

«Вертолеты России» (Ba2/-/BB): первичное размещение.



Промсвязьбанк

Кредитный комментарий | Специальный обзор

21 ноября 2013 г.

«Вертолеты России» планируют разместить 28 ноября 2013 года выпуск биржевых облигаций серии 01 объемом 10 млрд рублей с офертой через 3,5 года (букбилдинг – 22 ноября). Ориентир ставки по купону составляет 8,6% - 8,9% годовых, что соответствует доходности на уровне 8,8% - 9,1% годовых. К основным сильным сторонам холдинга следует отнести масштаб бизнеса, монопольное положение на рынке вертолетов РФ и СНГ в целом, а также сильные позиции на рынке Азии. Около 50% выручки ежегодно формируется за счет долгосрочного контракта с Министерством Обороны РФ. Компания имеет умеренную долговую нагрузку: 2,43x по показателю Чистый Долг/EBITDA. На наш взгляд, выпуск может представлять интерес по доходности от 8,9% годовых.

Вадим Паламарчук
palamarchukva@psbank.ru

Комментарий.

Согласно предварительным параметрам, объем выпуска составит 10 млрд рублей с погашением через 10 лет и офертой через 3,5 года. Ориентир ставки по (полугодовому) купону составляет 8,6% - 8,9% годовых, что соответствует доходности на уровне 8,8% - 9,1% годовых. Book-building пройдет 22 ноября 2013 года, размещение намечено на 28 ноября.

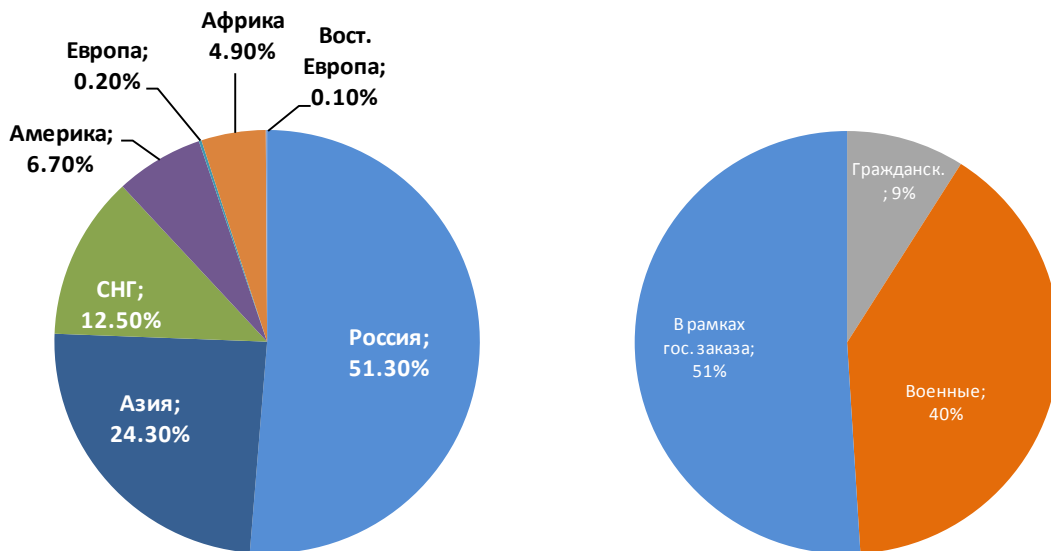
Описание компании. Компания «Вертолеты России» объединяет под собой все вертолетостроительные предприятия страны, являясь единственным главным разработчиком и производителем вертолетов в РФ, а также крупным игроком на мировом рынке. В структуру входят конструкторские бюро, вертолётные заводы, предприятия по производству, обслуживанию и ремонту комплектующих изделий, а также сервисная компания, обеспечивающая послепродажное сопровождение техники в России и за ее пределами. «Вертолётты России» является дочерней компанией ОАО ОПК «Оборонпром», входящего в состав государственной корпорации «Ростехнологии». Вертолеты, произведенные компанией и находящиеся в эксплуатации, составляют 13% от мирового рынка.

Операционная деятельность. Выручка компании формируется в первую очередь за счет продаж в рамках контрактов с министерством обороны, которые составляют порядка 50%. Также к наиболее крупным рынкам следует отнести рынки Азии, СНГ, США и Африки, которые дают в выручку компании около 24%, 12,5%, 6,7% и 4,9% соответственно.

