

Инвестиционная идея по еврооблигациям EMBRBZ 7.0'30

20 марта 2025 г.

Бондарец Данил
d.bondarets@halykfinance.kz

Основные сведения	
Компания	Embraer S.A.
Тикер	EMBRBZ
еврооблигаций	
Страна риска	Бразилия
Сектор	Аэрокосмическая и оборонная промышленность
Кредитные рейтинги (M/S/F) ¹	Baa3- St./BBB- St./BBB- St.
Рекомендация	Покупать на 2 года
Ожидаемая доходность за период держания (годовых)	6.3%
Выпуск	EMBRBZ 7.0'30
ISIN	US74736KAN41
Рынок	Euro-Dollar
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	7.0%
Доходность к погашению	5.63%
Доходность к худшему	5.58%
G-Spread	155
Текущая цена	106.237%
Дата погашения	28.07.2030
Объём в обращении	\$750 млн
Минимальный лот	\$200 тыс.

Финансовые показатели, \$ млн	2022	2023	2024
Выручка	1 544	1 847	2 209
EBITDA	78	526	881
Чистая прибыль	(185)	164	353
Активы	10 142	10 783	11 824
Обязательства	7 318	7 743	8 480
Капитал	2 824	3 039	3 345
CFO	751	617	871
CFI	(110)	(448)	(600)
CFF	(669)	(349)	(336)

Рисунок 1. Цена и доходность в динамике



Источник: Bloomberg

Инвестиционный тезис

Представляем вашему вниманию еврооблигации Embraer S.A. с погашением в 2030 году. В настоящее время облигации торгуются с доходностью к погашению 5.58%-5.70% годовых (YTW 5.51%-5.65% годовых), что подразумевает премию в 48 бп к аналогичным выпускам других компаний аэрокосмической и оборонной промышленности. Повышенная премия за риск связана с меньшим масштабом компании, в сравнении с аналогами, и тем фактом, что компания базируется в Бразилии, в то время как её основные конкуренты являются компаниями с развитых рынков. Однако, мы считаем, что премия за эмитента с развивающихся рынков является избыточной, потому что большая часть выручки компании (92%) получается за пределами Бразилии, а способность Бразильского правительства влиять на деятельность компании ограничена и касается только её оборонного сегмента, на который приходится лишь 11% выручки компании. Более того, мы положительно смотрим на бизнес Embraer в целом. Компания демонстрирует стремительные темпы роста выручки и бэклога заказов, улучшающуюся маржинальность во всех ключевых сегментах и обладает очень консервативными кредитными метриками после 4 лет сокращения долговой нагрузки. Сильный кредитный профиль компании был отмечен и рейтинговыми агентствами, которые повысили кредитный рейтинг компании до инвестиционного уровня в 2024 году. Несмотря на это, мы всё ещё считаем, что доходность, предлагаемая по данному выпуску, является привлекательной, особенно в сравнении с другими компаниями из сектора. **Мы инициируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпуску EMBRBZ 7.0'30 с ожидаемой доходностью за период держания 6.3% годовых.**

О выпуске

Выпуск EMBRBZ 7.0'30 является старшим необеспеченным долговым обязательством Embraer Netherlands Finance B.V., полностью гарантированным Embraer S.A. Купонная ставка по данному выпуску составляет 7.0% с полугодовой выплатой.

Облигационный выпуск содержит провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: до 28 апреля 2030 года (за три месяца до даты их погашения)

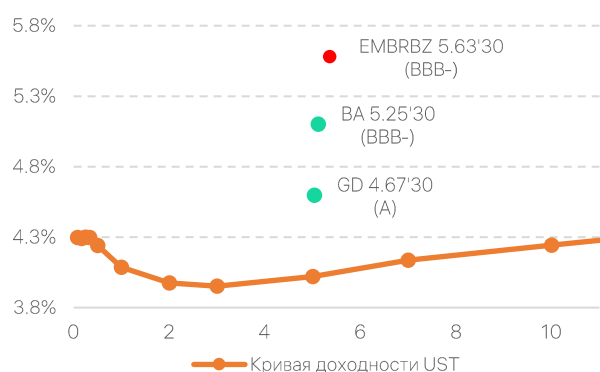
¹ Moody's/S&P Global/Fitch

Рисунок 2. G-Spread облигации



Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Карта доходностей аналогичных выпусков



Источник: Bloomberg

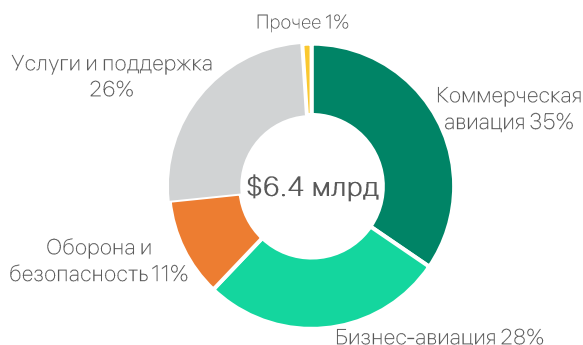
эмитент имеет право выкупить выпуск полностью или частично по цене равной большему из (1) суммы приведенной стоимости оставшихся запланированных платежей по основной сумме и процентам, дисконтированных к дате выкупа по ставке казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 50 бп, за вычетом процентов, начисленных к дате выкупа, или (2) 100% от номинала. Также, начиная с 29 апреля 2030 года, Embraer может выкупить выпуск полностью или частично, в любое время, по цене выкупа равной 100% от номинала плюс начисленные и неуплаченные проценты на дату выкупа. Компания также может досрочно выкупить облигации по цене 100% от номинала плюс начисленные проценты и дополнительные суммы, если изменения в налоговом законодательстве Нидерландов, Бразилии или другой юрисдикции приведут к обязательству эмитента или гаранта выплачивать повышенные налоги на процентные или номинальные выплаты, которые невозможно избежать разумными мерами, кроме смены юрисдикции компании. Если гарант должен платить налоги сверх бразильских по ставке 15% или 25% (для резидентов стран с низкими ставками или ограничениями на раскрытие бенефициаров), это также станет основанием для выкупа.

