В настоящее время предприятие объединяет Иркутский авиационный завод, Таганрогский Авиационный Научно-Технический Комплекс им. Г.М. Бериева, ОАО "ОКБ им. А.С.Яковлева" и ЗАО «БЕТА ИР». С 2006г. Иркут входит в состав ОАК и обеспечивает ей около 30% выручки.

• На конец 2009 года портфель заказов компании составлял 3,5 млрд. долл. в основе которого находятся боевые самолеты семейства Су-30, поставляемых в Индию. На долю Су-30 пришлось 87% выручки компании по итогам 2009г. В рамках диверсификации продуктовой линейки корпорация производит самолеты-амфибии Бе-200, учебно-боевые самолеты Як-130, беспилотные летательные аппараты и компоненты для пассажирских авиалайнеров семейства Airbus.

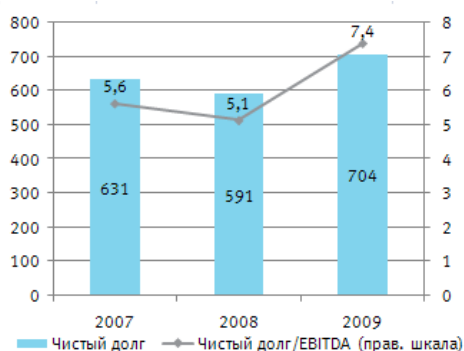
• В последнее время корпорация приступила к работе по созданию ближне-среднемагистральных пассажирских самолетов МС-21, предназначены для замены Ту-154 и устаревающих самолетов зарубежного производства. По данным компании российская сертификация самолета запланирована на 2015г., международная - на 2016г.

• По итогам авиасалона Фарнборо-2010 компания заключила контракты на поставку 140 самолетов МС-21. В частности компания заключила контракт на поставку 50 единиц малайзийской инвесткомпании Crescom Burj Resources, а также предварительные соглашения с авиационными и лизинговыми компаниями. В дальнейшем компания планирует увеличивать долю гражданской продукции в продуктовой линейке.

ЕБИТДА и рентабельность



Чистый долг и Чистый долг/ЕБИТДА



Источник: данные компании, ОТКРЫТИЕ

Акционеры

- 80,9% корпорации принадлежит ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация», созданному в 2006г. по распоряжению правительства для консолидации предприятий авиационной промышленности. Кроме этого 11,9% НПК Иркут принадлежит ОАО АХК «Сухой», 7,2% - частным и институциональным инвесторам.
- ОАО «ОАК» на 80,3% принадлежит государству, еще 11,5% распоряжается Внешэкономбанк, остальные акции принадлежат частным лицам, в том числе совладельцу и председателю правления НПК Иркут Алексею Федорову.

