

Календарь размещений							
Анонсированная дата	Эмитент	Серия	Объем, млрд руб.	Погашение/оферта	Организаторы	Ориентир организатора	Рекомендации НОМОС-БАНКА
book-building	ИРКУТ	БО-1	5	3 года	МДМ Банк	УТМ 10,25-10,78%	не менее 10,25%

На прошлой неделе в череде первичного предложения добавился выпуск компании ИРКУТ. На фоне первичных размещений прошедших с начала лета, а также запланированных бондов РСХБ, Юникредита, Мечела и ТГК–6 финансовые метрики ИРКУТа выглядят слабее. Вместе с тем, предложенная доходность отчасти компенсирует данный факт, а сильный операционный профиль и ряд отличий от других машиностроителей, не лучшим образом показавших себя, в том числе на российском долговом рынке, добавляет баллов кредитному профилю Эмитента. Новый 5–миллиардный бонд ИРКУТа предлагается инвесторам при погашении через три года с доходностью 10,25–10,78%. Мы рекомендуем участие в выпуске даже по нижней границе обозначенного диапазона.

Вкратце

На сегодняшний день Компания является одной из ключевых в секторе российского военного машиностроения, обеспечивая 15% экспорта. ИРКУТ входит в Объединенную авиастроительную корпорацию, доля последней в капитале ИРКУТа составляет 82,55%. При этом Государство регулярно поддерживает компанию, что является безусловным преимуществом. Корпорация входит в рейтинг 100 мировых лидеров ВПК. В последние годы порядка 30% выручки ОАК и 15% доходов от российского экспорта вооружений составляют средства от сделок по Су–30МК, производителем которого является ИРКУТ. Также на различных стадиях реализации находятся проекты по производству учебно–боевого самолета Як–130 и ближне–среднемагистрального самолета МС–21. Последний относится к гражданской авиации, совокупную долю которой постепенно (к 2015 году) планируется довести до 50% в выручке Компании. Кроме того, ИРКУТ выпускает самолет–амфибию Бе–200, на мощностях Предприятия организовано производство по конвертации в грузовые версии самолетов семейства Airbus A320.

ИРКУТ–другое машиностроение?

Стоит отметить, что сегмент машиностроения и в частности эмитенты военного– и авиастроения заставили во время кризиса понервничать инвесторов. Так, в свое время дефолты или технические дефолты допустили следующие компании: УМПО, МИГ, НПО Сатурн, Моторостроитель, Промтрактор и др. Большая часть указанных компаний все–таки рассчиталась или проводит реструктуризацию. Однако «осадок» остался. Стоит ли делать проекцию сектора на кредитный профиль ИРКУТа? Мы считаем, что у Компании есть по сравнению с другими представителями сектора ряд преимуществ, среди которых:

- **Производство основного экспортного истребителя Су–30МК.**

Су–30МК обеспечивал около 90% консолидированной выручки Компании по итогам прошлого года. Указанный самолет относится к категории 4++, то есть является одним из наиболее современных машин в российском авиапроме. Одним из основных, но не единственным преимуществом указанной модели является более низкая стоимость. Так, согласно данным СМИ, разница в стоимости с американскими истребителями составляет порядка 30%. Однако последнее все–таки вирируется в зависимости от контракта. Вместе с тем на мировом рынке неоднократно отмечали высокие технические характеристики самолета. Так, индийские ВВС, которые являются ключевыми закупщиками Су–30МК, выделяли ряд преимуществ по сравнению с американскими F–15 и F–16. Вместе с тем стоит отметить, что первый полет самолета был проведен в 1989 году, соответственно в ближайшие годы модель будет терять свою конкурентоспособность на фоне новых образцов. Так, сейчас активно идут работы над созданием истребителя 5–го поколения. При этом у зарубежных компаний развитие новых технологий происходит быстрее. Стоит отметить, что конкуренция в секторе военного авиастроения на мировом рынке строится исходя из политического влияния в той или иной страны. На сегодняшний день продукция российского военпрома поставляется преимущественно в страны, прежде всего, в которых в свое время было сильное влияние Советского союза. Вследствие этого смена политической вертикали в стране – заказчик несет в себе риски срыва поставок.