О компании

Embraer S.A. (далее «Embraer» или «компания») – ведущий бразильский производитель авиационной техники с диверсифицированной продуктовой линейкой, включающей коммерческие, бизнес-, сельскохозяйственные и военные самолёты, а также системы наблюдения и радиолокации. Помимо серийного производства, компания развивает сегмент услуг и поддержки, предоставляя техническое обслуживание, модернизацию воздушных судов и обучение пилотов и инженерного состава. Embraer также занимается разработкой и сертификацией eVTOL (электрических вертикально взлетающих и приземляющихся летательных аппаратов) через дочернюю компанию Eve и создаёт инфраструктурные решения для управления воздушным движением. Компания была основана в 1969 году, штаб-квартира находится в городе Сан-Паулу, Бразилия.

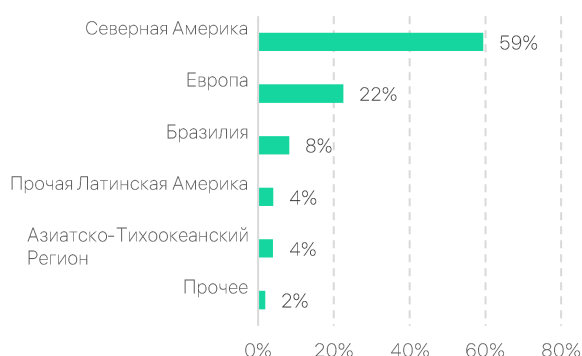
Embraer – публичная компания, её акции торгуются на бразильской фондовой бирже B3 под тикером «EMBR3» и на американской NYSE под тикером «ERJ». По состоянию на середину марта 2025 года её рыночная капитализация составляет \$10.4 млрд. Основными держателями акций компании являются Brandes Investment Partners (9.66%), BlackRock Inc (5.82%) и бразильское правительство, владеющее 5.41% акций компании через BNDSPar – инвестиционное подразделение Национального банка социально-экономического развития Бразилии (BNDS). Правительству Бразилии также принадлежит 1 «золотая акция», дающая право вето в некоторых вопросах, таких

Рисунок 4. Структура выручки компании



Источник: Данные компании

Рисунок 5. Географическое распределение выручки



Источник: Данные компании

как смена названия, логотипа или вида деятельности компании, создание или изменение военных программ с участием Бразилии, передача военных технологий третьим сторонам, прекращение поставок запчастей для военных самолётов, а также изменение контролирующего пакета акций компании.

Сегменты

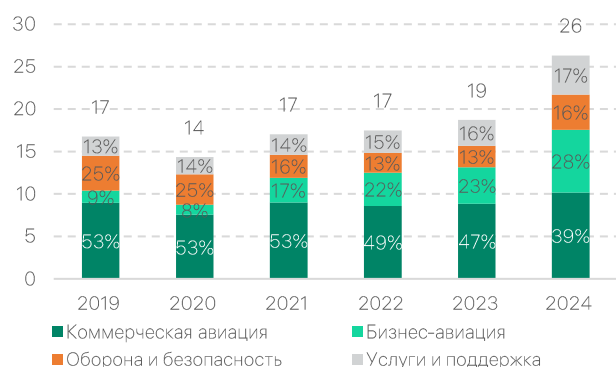
Embraer разделяет свой бизнес на 5 сегментов:

1) **Коммерческая авиация (Commercial aviation)**. В рамках этого сегмента Embraer разрабатывает и производит узкофюзеляжные самолёты малой и средней дальности, такие как серии E-Jet и E2, которые пользуются популярностью среди региональных и лоукост-перевозчиков. Сегмент коммерческой авиации является основным источником выручки Embraer с долей в 35%. Однако, маржинальность данного сегмента является одной из самых низких в бизнесе компании, в связи с чем его доля от операционной прибыли составляет лишь 11%. Основным рынком сбыта для коммерческих самолётов Embraer является Северная Америка (73% от выручки сегмента).

2) **Оборона и безопасность (Defense and security)**. Сегмент поставляет военные самолёты, транспортники и разведывательные системы. Продуктовая линейка включает такие модели, как C-390 Millennium (военно-транспортный самолёт для тактических и логистических операций) и A-29 Super Tucano (штурмовик и учебно-тренировочный самолёт для операций в условиях малой интенсивности). Помимо самолётов, компания разрабатывает решения в области разведки, связи и воздушного контроля, включая системы командования, управления, наблюдения и разведки (C4ISR), а также платформы для кибербезопасности и охраны границ. Данный сегмент также предлагает самолёты для медицинской эвакуации, транспортировки государственных лиц и выполнения обще транспортных задач в интересах обороны и безопасности, построенные на базе коммерческих платформ и бизнес-джетов компании. Embraer остаётся крупнейшим поставщиком авиационной техники для ВВС Бразилии по количеству эксплуатируемых самолётов. Тем не менее, на долю Бразилии приходится лишь 25% выручки оборонного сегмента, что делает её вторым по значимости рынком. Ключевым источником доходов выступают европейские страны, обеспечивающие 54% выручки сегмента. В 2024 году направление обороны и безопасности принесло компании 11% совокупной выручки и 9% операционной прибыли.

