

Рублевые корпоративные облигации

12 декабря 2008 г.

Специальный обзор

ТРЕВОЖНЫЙ ДЕКАБРЬ

Третья неделя

Оферты и погашения 15-19 декабря 2008

Выпуск	Дата	Оферта / погашение	Объем, млн руб.	Организатор	Пред. купон	Новый купон
Марийский НПЗ, 1	16.12.2008	погашение	800	Транскредитбанк	11.1%	-
Группа Магnezит, 1	18.12.2008	погашение	1 500	Юникредит	8.25%	-
ФГУП ПО УОМЗ	18.12.2008	оферта	1 000	Росбанк	9.4%	16.5%
ЮТэйр-Финанс, 3	19.12.2008	оферта	2 000	Регион	10.4%	16%

Источник: Cbonds.ru

Марийский НПЗ Финанс

▪ Эмитент: ООО «Марийский НПЗ-Финанс» ▪ Поручители: ООО «Марийский НПЗ» и ЗАО «Модуль» ▪ Объем выпуска: 800 млн руб. ▪ Сумма купона: 55.4 млн руб. ▪ Дата погашения: 16 декабря 2008 г. ▪ Платежный агент: НДЦ

У компании не должно возникнуть проблем с погашением 1-го выпуска в следующий вторник

Благоприятная конъюнктура на топливном рынке позволила группе Марийского НПЗ улучшить финансовые показатели и подготовиться к крупным выплатам – сначала к оферте по 2-му выпуску в июле 2008 г., и вот теперь – к погашению 1-го выпуска облигаций. С нашей точки зрения, достаточно сильные кредитные характеристики и способность адаптироваться к ситуации на рынке заимствований позволят Марийскому НПЗ успешно погасить бумаги. В то же время, в 2009 году группе будет сложнее аккумулировать денежные средства для выплат из-за ухудшения рыночной конъюнктуры. Мы полагаем, что доступ к кредитным линиям банков позволит рефинансировать текущие обязательства компании без особых проблем, однако ей придется сократить инвестпрограмму 2009 года и, возможно, продать часть непрофильных активов.

Ключевые риски кредитного профиля: значительный объем долга к погашению или рефинансированию в 1п2009; фактическая убыточность бункерного сегмента; финансирование инвестпроектов, не связанных с основным бизнес-направлением.

Проблема рефинансирования станет более актуальной в следующем году

С точки зрения финансовой прозрачности, Марийский НПЗ отличается в лучшую сторону от многих эмитентов 3-го эшелона. Для инвесторов доступна аудированная отчетность по МСФО, а также управленческие консолидированные результаты за 6 и 9 месяцев 2008 г.

Финансовые результаты Группы Марийский НПЗ, \$ млн

Период	Выручка	Валовая рентабельность	EBITDA	Маржа EBITDA	Валовый долг	Долг/EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
9м2008	540.8	31.1%	97.2	18.0%	256.8	2.0x	4.3x
6м2008	428.9	32.6%	88.3	20.6%	310.3	2.0x	7.7x
2007	528.4	27.9%	79.3	15.0%	261.2	3.3x	4.1x

Источник: управленческая отчетность компании (за 2007 год – аудированная), оценки Райффайзенбанка

Финансовые показатели группы практически полностью определяются результатами дивизиона нефтепереработки

Выделим несколько принципиальных моментов:

- Три бизнес-дивизиона группы – нефтепереработка, бункерный сектор и завод ПЭТФ – очень неоднородны по финансовым показателям. Два последних убыточны на операционном уровне, хотя и по разным причинам: бункерный бизнес низкорентабелен (валовая маржа – 14%) из-за высокой конкуренции и демпинга со стороны мелких игроков, а завод по производству полимерного гранулята в Калининграде находится в стадии монтажа оборудования и начнет генерировать существенную выручку лишь в 2009 году.
- Нефтепереработка остается локомотивом и источником средств для финансирования других направлений: доля бизнес-сегмента в совокупной выручке и операционной прибыли превышает 90%. Соответственно, успехи Марийского НПЗ на фоне резкого роста цен на нефтепродукты в 2007-м и 1-й половине 2008 года позволили всей группе заметно улучшить показатели. По нашим оценкам, рентабельность EBITDA выросла до 18% (почти вдвое по сравнению с 2006 годом), долговая нагрузка по итогам 9 месяцев 2008 г. снизилась до 2x Долг/EBITDA.
- Компания связывает рост рентабельности НПЗ с повышением глубины переработки и опережающим ростом цен на продукцию. Отметим, что значительная часть поставок дизельного топлива (25-30% от общего объема) приходится на государственные структуры, в т.ч. МВД и Минобороны. Однако группа не связана долгосрочными ценовыми соглашениями с госструктурами – цена фиксируется на один-два месяца.

Отчетность группы за 9М2008 показывает достаточно благоприятную ситуацию с оборотным капиталом и долговой нагрузкой

- Более существенный риск – зависимость от Транснефти, которая может влиять на выработку НПЗ через лимиты на транспортировку, в то время как альтернативный вариант доставки сырья – железнодорожным транспортом – вряд ли может обеспечить сопоставимый объем. Впрочем, у железнодорожных перевозок есть и преимущество – возможность получать сырье более высокого качества, что позитивно влияет на маржинальность переработки.
- По нашему мнению, схемы оплаты сырья и готовой продукции НПЗ благоприятны с точки зрения финансирования оборотного капитала. Для оплаты экспортных поставок используется аккредитивная форма, когда по факту оплачивается до 80% стоимости. Операции с российскими трейдерами обычно осуществляются на условиях «поставка против платежа» либо с небольшой отсрочкой (по дизтопливу – предоплата, по мазутам – до 20 дней, по госструктурам – около 1 месяца). Отсюда – умеренная дебиторская задолженность, которая даже снизилась в 3-м квартале с \$92 млн до \$56 млн. Мы предполагаем, что в условиях возросшего риска неплатежей Марийский НПЗ перевел часть контрактов на 100%-ю предоплату, хотя сокращение оборотных активов могло быть вызвано и снижением объема продаж в сентябре. В любом случае, группа привлекала долг, в основном, на финансирование инвестиционных проектов, а не оборотного капитала.
- Заявленная программа капвложений 2008 года включает в себя калининградский проект (производство ПЭТФ), обновление инфраструктуры на Марийском заводе, а также первый этап строительства портового контейнерного терминала в Калининградской области. Наша оценка стоимости программы – не менее \$100 млн.
- Инвестпрограмма текущего года профинансирована практически полностью, однако кредитные ресурсы обеспечили не более 20% от финансирования, остальное – за счет резко усилившегося операционного денежного потока компании. При этом валовый долг компании почти не изменился с начала года, а структура кредитного портфеля – улучшилась: часть краткосрочных кредитов были рефинансированы за счет более длинных, доля краткосрочных обязательств снизилась с 45% до 32%, показатель Долг/ЕБИТДА – с 3.3х до 2.0х.

Падение оптовых цен на нефтепродукты может ухудшить показатели группы по итогам 2008 года, однако мы не ожидаем проблем с рефинансированием краткосрочного долга

Мы полагаем, что результаты за последний квартал окажутся хуже из-за падения цен на нефтепродукты, но существенный рост долговой нагрузки маловероятен. Судя по данным отчетности, группа сократила план заимствований под инвестпрограмму 2009 года. Во 2-м полугодии 2008 г. для компании более актуальна проблема рефинансирования краткосрочного долга, в т.ч. облигаций. В июле компания успешно прошла через оферту по 2-му выпуску (причем большая часть бумаг осталась на рынке), в декабре предстоит погасить первый. Мы считаем, что Марийский НПЗ аккумулирует достаточный объем денежных средств для погашения бумаг.