Финансовый профиль

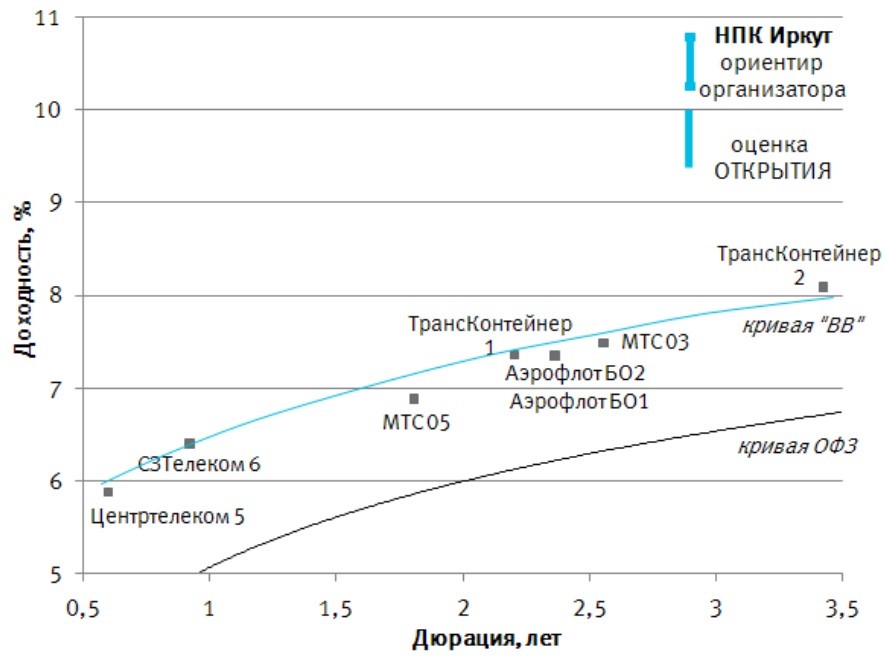
- По итогам 2009 года в соответствии с отчетностью МСФО выручка компании выросла всего на 5%, до \$1 314 млн. При этом 87% выручки пришлось на самолеты семейства Су-30. Показатель ЕБИТДА уменьшился на 17% до \$95 млн. Рентабельность ЕБИТДА снизилась в 2009 году до 7,3% против 9,2% по итогам 2008г.
- Компания характеризуется высокой долговой нагрузкой. Соотношение чистый долг/ЕБИТДА по итогам 2009 года составил 7,4х, а покрытие процентных платежей 1,1х. Суммарный кредитный портфель компании по итогам 2009 года составил \$1 240 млн., основная часть которого приходилась на долларовые кредиты со сроком погашения не более трех лет. С другой стороны, на конец 2009 года у компании был значительный запас денежных средств, размещенных в депозитах до востребования и перекрывающих 43% долга.
- В марте этого года ОАК в рамках поддержки НПК Иркут выдала беспроцентный кредит в размере \$164,4 млн. (4,86 млрд. рублей) с погашением в 2050 году и конвертацией в акции компании. Кроме этого компании будет выделен беспроцентный кредит на 374,9 млн. долл. (11,25 млрд. рублей) с погашением в 2018 году. Полученные средства планируется направить на рефинансирование долга.
- Планируемый выпуск облигаций придет на смену погашаемому в сентябре этого года третьему выпуску бумаг компании на сумму 3,25 млрд. руб., с учетом чего долг компании увеличится незначительно.

НПК Иркут

	§млн., МСФО			млн. руб., РСБУ			
	2007	2008	2009	2008	1п2009	2009	1п2010
Выручка	1 023	1 248	1 314	31 243	13 345	36 807	16 509
ЕБИТДА	112	115	95	5 779	2 330	6 344	2 764
Чистая Прибыль	47	-35	-19	316	24	1 637	243
Активы	1 875	2 199	1 897	76 913	79 557	73 578	78 383
Денежные средства	364	611	535	17 153	2 816	5 281	11 949
Финансовый долг	995	1 202	1 240	31 116	35 416	32 813	44 327
долгосрочный	681	904	486	30 080	30 340	32 812	25 045
краткосрочный	314	298	753	1 036	5 076	1	19 282
Чистый долг	631	591	704	13 962	32 600	27 532	32 378
Собственные средства	450	367	346	11 656	11 680	13 293	13 096
Рентабельность по ЕБИТДА	11,0%	9,2%	7,3%	18,5%	17,5%	17,2%	16,7%
Рентабельность по чистой прибыли	4,6%	отриц.	отриц.	1,0%	0,2%	4,4%	1,5%
Финансовый долг/Активы	53,1%	54,7%	65,4%	40,5%	44,5%	44,6%	56,6%
Финансовый долг/ЕБИТДА	8,9	10,4	13,0	5,4	7,6	5,2	8,0
Чистый долг/ЕБИТДА	5,6	5,1	7,4	2,4	7,0	4,3	5,9
ЕБИТДА/Проценты	2,1	2,1	1,1	3,4	1,5	1,9	2,1
Капитал/Активы	24,0%	16,7%	18,3%	15,2%	14,7%	18,1%	16,7%

Источник: данные компании, расчеты ОТКРЫТИЕ

Облигации компаний с кредитным рейтингом ВВ



Источник: ММВБ, ОТКРЫТИЕ

ОПЕРАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

РОССИЯ

ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ»
129010, Москва, Протопоповский пер., 19/10
Т: +7(495) 232 9966
Ф: +7(495) 956 4700
<http://www.open.ru>
e-mail: info@open.ru

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР ОАО «БД «ОТКРЫТИЕ»
1. №177-06097-100000 на осуществление брокерской деятельности;
2. №177-06100-010000 на осуществление дилерской деятельности;
3. №177-06102-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами;
4. №177-06104-000100 на осуществление депозитарной деятельности;
5. Лицензия биржевого посредника № 1082, выданная 22.11.2007 и действительная до 22.11.2010