- **Весомый портфель заказов.**

ИРКУТ обладает довольно весомым портфелем заказов. Согласно материалам организатора, суммарный объем

Специальный обзор долговых рынков ИРКУТ – другое машиностроение?

30 августа 2010 года

2

заказов на продукцию ИРКУТА составляет на сегодняшний день 6,9 млрд долл. Из указанной суммы 3 млрд недавний контракт на поставку среднемагистральных самолетов МС–21 в Малайзию. Оставшаяся часть это контракты преимущественно на Су–30МК, из которых большая часть это поставки на 2,3 млрд долл. в Индию до 2014 года. МС–21 это по сути среднемагистральный аналог SSJ. Мы отмечаем, что в части поставок МС–21 не все так просто. Во–первых, поставки планируются начиная с 2016 года. Во–вторых, вспоминая сложности и перенос сроков по проекту SSJ, реализация МС–21 может совмещаться с дополнительными рисками и переносами сроков. Вследствие этого наиболее реальной на ближайшие три года является сумма в 3,9 млрд долл. Указанная сумма составляет 50% от запланированного объема выручки на период с 2011 по 2013 годы (7,8 млрд долл.). Недостающая цифра это новые неподписанные контракты на СУ–30МК и ЯК–130 перспектива которых на сегодняшний день не так очевидна, а также сервисные работы по уже поставленным самолетам. При этом сумма в 3,9 млрд долл., опираясь на итоги 2009 года (МСФО), это трехлетняя выручка Компании, чего в принципе хватает на срок до оферты.

- **Международный рейтинг, отчетность по МСФО и государственная поддержка.**

Кредитный профиль Компании, безусловно, дополняет большая информационная открытость по сравнению с коллегами по отрасли. Так, согласно последнему рейтинговому действию агентства Moody's в декабре 2009 года рейтинг ИРКУТа был подтвержден на уровне «Ва2» с прогнозом «Стабильный». Стоит отметить, что аналогичные рейтинги на сегодняшний день присвоены следующим компаниям: Трансконтейнер, ВымпелКом, МОЭСК и Ленэнерго и др. Учитывая сопоставление с рейтинговыми шкалами других агентств, то схожие оценки имеют также АФК Система, Еврхим, МТС. На фоне указанных компаний все же стоит отметить, что самостоятельный кредитный профиль Эмитента, по нашему мнению, все же слабее, особенно учитывая довольно высокий долг Компании. Основным поддерживающим фактором остается государственная поддержка сектора. В части ИРКУТа, то здесь есть реальные действия со стороны ОАК. Так, в мае 2010 года Совет директоров Корпорации принял решение об увеличении ее капитала на 5,9 млрд руб. Еще важными фактами является замещение кредитов Сбербанка беспроцентными займами акционера – ОАК. Так, в марте 2010 года ВЭБ внес в уставный капитал Объединенной Авиационной Корпорации денежные средства в объеме 21 млрд руб. Также Компании предоставляются льготные долгосрочные кредиты, за счет которых она рефинансирует свои заимствования.

Вместе с тем, несмотря на преимущества, у Компании сохраняются ряд проблем присущих российским машиностроителям, в том числе высокая долговая нагрузка, убытки и длительный производственный процесс.

Агрессивная долговая нагрузка: чистый долг/ЕБИТДА – 7,38х.