В течение 1 пол2009 группе предстоит погасить краткосрочный долг примерно на \$45 млн, в начале июля – пройти через оферту по 2-му выпуску на 1.5 млрд руб. Соответственно, наиболее дорогостоящие проекты следующего года будут пересмотрены – с учетом ситуации на кредитном рынке, а также снижения цен на топливо, в случае если оно примет затяжной характер. Тем не менее, долговая позиция Марийского НПЗ вполне адекватна ситуации, поэтому мы считаем риск рефинансирования компании умеренным. Мы также не исключаем, что структура группы может быть оптимизирована с целью высвобождения ресурсов для развития ключевых направлений: в частности, может быть выделено низкорентабельное бункерное подразделение.

Группа Магnezит

- Эмитент: ООО «Группа «Магnezит»
- Поручитель: ОАО «Комбинат «Магnezит»
- Объем выпуска: 1.5 млрд руб.
- Сумма купона: 41.1 млн руб.
- Дата погашения: 18 декабря 2008 г.
- Платежный агент: Росбанк

Основные риски группы Магnezит связаны с резким ухудшением ситуации в сталелитейной промышленности

На наш взгляд, группа Магnezит аккумулировала достаточный запас ликвидности для погашения 1-го выпуска облигаций. Мы также полагаем, что Магnezит может стать центром консолидации в производстве огнеупоров по мере того, как спад в металлургической отрасли будет обострять финансовые проблемы менее крупных игроков. Ключевые риски кредитного профиля группы Магnezит: потенциальное резкое снижение спроса со стороны металлургической отрасли и падение цен на основные типы огнеупоров, долговое финансирование сделок M&A, операционные риски в связи с интеграцией зарубежных предприятий группы.

Эмитентом облигаций является сбытовая компания группы, которая с середины 2008 года ведет производственную деятельность. Поручитель – основной операционный актив группы в России. За пределами кредитной базы займа – холдинговая компания группы, иностранные предприятия и экспортные трейдинговые подразделения. Тем не менее, обеспеченность займа денежными потоками и активами группы удовлетворительна: ООО «Группа Магnezит» формирует, по нашим оценкам, около 60% от совокупной выручки и операционной прибыли группы, а ОАО «Комбинат Магnezит» является балансодержателем основных производственных активов.

Ситуация быстро меняется, поэтому отчетность за 9м2008, возможно, не дает полной картины

Мы решили проанализировать отчетность по РСБУ эмитента и поручителя за 9м2008 г. Российская отчетность компаний не дает полного представления о консолидированных результатах - в частности, годовая выручка группы с учетом иностранных активов превышает выручку холдинговой компании российского сегмента, по нашему мнению, как минимум в 1.5 раза; может быть завышена и оценка долговой нагрузки. Тем не менее, эта отчетность позволяет проследить ключевые изменения финансовых показателей за январь-сентябрь 2008 г.

Финансовые результаты ООО Группа Магnezит по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый Долг	Долг/ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
9м2008	9 982.4	21.2%	1 591.8	15.9%	7 806.6	3.7x	3.4x
6м2008	6 372.1	25.7%	1 294.1	20.3%	6 349.5	2.5x	4.5x
2007	10 057.8	25.0%	1 975.0	19.6%	6 314.5	3.2x	6.0x
9м2007	7 511.0	25.3%	1 497.9	19.9%	5 988.1	3.0x	7.0x

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Результаты ООО «Группа Магnezит» - профит-центра российского сегмента – в целом позитивны; на его балансе отражается большая часть заимствований группы, поэтому реальный уровень долговой нагрузки должен быть заметно ниже

ООО Группа Магnezит - основной центр прибыли и распорядитель заемных ресурсов внутри группы, поэтому его отчетность позволяет проследить динамику рентабельности и долга группы. Мы выделяем два ключевых момента:

- Несмотря на то, что в мае 2008 г. ООО Группа Магnezит начала производственную деятельность на базе порошковых цехов комбината, показатели рентабельности формально ухудшились, а долговая нагрузка возросла. Однако мы полагаем, что рентабельность группы в целом в 3кв2008 если и снизилась, то несущественно (маржа ЕБИТДА на уровне 20%), поскольку снижение спроса и цен на огнеупоры в связи с проблемами основных потребителей - это скорее проблема 4-го квартала.
- Что касается увеличения долга компании, то мы связываем его с финансированием последних сделок Магnezита по приобретению зарубежных активов, в частности, Пантелеймоновского огнеупорного завода в Украине, а также довольно дорогостоящей программой капвложений. Основным негативным фактором мы считаем рост краткосрочного долга – практически все заимствования на уровне ООО Группа Магnezит имеют сроки погашения в пределах 1 года.