На 1П 2013 года у компании в рамках твердых контрактов сформирован портфель заказов на 870 единиц техники (+53 единицы к концу 2012 года). В денежном эквиваленте портфель составляет 388 млрд рублей. В 2012 году компания продала 290 единиц техники на 125,7 млрд рублей. Таким образом, текущие контракты способны обеспечить компанию загрузкой примерно на 3 года. При этом стоит отметить, что порядка половины вертолетов производится в рамках контракта (до 2020 года) с министерством обороны. Общий объем контракта составляет 1000 единиц, предполагается производство не менее 120 вертолетов ежегодно.

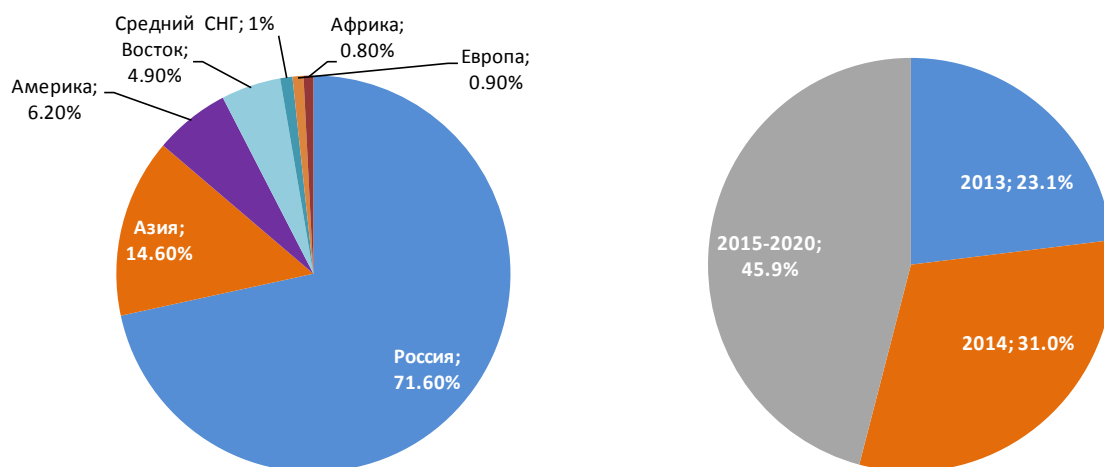
Наиболее популярным сегментов в мире являются среднеразмерные гражданские вертолеты, также востребованы атакующие (для военных действий), ультратяжелые и легкие типы. Во всех этих сегментах у компании представлены свои модели. Бестселлером является модель МИ-8/17, также в этом сегменте представлен Ка-32. Среди атакующих – МИ-28, а также Ка-52 и МИ-35М.

Объем производства в географическом разрезе и по типу техники



Источники: данные компании.

Портфель контрактов в географическом разрезе и по годам



Источники: данные компании.

Финансовый профиль компании. Компания показала сильный рост выручки в 2010-2012 гг., с 67 млрд рублей в 2010 до 103 млрд рублей в 2011 и 126 млрд рублей в 2012 году. При этом EBITDA выросла практически в 2 раза с 2010 года: с 11,6 млрд рублей до 20 млрд рублей в 2012 году. EBITDA маржа сохраняется на уровне около 16%. Чистая маржа в 2012 году составила 7,5%. Половина выручки, реализуемой в рамках гос. контрактов формируется по принципу «издержки +», подразумевающие покрытие издержек и надбавка к марже на уровне EBITDA около 10%. При этом реализуется программа субсидирования при обслуживании кредитов, полученных под финансирование реализации гос. контрактов. Большая часть процентных платежей компенсируется государством.

Остальная выручка формируется от продаж на рынке Азии, СНГ, Африки и США, где существует устоявшийся уровень рыночных цен, ежегодный рост которых не превышает 6%. При этом EBITDA маржа в сегменте рыночных продаж

формируется на уровне чуть больше 20%.

Основные финансовые показатели, МСФО.

Финансовые показатели, млн руб.	Вертолеты России, МСФО						
	2010	2011	2012	Изм. 12/'11' %	1П2012	1П2013	Изм. %
Выручка	67 202	103 938	125 749	21.0%	60 292	64 470	6.9%
Итоговый операционный денежный поток	-598	4 368	-7 897	-280.8%	9	22 846	253744.4%
ЕБИТДА	11 587	17 924	19 631	9.5%	6 401	8 544	33.5%
ЕБИТДА margin	17.2%	17.2%	15.6%	-9.5%	10.6%	13.3%	+2.6 п.п.
% расходы	3 474	3 938	4 387	11%	2 307	2 884	25.0%
Чистая прибыль (убыток)	5 904	6 985	9 442	35.2%	3 056	3 049	-0.2%
net margin	8.8%	6.7%	7.5%	11.7%	5.1%	4.7%	-0.3 п.п.
	2010	2011	2012	Изм. 12/'11' %	1П2013	Изм. %	
Активы	122 642	140 155	154 828	10.5%	57 741	-62.7%	
Денежные средства и эквиваленты	17 957	12 036	10 710	-11.0%	24 815	131.7%	
Долг	45 891	54 460	77 998	43.2%	77 803	-0.3%	
краткосрочный	25 377	19 318	43 558	125.5%	25 041	-42.5%	
долгосрочный	20 514	35 142	34 440	-2.0%	52 762	53.2%	
Чистый долг	27 934	42 424	67 288	58.6%	52 988	-21.3%	
Долг/LTM ЕБИТДА	4.0	3.0	4.0	30.8%	3.57	-	
Чистый долг/LTM ЕБИТДА	2.4	2.4	3.4	44.8%	2.43	-	
ЕБИТДА / % расходы	3.3	4.6	4.5	-1.7%	9.4	-	