3) **Бизнес-авиация (Executive aviation)**. Этот сегмент выпускает бизнес-джеты для разных категорий клиентов: компаний с долевым владением самолётами, корпоративных авиапарков, чартерных и таксомоторных

Рисунок 6. Объём и динамика бэклога² заказов, \$ млрд



Источник: Данные компании

авиакомпаний, частных клиентов с высоким уровнем дохода, а также лётных академий. Линейка включает модели малой и средней дальности, такие как Phenom и Praetor. Рынок бизнес-авиации характеризуется высокой конкуренцией: помимо Embraer, на нём представлены 9 крупных производителей, включая Cessna (входит в состав Textron), Bombardier, Gulfstream (подразделение General Dynamics), Dassault и других игроков. Несмотря на значительное конкурентное давление, сегмент отличается высокой рентабельностью – валовая маржа составляет 20%, против 9% в коммерческой авиации и 18% в сегменте обороны и безопасности. Вклад бизнес-авиации в общие финансовые результаты Embraer также значителен: на неё приходится 28% выручки и 40% операционной прибыли компании.

4) **Услуги и поддержка (Service and support).** Этот сегмент охватывает услуги по техническому обслуживанию, ремонту и капитальным проверкам воздушных судов, а также модернизации бортовых систем. Помимо этого, Embraer предоставляет обучение для пилотов и инженеров, логистическую поддержку и цифровые решения для эффективного управления авиапарком. Сегмент обслуживает более 2 000 клиентов в 100 странах. В 2024 году он сгенерировал 26% выручки и 52% операционной прибыли Embraer.

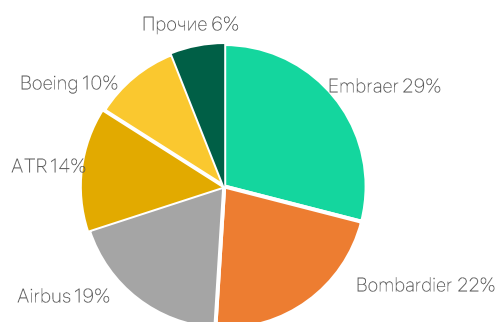
5) **Прочие сегменты (Other Segments).** Прочие сегменты включают производство компонентов для вертолётов Sikorsky Aircraft Corporation и Helicopter Support Inc., выпуск сельхоз самолётов Ipanema, разработку eVTOL и предоставление услуг кибербезопасности. Также компания управляет лизинговым портфелем, занимается перепродажей самолётов и предоставляет услуги по кибербезопасности через дочернюю компанию Tempest. На долю этих сегментов пришёлся 1% выручки в 2024 году. При этом, в совокупности, эти сегменты были неприбыльными, показав операционный убыток в \$57 млн (-11% от операционной прибыли компании).

Бэклог заказов Embraer достиг рекордных значений в 2024 году

По состоянию на конец 2024 года бэклог заказов компании составил \$26.3 млрд, увеличившись на 41% по сравнению с 2023 годом и достигнув своего максимума за всю историю компании, превзойдя показатели 2014 года. Самый значительный рост наблюдался в четвёртом квартале, во время которого портфель заказов компании прибавил \$3.7 млрд (+16% кв/кв). Основными драйверами этого роста стали сегменты бизнес-авиации, обороны и безопасности, а также услуг и поддержки. Бэклог этих сегментов вырос на 70%, 67% и 50% г/г соответственно. В

² Бэклог – заказы, которые компания обязалась выполнить в будущем при заключении контракта

Рисунок 7. Доля компании на рынке пассажирских самолётов вместимостью до 150 мест, %



Источник: Cirium

то же время бэклог сегмента коммерческой авиации увеличился на 15% г/г.

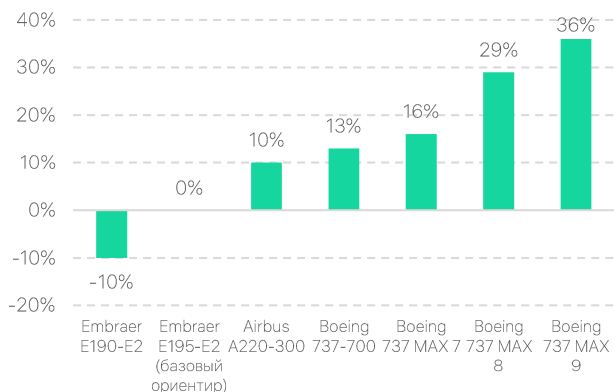
Прирост в сегменте бизнес-авиации связан с новым контрактом на поставку 182 самолётов (+ опцион на 30 дополнительных самолётов) с американской компанией Flexjet, занимающейся предоставлением услуг долевого владения и лизинга самолётов. Стоит отметить, что в бэклог по состоянию на конец 2024 года вошла только часть самолётов, которые будут поставлены в рамках данного контракта. В совокупности, при текущих ценах на самолёты компании, стоимость этого контракта оценивается в \$6 млрд (\$7 млрд в случае активации опциона). В оборонном сегменте компания получила 13 новых заказов на C-390 (5 – Нидерланды, 4 – Австрия, 2 – Чехия и 2 – неназванный покупатель) и 14 заказов на A29 Super Tucano (6 – Парагвай, 1 – Уругвай и 7 от неназванных покупателей) и, в совокупности, бэклог сегмента на конец периода включал 32 C-390 и 17 A29 Super Tucano. Рост сегмента услуг преимущественно пришёлся на третий и четвёртый кварталы благодаря новым партнёрствам в Азиатско-Тихоокеанском регионе и контрактам с Flexjet, Air Serbia, LOT Polish Airlines и Commute Air. Наконец, рост бэклога сегмента коммерческой авиации связан с ростом количества заказанных самолётов с 298 в конце 2023 года до 343 в конце 2024 года, преимущественно за счёт новых заказов на наименее вместительную модель E175 (+64 заказа г/г).