Финансовые результаты ОАО Комбинат Магnezит по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый Долг	Долг/ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
9м2008	6 200.4	15.3%	710.9	11.5%	3 011.2	3.2x	2.8x
6м2008	4 304.1	11.4%	295.6	6.9%	3 910.7	6.6x	1.7x
2007	7 457.5	20.6%	858.3	11.5%	3 357.6	3.9x	4.9x
9м2007	5 399.7	21.8%	696.1	12.9%	2 084.0	2.2x	6.0x

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В 2008 году Магnezит продолжил зарубежную экспансию сразу на нескольких направлениях...

Отчетность Комбината менее информативна вследствие увеличения доли давальческой переработки сырья для головной компании холдинга и значительного объема операций с контрагентами внутри группы. Тем не менее, мы отмечаем снижение долга на балансе Комбината – не исключено, что это связано с перераспределением ресурсов в пользу других предприятий группы. Напомним, что с 2005 года в состав Магnezита вошли несколько совместных предприятий в Китае, в 2007 году – Раздолинский периклазовый завод в Красноярском крае, в 2008-м – словацкий Slovmag – крупнейший производитель огнеупоров в Восточной Европе, а также Пантелеймоновский завод в Украине, хотя у нас нет информации о завершении этой сделки.

...что влияет на капитальные затраты - приобретаемые предприятия нуждаются в модернизации...

Инвестпрограмма 2008 года включает в себя модернизацию и монтаж нового оборудования (клинкерного комплекса) на комбинате «Магnezит», разработку Саткинских месторождений, а также реконструкцию и развитие дочерних предприятий в Словакии и Китае. Общий объем инвестиций за 3кв2008 составил, по нашим оценкам, не менее 1 млрд руб., причем эта сумма не учитывает затраты на M&A (суммы сделок не раскрываются). На наш взгляд, это вполне объясняет рост финансового долга на уровне ООО Группа Магnezит с начала 2008 года примерно на 1.5 млрд руб.

...это увеличивает долговую нагрузку, но не критично при текущем уровне рентабельности

Активизация инвестпрограммы и ухудшение ценовой конъюнктуры и объемов продаж могут привести к росту долговой нагрузки по итогам 2008 года. По нашим оценкам, совокупная годовая выручка группы с учетом зарубежных предприятий составит порядка 18 млрд руб. При марже на уровне 20% (у нас нет оснований считать, что рентабельность резко снизится уже в текущем году), консолидированная ЕБИТДА группы составит 3.6 млрд руб. На наш взгляд, операционный денежный поток в данном случае позволит профинансировать основную часть инвестпрограммы, а также успешно погасить облигации.

На металлургические предприятия приходится до 75% от совокупных продаж, однако спад в отрасли - не только риск, но и возможность дальнейшей консолидации производителей огнеупоров

В среднесрочной перспективе основные риски Магnezита связаны с резким снижением производства на предприятиях – ключевых клиентах компании, прежде всего, в металлургии. В связи с этим нужно отметить, что около 18% от совокупных продаж в прошлом году приходилось на Украину, 4% - Казахстан. Всего на металлургические предприятия приходится до 75% от совокупных продаж группы. Спад в сталелитейной промышленности может спровоцировать резкое снижение выручки и рентабельности производителей огнеупоров. Тем не менее, мы в целом оптимистически оцениваем кредитный профиль компании по следующим причинам:

- Магnezит – единственный в стране производитель огнеупоров, обладающий собственной сырьевой базой: компания полностью обеспечивает себя основным сырьем на двух месторождениях.
- Активы группы не представляют интереса для интегрированных сталелитейных компаний в качестве объекта поглощения или конкурента; напротив, производители стали, обладающие собственными мощностями по производству огнеупоров, в последние годы рассматривали их как непрофильные.
- Мы полагаем, что ухудшение ценовой конъюнктуры будет стимулировать дальнейшую консолидацию в отрасли, и Магnezит может стать одним из ее центров за счет более слабых игроков. Кроме того, группа имеет сильный экспортный потенциал, имеет статус системообразующего предприятия в регионе и поэтому, на наш взгляд, в случае необходимости сможет обратиться за рефинансированием к государству.