Источники: данные компании, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

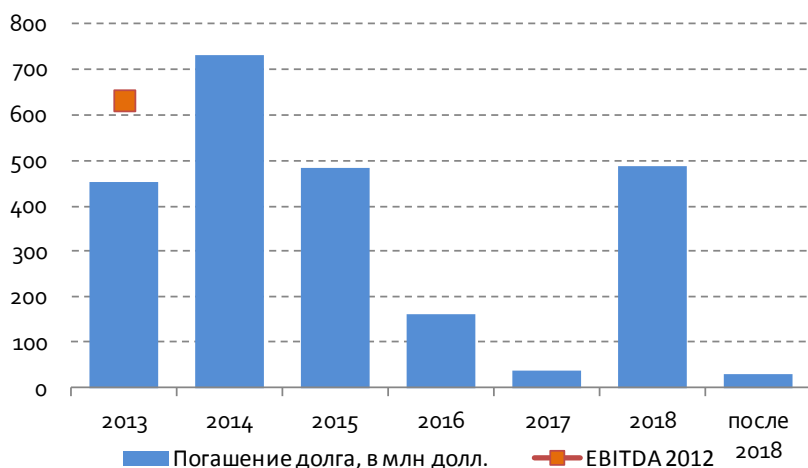
Долговая нагрузка.

Долговая нагрузка компании находится на умеренном уровне: 2,5x по показателю Чистый Долг/ЕБИТДА. Внутренняя политика компании предполагает верхнюю границу на уровне 3,5x. Также следует понимать, что та часть долга, которая привлекается под финансирование гос. контрактов (около 70%), гарантируется государством РФ, также предусмотрена предоплата в размере 30% от суммы контракта. Таким образом, в отчетности МСФО исключается данная часть долга, так как она гарантируется и в итоге компенсируется государством, включая процентные платежи по долгу. Детали по данному подходу приведены в сноске №21 в отчетности по МСФО, например, за 1П2013 года. Также стоит отметить, что рейтинговое агентство Moody's не смогло согласиться с данным подходом в силу внутренних регламентов, что и привело к пересмотру прогноза рейтинга со Стабильного на Негативный (апрель, 2013). На данный момент рейтинг от Moody's находится на уровне «Ba2», от Fitch – на уровне «BB».

Согласно графику погашения долга, максимальные платежи приходятся на 2014 год и 2018 год. При этом стоит отметить, что данный график предполагает погашения согласно крайним срокам договоров. Например, долг, погашаемый в 2018 году согласно графику, предполагается погасить в 2016 году.

Привлекаемый облигационный займ БО-01 будет (согласно данным компании) частично направлен на рефинансирование задолженности в момент первого пика платежей в 2014 году, а также частично на развитие инвестиционную программу. Инвестиционная программа за 2012 год составила 10,6 млрд рублей, а за 1П2013 года - 8,2 млрд рублей. И в 2012 году, и в 1П2013 года примерно половина затрат была направлена на R&D (развитие технологической базы и т.п.), а половина - на обновление мощностей.