Стремление авиакомпаний снизить расходы и рост сегмента лоукостеров способствуют спросу на коммерческие самолёты Embraer благодаря их конкурентоспособной цене и высокой операционной эффективности

Embraer является лидером в сегменте коммерческих самолётов вместимостью до 150 мест. Согласно данным аналитического агентства Cirium, доля компании в глобальных поставках самолётов данного типа за последние 20 лет составила 29%, что на 7% больше, чем у ближайшего конкурента – канадского Bombardier. Однако, в настоящий момент главным конкурентом для самолётов компании являются модели Airbus A220-100 и Airbus A220-300. Благодаря большему масштабу компании и возможности кросс-продаж с более крупными моделями A320 и A350, Airbus удалось обеспечить большее количество заказов на самолёты линейки A220 в период с 2019 по 2024 гг. В среднем Airbus получали заказы на 60 самолётов в год за данный период, против 30 самолётов у Embraer. Однако, в 2024 году Embraer удалось опередить Airbus, получив 28 заказов на самолёты линейки E-2, в то время как Airbus, наоборот, лишились 9 заказов.

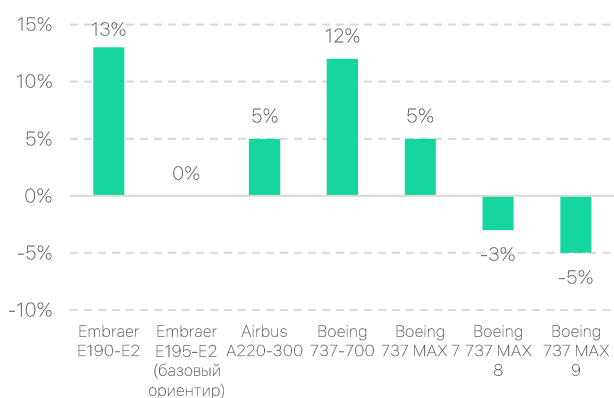
В последние годы в коммерческой авиации наблюдается ряд ключевых трендов, которые включают: снижение операционных затрат, оптимизацию размера флота, рост

Рисунок 8. Разница в стоимости одного полёта самолётов Embraer с конкурентами, %



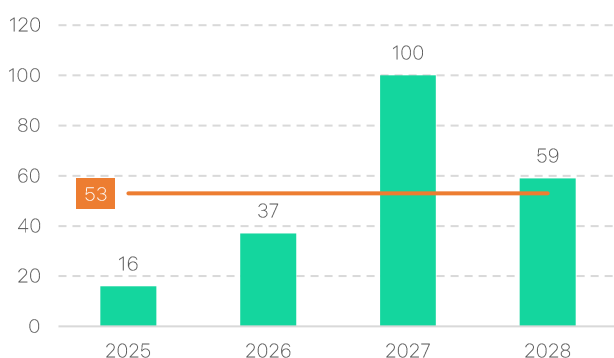
Источник: JPMorgan, данные компаний

Рисунок 9. Разница в стоимости одного полёта в пересчёте на одно кресло самолётов Embraer с конкурентами, %



Источник: JPMorgan, данные компаний

Рисунок 10. Спрос на замену самолётов Embraer E175 в США, единиц



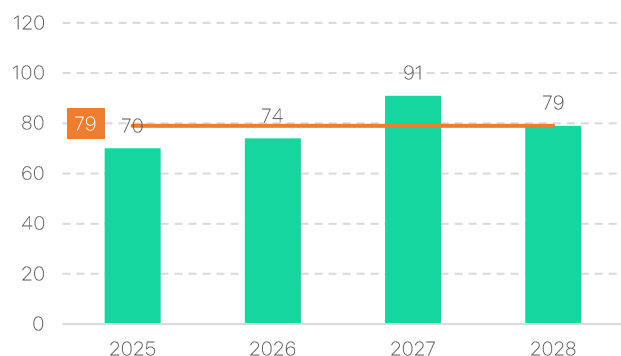
Источник: Данные компании

лоукост-перевозчиков в Европе и Азии, а также развитие региональной авиации. В этом ключе самолёты Embraer имеют ряд преимуществ в сравнении со своими конкурентами от Airbus. Во-первых, самолёты E190-E2 и E195-E2, имеющие схожее количество сидений с A220-100 и A220-300, стоят дешевле своих аналогов от Airbus (\$60 и \$65 млн, против \$81 и \$91 млн). Также, согласно анализу JPMorgan, эксплуатационные расходы на один полёт для крупнейшего самолёта Embraer – E195-E2 – на 10% ниже, чем у Airbus A220-300, а затраты в пересчёте на кресло на 5% ниже. Эти факторы способствуют росту спроса на самолёты Embraer в условиях стремления авиакомпаний оптимизировать расходы. Дополнительным аргументом, который может сподвигнуть авиакомпании отдать предпочтение самолётам Embraer, является меньший бэклог компании в сравнении с конкурентами. JPMorgan оценивают срок исполнения бэклога (количество лет для выполнения всех заказов в бэклоге) Embraer в 4.4 года. Для сравнения, у Boeing и Airbus данный показатель в сегменте узкофюзеляжных самолётов составляет 12.6 и 10.8 лет соответственно. В разрезе линеек E2 и A220, у Embraer данный показатель составляет 3.7 лет, а у Airbus – 6.2 года. Это означает, что Embraer может выполнять заказы быстрее, чем конкуренты, что также может стать преимуществом при привлечении новых контрактов.