ФГУП ПО УОМЗ

- Эмитент: ФГУП ПО Уральский оптико-механический завод
- Объем выпуска: 1 млрд руб.
- Сумма купона: 46.9 млн руб.
- Ставка купона на следующий период: 16.5%
- Дата оферты: 18 декабря 2008 г.
- Погашение: в июне 2010 года
- Платежный агент: Росбанк

Статус госпредприятия не гарантирует отсутствие проблем при погашении обязательств

УОМЗ – представитель оборонного сегмента долгового рынка, единственный выпуск которого размещался не столько на основе оценки самостоятельного кредитного риска, сколько исходя из статуса стратегического предприятия и качественного портфеля заказов. Судя по данным российской отчетности, УОМЗ не обладает достаточными средствами для погашения облигаций на 1 млрд руб. в полном объеме. Поэтому оферта по выпуску будет фактически представлять собой еще один тест на банковскую поддержку госсектора. Основными кредиторами УОМЗ, по данным квартальных отчетов, являются Банк Москвы, Росбанк и ВТБ.

Простой структурой выпуска эмитент обязан существовавшей ранее специфической процедуре регистрации облигаций ГУПов. В то же время, официальная отчетность УОМЗ, на наш взгляд, не вполне адекватно отражает финансовые потоки предприятия из-за специфики учета финансирования НИОКР и контрактных обязательств.

Финансовые результаты ФГУП ПО УОМЗ по РСБУ, млн руб.

Период	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый Долг	Долг/ЕБИТДА, раз
9М2008	2 273.1	42.9%	378.7	16.7%	3 640.0	7.2x
2007	3 272.9	37.3%	472.8	14.4%	2 773.6	5.9x
9М2007	2 129.0	36.6%	268.0	12.6%	3 027.1	8.5x

Источник: отчетность предприятия, оценки Райффайзенбанка

Очень высокая долговая нагрузка объясняется как спецификой производственного цикла УОМЗ, так и фактором господдержки...

Основные выводы:

- Финансовое состояние УОМЗ определяется поступлением авансовых и контрактных платежей, в т.ч. от Минобороны и предприятий ВПК (на долю спецпродукции приходится более 50% от совокупной выручки). Соответственно, из-за платежных разрывов завод привлекает долговое финансирование в объеме, сопоставимом с годовой выручкой. Несмотря на относительно высокую рентабельность, показатель Долг/ЕБИТДА по годовым данным – около 6х, но эта оценка очень приближительна из-за фактора «сезонности» и особенностей учета.
- В качестве позитивного момента отметим, что у предприятия есть возможность получать финансирование в банках: типичный срок кредитной линии – 3 года, в основном – под обороты. Предприятие включено в список компаний, которые предполагается акционировать и передать под контроль «Ростехнологий», и будет играть ключевую роль в субхолдинге «Оптические системы и технологии» как монополист на российском рынке оптико-электронных систем для военной авиации. Это позволяет рассчитывать на дальнейшее финансирование компании крупными банками.
- При текущем уровне долговой нагрузки УОМЗ нуждается в рефинансировании всей суммы задолженности. Мы полагаем, что облигации предприятия предполагалось рефинансировать за счет нового выпуска (его размещение пока планируется на 2009 год), однако в нынешних условиях более реалистично ориентироваться на прямую финансовую поддержку со стороны государства. Нам представляется, что эта поддержка может быть оказана в форме субсидированных кредитов, госгарантий по обязательствам или увеличения капитала.