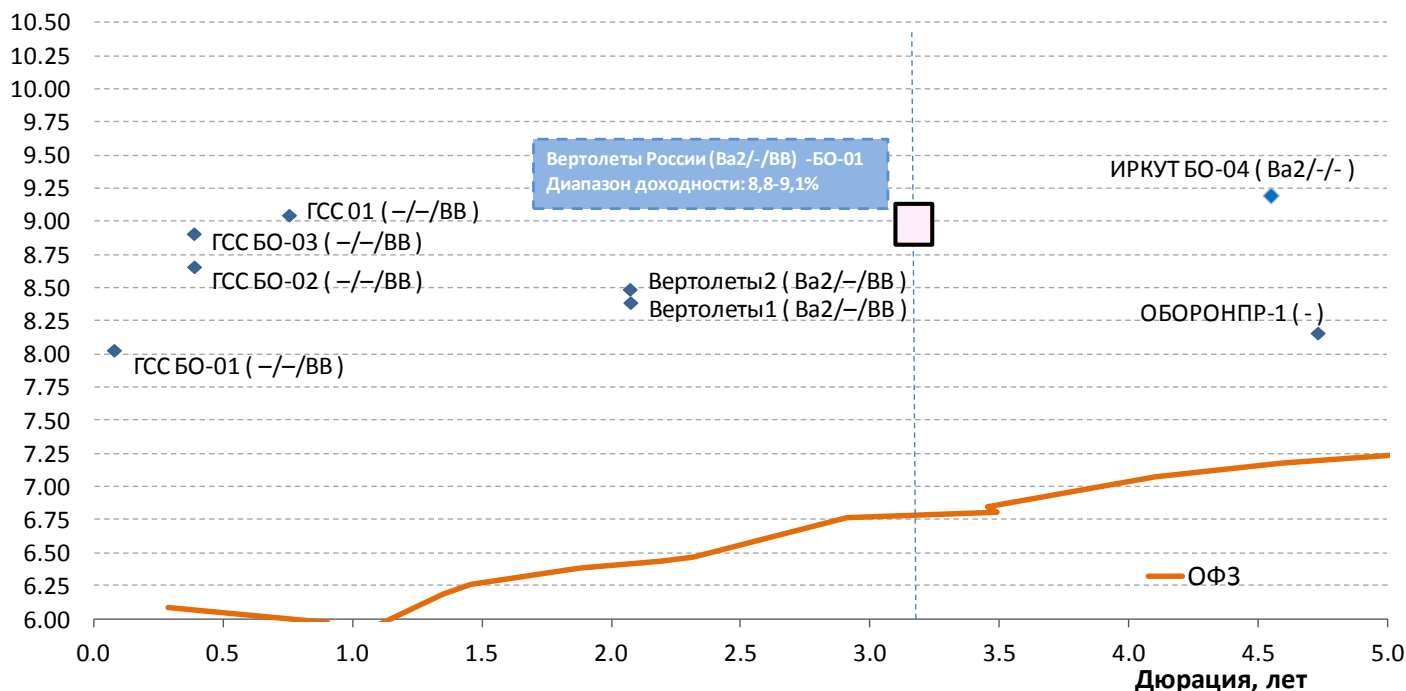
График погашения долга



Позиционирование выпуска. Компания предлагает рынку новый выпуск серии БО-01 с офертой через 3,5 года с диапазоном доходности 8,8%-9,1% годовых (купон 8,6-8,9%). Также стоит отметить, что у компании уже торгуются два выпуска, размещенных в 1-м полугодии 2013 года с дюрацией около 2-х лет и доходностью на уровне 8,4-8,5%. Стоит отметить небольшую ликвидность выпусков, характеризующуюся крупными, но не частыми сделками. Основным бенчмарком с длинной дюрацией может выступать выпуск ИРКУТ-БО-04, который обладает при этом неплохой ликвидностью. Компания обладает тем же рейтингом, что и «Вертолеты России» (Ba2 от Moody’s), также контролируется государством (через ОАК). При этом масштаб бизнеса примерно в три раза меньше, рентабельность бизнеса ниже. Соответственно, на наш взгляд, ИРКУТ должен предлагать премию в 10-20 б.п. к кривой компании «Вертолеты России». На наш взгляд, выпуск может быть интересен уже от уровня доходности в 8,9%.

«Вертолеты России» на карте доходности.

УТМ/УТР, %



Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ****Николай Кашеев**

Директор департамента

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739

Роман Османов

Главный аналитик по глобальным рынкам

OsmanovR@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА**Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706

Олег Шагов

Shagov@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729

Елена Федоткова

FedotkovaEV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748

Вадим Паламарчук

PalamarchukVA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781

Александр Полютков

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754

Алина Арбекова

ArbekovaAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**Владимир Гусев**

GusevVP@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ****Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

Богдан Круть

KrutBV@psbank.ru

+7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский

Khmelevsky@psbank.ru

+7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ**Юлия Рыбакова**

Rybakova@psbank.ru

+7 (495) 705-9068

Анатолий Павленко

APavlenko@psbank.ru

+7 (495) 705-9069

Андрей Воложев

Volozhev@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Евгений Жариков

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-9096

Денис Семеновых

SemenovyxDD@psbank.ru

+7 (495) 705-9757

Дмитрий Грицкевич

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56

Иван Заволоснов

ZavolosnovIV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Сурпин Александр

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-3924

Виктория Давитиашвили

davitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ**Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

Павел Науменко

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Виталий Туруло

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.