UNITED KINGDOM

OTKRITIE Securities Limited
30-34 Moorgate St., EC2R 6PL
London, United Kingdom
Tel.: +44 (0) 207 82 68200
Fax: +44 (0) 207 82 68201
www.otkritie.com
e-mail: info@otkritie.com
Authorised And Regulated By The Financial Services Authority
Member of The London Stock Exchange and APCIMS

CYPRUS

OTKRITIE Finance (Cyprus) Limited
104 Amathountos Str.,
SeasonsPlaza, P.C. 4532,
Limassol, Cyprus
Tel.: +357 (25) 431456
Fax: +357 (25) 431457
www.otkritiefinance.com.cy
e-mail: infomail@open.ru

GERMANY

OTKRITIE Securities Limited
Goethestrasse 10
60313 Frankfurt am Main, Germany
Tel.: +49 (0) 069 - 21 08 73 124
Fax : +49 (0) 069 - 21 08 73 126
www.otkritie.com
e-mail: info@otkritie.com

ДЕПАРТАМЕНТ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

АЛЕКСЕЙ СЕРГЕЕВ **МИХАИЛ АВТУХОВ**
Управляющий директор Управляющий директор

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

ВЛАДИМИР САВОВ
Управляющий директор

УПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

ВЛАДИМИР МАЛИНОВСКИЙ
Начальник управления
доб. 1628
malinovsky@open.ru

ЕВГЕНИЙ ВОРОБЬЕВ
Заместитель начальника
управления,
российский рынок
доб. 1637
vorobiev@open.ru

СТАНИСЛАВ СВИРИДОВ
Заместитель начальника
управления,
кредитный анализ
доб. 1816
credit_research@open.ru

ОЛЬГА НИКОЛАЕВА
Аналитик,
российский рынок
доб. 1577
nikolaeva-o@open.ru

МАКСИМ ГРЕБЦОВ
Кредитный аналитик,
credit_research@open.ru

АЛЕКСАНДР АФОНИН
Аналитик,
российский рынок
доб. 4495
afonin@open.ru

ОЛЕГ ТАРАСОВ
Кредитный аналитик,
credit_research@open.ru

ИСКАНДЕР АБУЛЛАЕВ
Аналитик,
еврооблигации
доб. 4485
abdullaev@open.ru

УПРАВЛЕНИЕ ПРОДАЖ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

МИХАИЛ ХАЗАН
Начальник управления
+7 (495) 234 44 09
khazan@open.ru

АНТОН КИХАЕВ
Заместитель начальника
управления
+7 (495) 234 05 96
kikhaev@open.ru

ДЕНИС ГОЛУБНИЧИЙ
Заместитель начальника
управления
+7 (495) 777 56 03
golden@open.ru

ДМИТРИЙ ДЕРГАЧЕВ
Менеджер по продажам
+7 (495) 777 56 11
dergachev@open.ru

СУХРОБ БАБАДЖАНОВ
Менеджер по продажам
+7 (495) 777 56 07
sukhrob@open.ru

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРОДАЖИ

АННА ВАСИЛЕВСКАЯ
Менеджер по продажам
+44 (0) 207 826 8234
anna.vasilevska@otkritie.com

МЕЛТОН ПЛАММЕР
Менеджер по продажам
+44 (0) 20 7826 8248
Melton.Plummer@otkritie.com

ОРГАНИЗАЦИЯ СДЕЛОК ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

ДМИТРИЙ БАРКОВ
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1548
barkov@open.ru

РОСТИСЛАВ КУЛАК
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1713
kulak@open.ru

РОБЕРТ СМАКАЕВ
Начальник управления
организации эмиссий
доб. 1109
smakaev@open.ru

ШАГЕН БАХШИЯН
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1590
shagen@open.ru

ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» © 2010

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены.
ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» (далее – «Инвестбанк»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости ценных бумаг, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены ценной бумаги на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Инвестбанк на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Инвестбанк не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Инвестбанк не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с ценными бумагами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Инвестбанк не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции на рынке ценных бумаг сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Корпорации, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом; и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.