...который в прошлом обеспечивал конструктивный подход банков к кредитованию предприятия

В нынешней ситуации риск рефинансирования УОМЗ становится высоким

ЮТэйр-Финанс

▪ **Эмитент:** ООО ЮТэйр-Финанс ▪ **Поручитель:** ОАО Авиакомпания ЮТэйр ▪ **Объем выпуска:** 2 млрд руб. ▪ **Сумма купона:** 79.8 млн руб. ▪ **Дата оферты:** 19 декабря 2008 г. ▪ **Ставка купона:** 16% ▪ **Погашение:** в декабре 2010 года ▪ **Платежный агент:** Сургутнефтегазбанк

ЮТэйр будет нелегко пройти через оферту, предположительно сильный состав акционеров – главный позитивный фактор

Авиакомпания ЮТэйр предстоит пройти через оферту в условиях острого дефицита денежных средств и тяжелой ситуации на рынке авиаперевозок. Мы считаем риск рефинансирования компании высоким, поскольку для нас не вполне очевидна заинтересованность банков в предоставлении новых кредитов авиакомпании. В то же время, компания может рассчитывать на финансовую поддержку со стороны акционеров – аргументом в пользу этой версии можно считать передачу функций платежного агента Сургутнефтегазбанку. Основные кредиторы группы ЮТэйр по данным отчетности – Сбербанк и Ханты-Мансийский банк.

Ключевые риски кредитного профиля компании: агрессивный рост долговой нагрузки для финансирования масштабной программы обновления парка, фактическая убыточность направления самолетных перевозок, зависимость рентабельного вертолетного сегмента от инвестиционной активности нефтегазовых компаний, высокие топливные риски.

Данные российской отчетности головной компании группы (поручителя по облигационному займу) по выручке и балансовому долгу сопоставимы с отчетностью по МСФО, однако расчет операционной прибыли по данным РСБУ не информативен. Тем не менее, мы используем квартальные отчеты ОАО Авиакомпания ЮТэйр, которые дают возможность сделать, по крайней мере, предварительные выводы о текущем состоянии компании.

Финансовые результаты ОАО Авиакомпания ЮТэйр по РСБУ, млн руб.

Период	Выручка	Рентабельность по прибыли от продаж	Валовый Долг	Долг/Капитал, раз	Дебиторская задолженность	Проценты к уплате
9м2008	22 703.4	1.7%	15 075.1	7.2x	12 110.3	845.6
6м2008	12 609.1	5.4%	13 797.9	6.5x	11 802.5	506.4
2007	21 870.0	6.2%	8 405.9	4.1x	5 060.7	625.3
9м2007	16 136.5	9.3%	7 354.6	3.6x	5 362.5	475.5

Источник: отчетность компании по РСБУ, оценки Райффайзенбанка

Долговая нагрузка компании резко возросла в 2008 году в связи с модернизацией авиапарка...

Отчетность наглядно демонстрирует рост долговой нагрузки компании. В данном случае мы обращаем внимание на соотношение собственных и заемных средств: по сравнению с началом 2008 года коэффициент Долг/Капитал вырос с 4.1x до 7.2x. Капитал, рассчитанный по МСФО, примерно вдвое превышает капитал по РСБУ, но и долг оказался бы значительно выше – как за счет эффекта консолидации, так и с учетом будущих платежей по лизинговым контрактам.

...в то время как рентабельность во 2-й половине года стремительно снижается

Вне зависимости от версии отчетности, мы приходим к следующему выводу: непосредственно перед ухудшением ситуации в отрасли ЮТэйр активизировал программу модернизации парка, резко наращивая долг (на 80% за 9 месяцев), и теперь компании будет непросто рефинансировать обязательства – по крайней мере, их краткосрочную часть.

Финансовые результаты группы ЮТэйр по МСФО, млн руб.