Компания прогнозирует, что к 2043 году глобальный спрос на самолёты вместимостью до 150 пассажиров составит 10.5 тыс. единиц, из которых 8.5 тыс. будут оснащены реактивными двигателями. При этом почти половина поставок (49%) придётся на замену устаревшего парка, что создаёт дополнительный спрос и является позитивным фактором для Embraer. Согласно данным компании, в ближайшие четыре года на крупнейшем для Embraer рынке – в США – ежегодная потребность в замене составит в среднем 53 самолёта E175, а в глобальном масштабе ожидается необходимость замены 79 самолётов E190 и E195 предыдущего поколения в год. Дополнительно, в Северной Америке Embraer выделяет крупнейших авиаперевозчиков, таких как American Airlines, United Airlines и Southwest, которым в течение ближайших пяти лет может потребоваться обновление парка на 124, 119 и 87 узкофюзеляжных самолётов соответственно. Это создаёт значительные коммерческие возможности для компании. При этом American Airlines и Delta уже приобретали самолёты Embraer в последние 10 лет, что повышает вероятность их интереса к моделям серии E2 при обновлении флота.

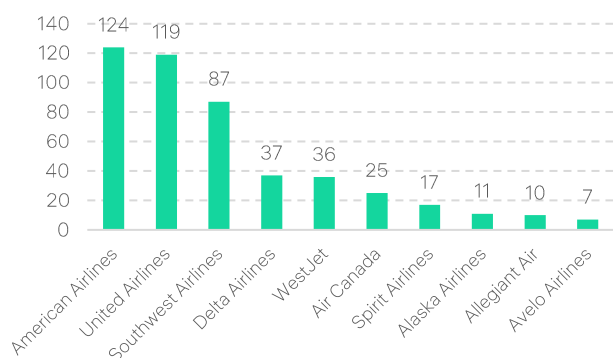
Рост оборонных бюджетов в Европе, активные кампании Embraer по привлечению новых контрактов и спрос на замену устаревшей техники создают перспективы увеличения заказов в оборонном сегменте

Рисунок 11. Спрос на замену самолётов Embraer E190 и E195 в мире, единиц



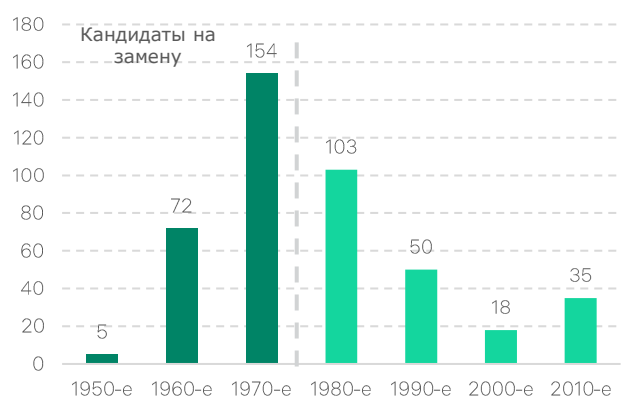
Источник: Данные компании

Рисунок 12. Спрос на замену узкофюзеляжных самолётов среди авиакомпаний Северной Америки, единиц



Источник: Данные компании

Рисунок 13. Распределение тактических военно-транспортных самолётов на целевых рынках Embraer по году производства, единиц



Источник: Данные компании

В конце 2024 года Швеция и Словакия объявили о желании взять самолёты C-390 на вооружение, однако контракты по данным самолётам ещё не были заключены, в связи с чем они пока не вошли в бэклог компании. По схожим причинам в бэклог не вошли заказы на 12 Super Tucano от Португалии и 5 от Уругвая, так как об этих контрактах было объявлено в конце декабря 2024 года-начале января 2025 года. В связи с этим, вероятно, они будут отражены в бэклоге уже в 2025 году. В настоящее время Embraer активно продвигает C-390 на ключевых международных рынках, включая Индию (80 самолётов), Саудовскую Аравию (50 самолётов), ОАЭ, Чили, ЮАР и Марокко (по 3 самолёта). Успешное заключение контрактов в этих странах может привести к более чем трёхкратному увеличению бэклога C-390 до 148 самолётов.

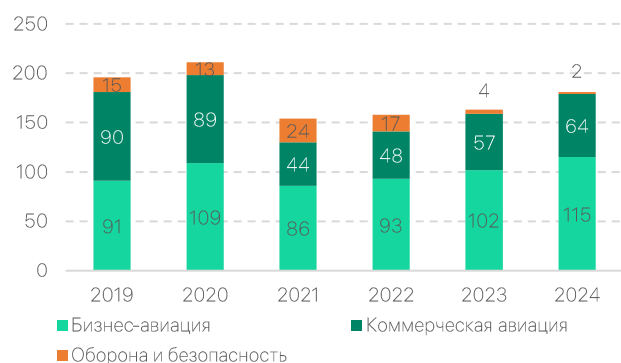
Дополнительным драйвером для спроса в этом сегменте является рост оборонных затрат среди стран Евросоюза. Мы позитивно оцениваем перспективы Embraer в привлечении новых заказов, учитывая склонность этих стран к закупке неамериканского вооружения, а также предыдущий успех в заключении контрактов на поставку C-390 в страны ЕС и НАТО, включая Нидерланды, Чехию и Австрию (не входящую в НАТО).

Наконец, как и в случае с сегментом коммерческой авиации, источником дополнительного спроса может стать замена устаревших самолётов, находящихся на вооружении в данный момент. Целевые рынки Embraer (не включают США, Россию, Украину, Кубу, Китай, Северную Корею и Японию) могут столкнуться с необходимостью замены 230 тактических военно-транспортных самолётов в ближайшие несколько лет (предполагая средний срок службы самолётов в данной категории в 45-50 лет). Причём наиболее перспективным рынком в данном направлении являются страны Азии, в которых эксплуатируются 147 самолётов, которые могут стать кандидатами на замену. Embraer также выделяет потенциальный спрос на замену лёгких штурмовиков и учебно-боевых самолётов в ближайшие 20 лет, который может составить 550 единиц, что эквивалентно объёму рынка в \$7 млрд. Это может задать дополнительный спрос на A-29 Super Tucano.