По итогам 2009 года совокупный долг Компании составил 1,2 млрд долл., что примерно сопоставимо с размером выручки за прошлый год – 1,3 млрд долл. Обязательства ИРКУТа по итогам года были сформированы на 60% или на 753 млн долл. за счет коротких долгов. При этом, согласно отчетности по РСБУ, Компания за первое полугодие продолжила наращивать долг, а временная структура обязательства по–прежнему была не комфортной. Однако, факт высокой долговой нагрузки может быть компенсирован тем, что, насколько нам известно, свыше 80% обязательств представлены кредитами Сбербанка, что, учитывая в том числе государственность ИРКУТа, в значительной мере предполагает рефинансирование долга Компании банком. Согласно аналитическим материалам к размещению займа, в нынешнем году предполагается резкое снижение коэффициента Net Debt/ЕБИТДА с уровня в 7,4х до соотношения 3,2х. Указанное соотношение возможно в том случае, если заем от ОАК на 11,2 млрд руб. состоится, а также сохранения весомого запаса денежных средств, который по итогам полугодия (РСБУ) составил 11,9 млрд руб. Фактором, поддерживающим планы снижения долга, может стать возрастающая маржинальности Предприятия. Так, опираясь на результаты первого полугодия по РСБУ, операционная маржа против значения годом ранее возросла на 2% до 15,15%. По нашему мнению, схожую динамику мы сможем увидеть и в конце года. В целом, мы также ожидаем сокращения уровня долговой нагрузки, прежде всего полагаясь на новый заем от ОАК, однако в следующем году возникают риски роста долговой нагрузки, связанные в том числе с реализацией проекта МС–21, который опять же опираясь на опыт SSJ потребуют дополнительного финансирования. Стоит отметить также, что ИРКУТ, может продолжить занимать и на долговом рынке. Так, у Компании в запасе, после размещения текущего займа, остаются два выпуска биржевых облигаций на 17,5 млрд руб. и обычный бонд на 7 млрд руб.

Позиционирование.

Пятилетний выпуск ИРКУТа с трехлетней офертой предлагается инвесторам с доходностью в диапазоне 10,25–10,78%. Сама Компания не новичок на долгом рынке, у нее находится в обращении облигационный заем объемом 3,25 млрд руб. который погашается 16 сентября текущего года. Указанные бумаги не отличаются ликвидностью вследствие чего вряд ли могут выступить ориентиром для новых бумаг. В целом предложения с доходностью выше 10% на первичном рынке отсутствуют. Что касается вторичного, то здесь выпусков мало. Так, на сегодняшний день выше отметки в 10% обращаются бумаги следующих эмитентов: Соллерс, Интурист,

Специальный обзор долговых рынков ИРКУТ – другое машиностроение?

30 августа 2010 года

3

ПрофМедиа, Ситроникс, ЮТэйр. Ни одна из этих компаний не может похвастаться государственным участием в капитале. Что касается бумаг со схожими рейтингами, то здесь доходности значительно ниже. Так, выпуск ТрансКонтейнер торгуется с УТМ 7.36% (02.2013), а бумаги ВымпелКома ВК-ИнвЗ с УТМ 7,85% (07.2013). Безусловно, Эмитенты указанных бумаг обладают меньшими рисками, однако по нашему мнению установленная доходность выпуска окупает риски ИРКУТа. Добавляет интерес к выпуску также потенциальная «ломбардность» облигаций Компании. Резюмирую, мы рекомендуем участие в выпуске даже по нижней границе обозначенного диапазона.

Финансовые результаты ОАО "ИРКУТ"						
	МСФО млн долл.			РСБУ млн руб.		
	2008	2009	%	пол. 2009	пол.2010	%
Выручка	1 247.97	1 313.65	5%	13 344.70	16 509.44	24%
Операционная прибыль	75.28	53.21	-29%	1 784.15	2 501.35	40%
ЕБИТДА	115.34	95.44	-17%	2 384.15	3 101.35	30%
Чистая прибыль	-34.89	-19.39	-44%	23.97	243.44	>100%
% доходы	12.89	11.84	-8%	141.84	193.85	37%
% расходы	119.39	85.08	-29%	1 706.10	1 525.74	-11%
Operating margin	6.03%	4.05%	-1.98%	13.37%	15.15%	1.78%
ЕБИТДА margin	9.24%	7.27%	-1.98%	17.87%	18.79%	0.92%
Net margin	отриц.	отриц.	-	0.18%	1.47%	1.29%
	2008	2009	%	2009	пол.2010	%
Активы	2 199.42	1 896.68	-14%	73 577.67	78 382.61	7%
Долг	1 202.10	1 239.52	3%	32 812.80	44 327.24	35%
Долгосрочный долг	903.83	486.26	-46%	32 811.66	25 044.75	-24%
Краткосрочный долг	298.27	753.26	>100%	1.14	19 282.49	>100%
Денежные средства и их эквиваленты	611.04	535.10	-12%	5 280.52	11 949.45	126%
Debt/ЕБИТДА	10.42	12.99	2.56	6.88	7.15	0.27
Net Debt/ЕБИТДА	5.12	7.38	2.26	4.31	5.22	0.91

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе. Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.