Период	Выручка	EBITDAR	Рентабельность по EBITDAR	Балансовый долг	Долг + Будущие лизинговые платежи	(Долг + Будущие лизинговые платежи) / EBITDAR, раз
2007	23 250	3 230	13.9%	9 143.2	11 736	3.6x
2006	16 974	2 264	13.3%	5 647.1	6 518	2.9x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Проблема 4-го квартала – спад пассажиропотока: ЮТэйр уже объявил о сокращении маршрутной сети

Негативная динамика кредитных характеристик авиакомпании в 2008 году связана в первую очередь со следующими факторами и событиями:

- Программа модернизации парка авиакомпании стала основной причиной роста валового долга на 6.7 млрд руб. с начала 2008 года. Мы полагаем, что значительная часть этой суммы пришлось на кредиты Сбербанка – в частности, в марте было объявлено об открытии кредитной линии на 3.8 млрд руб. на приобретение 20 вертолетов Ми-171. Кроме того, в отчетности по МСФО упоминается привлеченный в июне кредит Amsterdam Trade Bank на \$64 млн (около 1.5 млрд руб.) сроком 18 месяцев – также на приобретение вертолетов.
- Из сообщений прессы известно о ряде лизинговых контрактов на покупку самолетов ATR (общая сумма - \$62 млн) и Boeing (сумма контракта на 2008-2009 гг. – около \$300 млн). Несмотря на то, что речь в основном идет о долгосрочных сделках, платежи по операционному лизингу, на наш взгляд, существенно увеличивают долговое бремя компании – именно поэтому мы включили их в расчет долговой нагрузки по МСФО.
- Расходы на авиа-ГСМ выросли за 3-й квартал почти на 80% по сравнению с 3кв2007, существенно увеличились и аэропортовые сборы. Хотя отчетность по РСБУ не вполне адекватно отражает реальные финансовые потоки авиакомпании, резкое снижение рентабельности на уровне прибыли от продаж (с 5-6% до 1.7%) – крайне негативный сигнал. В 4-м квартале ситуация вряд ли изменится в лучшую сторону (скорее наоборот); переложить рост цен на топливо на пассажиров также практически невозможно из-за спада пассажиропотока, поэтому отчетность по итогам 2008 года может оказаться очень слабой.
- Расходы на авиатопливо и прочие ГСМ формируют около 50% прямых операционных расходов компании. Это означает, что даже более умеренный рост цен на керосин (скажем, на 30-40% в течение года) привел бы к нулевой или отрицательной операционной рентабельности группы. В этом случае долговая нагрузка компании может достичь уровня, при котором возможны серьезные проблемы с обслуживанием долга, включая процентные выплаты.

Несмотря на возможную стабилизацию или снижение цен на авиатопливо, результаты 4-го квартала могут оказаться очень слабыми

Мы полагаем, что группа ЮТэйр, скорее всего, будет вынуждена сократить программу модернизации даже ценой потери части рынка авиаперевозок – в особенности это касается регулярных рейсов. В начале декабря представитель менеджмента авиакомпании заявил о фактическом сокращении маршрутной сети на 28-30% в связи с падением объема перевозок и загруженности рейсов. Кроме того, ЮТэйр пересматривает планы на следующий год, и, в частности, компания намерена оптимизировать использование вертолетного парка.

Так же как и другие авиаперевозчики «второго эшелона», ЮТэйр в ближайшее время столкнется с необходимостью реструктурировать долговые обязательства. По нашему мнению, процесс переговоров с ключевыми кредиторами будет непростым, поскольку компания, вероятнее всего, не обладает существенной залоговой массой (большинство активов уже обременены), не имеет запаса ликвидности и нуждается в оборотных средствах.

В случае ЮТэйр помощь с рефинансированием ожидается в первую очередь со стороны акционеров компании

Недавние проблемы КД-Авиа и ЭйрЮнион показывают, что банки далеко не всегда готовы увеличивать необеспеченные реальными активами требования к авиакомпаниям. Государство в этой ситуации заинтересовано скорее в стабильности перевозок, но не обязательно в том, чтобы эти перевозки осуществлялись конкретной авиакомпанией. В случае ЮТэйр имеет смысл рассчитывать на поддержку со стороны бенефициаров (предположительно, аффилированных с Сургутнефтегазом). Однако оценить вероятность такой поддержки и форму, которую она может принять, невозможно.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.