Увеличивающиеся поставки самолётов обеспечивают двузначные темпы роста выручки, которые, вкупе с растущей маржинальностью, поддерживают надёжность кредитного профиля Embraer

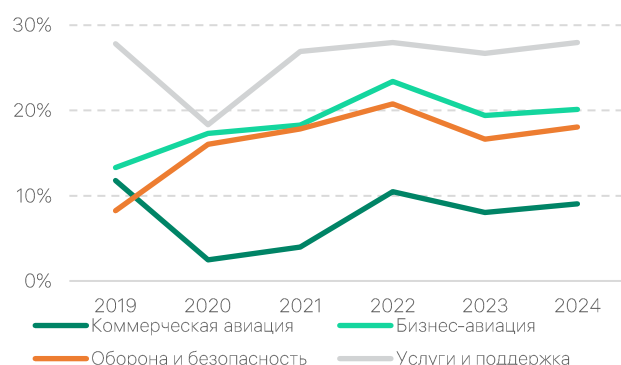
Выручка Embraer в 2024 году составила \$6.4 млрд, увеличившись на 21.4% по сравнению с предыдущим годом и, впервые за 5 лет, превзойдя значения пре-пандемийного 2019 года (\$5.5 млрд, +17.1%). В разбивке сегментов наибольший прирост выручки (+40%) наблюдался в сегменте обороны и безопасности. В 2024 году компания поставила 3 самолёта C-390, против 2

Рисунок 14. Объем поставок самолётов, единиц



Источник: Данные компании

Рисунок 15. Динамика валовой маржинальности ключевых сегментов, %



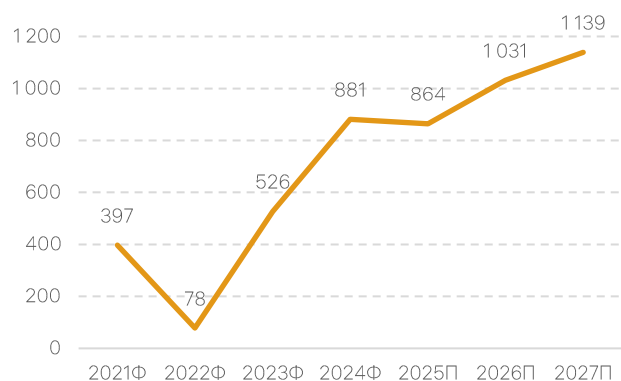
Источник: Данные компании

самолётов в 2023 году. Вторым самым значимым направлением по темпам роста стал сегмент бизнес-авиации, выручка от которого выросла на 25% благодаря росту количества поставленных самолётов со 115 в 2023 году до 130 в 2024 году. Причём, в данном сегменте был отмечен рост доли средних и суперсредних самолётов Praetor в структуре продаж (с 36% до 42%), имеющих более высокую стоимость реализации в сравнении с самолётами линейки Phenom. Это привело к росту средней выручки сегмента на 1 самолёт с \$12.4 млн до \$13.5 млн (+10.7% г/г). Рост количества поставленных самолётов был продемонстрирован и в сегменте коммерческой авиации, где данный показатель вырос с 64 единиц до 73, что привело к увеличению выручки сегмента на 20% г/г. Выручка сегмента услуг и поддержки также продемонстрировала здоровый прирост в 15% благодаря растущей утилизации самолётов со стороны клиентов, приводящей к повышенному спросу на обслуживание. Наконец, выручка прочих сегментов снизилась на 18% из-за слабого спроса на услуги по кибербезопасности и негативного эффекта ослабления бразильского реала. Вместе с ростом выручки увеличилась и валовая маржа компании с 17.3% до 18.0%. Причём улучшение маржинальности в сравнении с прошлым годом наблюдалось во всех основных сегментах Embraer. Вместе с этим компании удалось сократить долю административных расходов и расходов на реализацию с 9.9% от выручки в 2023 году до 8% в 2024 году, а также долю расходов на исследования и разработку с 1.7% от выручки до 0.9%. Наконец, в 3 квартале 2024 г. компания получила компенсацию в \$150 млн от Boeing за срыв сделки по созданию совместного предприятия в 2020 году³. В совокупности все эти факторы привели к росту EBITDA с \$526 млн (маржа – 10.0%) до \$881 млн (маржа – 13.8%). Однако, улучшение маржи EBITDA произошло бы и без единовременных выплат от Boeing. В таком случае она бы составила 11.4% (+1.4% г/г). Схожая положительная динамика наблюдалась и в операционном денежном потоке (OCF), который увеличился на 41% г/г и достиг \$871 млн. Капитальные затраты компании в 2024 году составили \$466 млн (+8% г/г), в связи с чем свободный денежный поток компании сложился на уровне в \$405 млн (+118% г/г).

Согласно консенсус-прогнозу аналитиков (по данным Bloomberg), выручка компании продолжит демонстрировать двухзначный рост и в ближайшие 2 года, достигнет \$7.4 млрд в 2025 году (+12% г/г) и \$9.0 млрд в 2026 году (+13% г/г). Прогноз руководства Embraer на следующий год также предполагает выручку в диапазоне \$7.0-\$7.5 млрд. Рост выручки будет поддержан

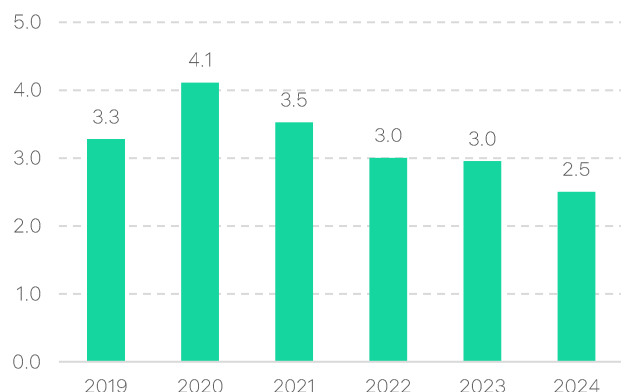
³ В 2018 году Boeing и Embraer договорились о создании совместного предприятия, в рамках которого Boeing должен был приобрести 80% сегмента коммерческой авиации Embraer за \$4.2 млрд. Однако в апреле 2020 года Boeing в одностороннем порядке отказался от сделки, ссылаясь на несоответствие условиям соглашения, что привело к судебным разбирательствам и пересмотру стратегических планов Embraer.

Рисунок 16. Динамика и прогноз EBITDA, \$ млн



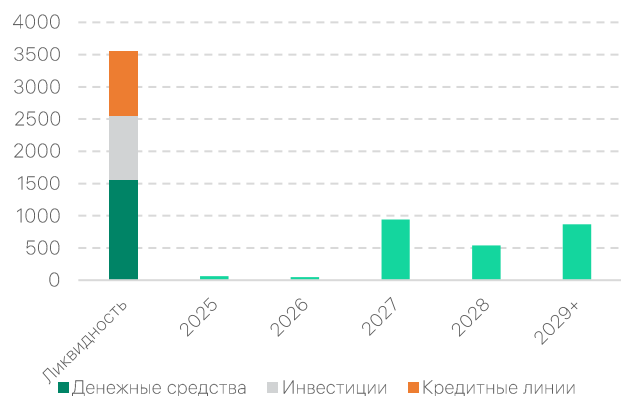
Источник: Данные компании, Bloomberg

Рисунок 17. Динамика валового долга Embraer, \$ млрд



Источник: Данные компании, Bloomberg

Рисунок 18. Ликвидность и график погашения долга, \$ млрд



Источник: Данные компании, расчёты Halyk Finance

дальнейшим увеличением поставок в сегментах коммерческой и бизнес-авиации (консенсус – 81 и 144 самолёта в 2025 году соответственно, прогноз менеджмента – 77-85 и 145-155 самолётов). При этом и консенсус-прогноз, и руководство компании ожидают маржу EBIT в 8% в 2025 году против 10% в 2024 году из-за отсутствия единовременных выплат от Boeing. На этом фоне аналитики прогнозируют небольшое снижение EBITDA до \$864 млн (-1.9%). Однако, уже в 2026 году аналитиками ожидается рост EBITDA до \$1.03 млрд (+19% г/г). Таким образом, принимая во внимание устойчивый рост выручки, улучшающуюся маржинальность бизнеса и обширный бэклог заказов, мы уверены в способности Embraer продолжить генерировать стабильные денежные потоки, которых будет более чем достаточно для покрытия финансовых обязательств компании в будущем.

Консервативный леверидж, высокий коэффициент покрытия процентных расходов и низкие валютные риски укрепляют финансовую устойчивость компании, что отражается в повышении кредитных рейтингов до инвестиционного уровня

Валовой долг компании по состоянию на конец 2024 года составил \$2.5 млрд, сократившись на 15.3% г/г. 2024 год стал 4-ым годом подряд, когда компания сокращала объём валового долга после 25% роста до \$4.1 млрд в 2020 году. При этом, компания имеет значительный объём денежных средств и финансовых инвестиций на \$2.55 млрд (\$1.56 млрд – денежные средства и \$988 млн – финансовые инвестиции), что обеспечивает ей негативный чистый долг в размере -\$49 млн. Таким образом, леверидж компании (выраженный как соотношение чистого долга к EBITDA) составляет -0.1x (против 1.2x в конце 2023 года). Большая часть долга компании (>90%) деноминирована в долларах США. Однако несмотря на то, что компания базируется в Бразилии, валютные риски для неё являются довольно низкими. На долю самой Бразилии приходится лишь 8% выручки, а остальная часть выручки приходится на экспорт, оплачиваемый в твёрдых валютах. Более того, компания может стать бенефициаром ослабления курса Бразильского Реала, так часть её производственных и административных расходов деноминирована в национальной валюте. Коэффициент покрытия процентных расходов также находится на очень высоком уровне и составляет 8.4x, увеличившись более чем в 3 раза с 2.7x в конце 2023 года. Наконец, график погашений обязательств является довольно комфортным, так как он не имеет значительных выплат в ближайшие два года. Кроме того, помимо значительного объёма денежных средств и финансовых инвестиций, компания имеет кредитную линию на \$1 млрд, действующую до 2029 года, что ещё сильнее укрепляет её ликвидный профиль. Учитывая это, и в целом довольно консервативные кредитные метрики компании, мы более чем уверены в сохранении её

платёжеспособности в течение срока нашей рекомендации. Наш взгляд разделяют и крупнейшие рейтинговые агентства, которые повысили кредитный рейтинг компании до инвестиционного уровня в 2024 году.

Рейтинговые агентства о Embraer S.A.

S&P Global

Рейтинг BBB- (прогноз «стабильный»). В феврале 2024 года S&P первыми повысили кредитный рейтинг Embraer, отражая улучшение финансового профиля компании. Решение было обусловлено сильными операционными результатами за 2023 год, включая свободный денежный поток, значительно превзошедший ожидания агентства, на фоне роста поставок, оптимизации издержек и повышения производственной эффективности. Агентство также положительно расценило рост бэклога заказов в 2023 году на 7% г/г, главным образом за счёт новых заказов в сегментах бизнес-авиации и сервисного обслуживания. Восстановление глобального авиарынка, особенно в сегменте региональных перевозок, поддерживает устойчивый спрос на самолёты в нише узкофюзеляжных лайнеров на 70–130 мест, где Embraer сохраняет лидирующие позиции с семейством E-Jet. Наконец, S&P отметили рост заказов в оборонном сегменте благодаря спросу со стороны стран НАТО и Южной Кореи. На основе этого агентство ожидает, что к 2026 году маржа EBITDA вырастет до 12–13% за счёт дальнейшей оптимизации производственного цикла и повышения оборачиваемости запасов, а левэридж останется ниже 1.5х.

Fitch

Рейтинг BBB- (прогноз «стабильный»). В сентябре 2024 года Fitch также повысили рейтинг компании до BBB-. В качестве обоснования данного рейтинга агентство отметило улучшение производственных показателей, рост прибыльности и сокращение валового долга, которое должно способствовать снижению коэффициента чистого левэриджа. Новый рейтинг отражает сильные позиции компании на рынках коммерческих и бизнес-самолётов, диверсификацию выручки за счёт сегментов обороны и безопасности и услуг и поддержки, а также надёжную ликвидность (\$1.1 млрд на конец 2кв2024 г.) и устойчивый экспортный профиль (92% выручки от экспорта). При этом, в качестве рисков Fitch отметили высокую концентрацию продаж самолётов в США, слабые свободные денежные потоки в сравнении с Airbus, и неопределённость в развитии eVTOL-подразделения Eve. Несмотря на эти ограничения, активное управление обязательствами, растущий портфель заказов и диверсификация продукции поддерживают кредитные метрики на уровне, соответствующем рейтингу инвестиционного уровня.

Moody's

Рейтинг Baa3 (прогноз «стабильный»). В декабре 2024 года Moody's присоединились к двум другим агентствам и повысили кредитный рейтинг компании с Ba1 до Baa3. В качестве основных катализаторов для повышения рейтинга агентство назвало улучшение кредитных метрик, сильный профиль ликвидности и восстанавливающиеся объёмы поставок компании. Moody's также выделили рост бэклога до \$21.1 млрд к концу 3кв2024 года (+13% с начала года) благодаря новым заказам в коммерческом сегменте и укреплению позиций в оборонном бизнесе, включая коммерциализацию самолёта C-390. Наконец, агентство подчеркнуло успех компании в наращивании выручки и поставок в ключевых сегментах, несмотря на перебои в цепочках поставок и дефицит рабочей силы. С другой стороны, Moody's выделили высокую капиталоемкость авиастроения, необходимость постоянных инвестиций в новые модели и усиливающуюся конкуренцию со стороны крупных игроков рынка, а также цикличность авиационной отрасли в качестве основных слабых сторон бизнеса Embraer. Однако, стратегическая важность Embraer для правительства Бразилии, обладающего «золотой акцией», и потенциальный доступ к финансированию от государственных банков смягчают эти риски.

Риски

- Нарушения цепочек поставок, включая проблемы с производством ключевых компонентов, могут привести к задержкам в производстве;
- Потеря доли рынка в сегменте коммерческой авиации в пользу Airbus A220 или новых игроков, таких как китайский COMAC, может привести к снижению цен на продаваемые самолёты и, соответственно, падению маржинальности сегмента;
- Высокая концентрация заказов среди крупнейших клиентов в сегменте коммерческой авиации (54% против 21% и 20% у Boeing и Airbus) может привести к значительному сокращению будущей выручки в случае отмены заказов из-за финансовых проблем у ключевых покупателей;
- Ограничения на поставки продукции оборонного сегмента иностранным покупателям со стороны бразильского правительства;
- Введение торговых пошлин со стороны иностранных стран может значительно повысить стоимость самолётов для покупателей или нанести удар по их маржинальности для Embraer.

Основные финансовые и операционные результаты Embraer

\$млн	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Выручка	5 463	3 771	4 197	4 541	5 268	6 395
Рост выручки, (г/г)	7.7%	-31.0%	11.3%	8.2%	16.0%	21.4%
Валовая прибыль	795	477	660	912	910	1 153
Валовая маржа, %	14.6%	12.7%	15.7%	20.1%	17.3%	18.0%
EBITDA	110	(40)	397	78	526	881
EBITDA маржа, %	2.0%	-1.1%	9.5%	1.7%	10.0%	13.8%
Процентные расходы	(116)	(233)	(199)	(124)	(193)	(104)
Чистая прибыль	(322)	(732)	(45)	(185)	164	353
Маржа чистой прибыли, %	-5.9%	-19.4%	-1.1%	-4.1%	3.1%	5.5%
Операционный денежный поток (OCF)	894	(1 290)	515	751	617	871
Капитальные затраты	(568)	(224)	(268)	(256)	(431)	(466)
Свободный денежный поток (FCF)	326	(1 514)	247	495	186	405
Маржа FCF, %	6.0%	-40.1%	5.9%	10.9%	3.5%	6.3%
Дивиденды	(2)	0	0	0	(13)	0

Операционные показатели

Бэклог заказов	16 755	14 364	17 039	17 488	18 723	26 312
Рост бэклога, (г/г)	2.8%	-14.3%	18.6%	2.6%	7.1%	40.5%
Поставки сегмента коммерческой авиации	89	44	48	57	64	73
Рост поставок, (г/г)	-1.1%	-50.6%	9.1%	18.8%	12.3%	14.1%
Поставки сегмента бизнес-авиации	109	86	93	102	115	130
Рост поставок, (г/г)	19.8%	-21.1%	8.1%	9.7%	12.7%	13.0%
Поставки сегмента обороны и безопасности	13	24	17	4	2	3
Рост поставок, (г/г)	-13.3%	84.6%	-29.2%	-76.5%	-50.0%	50.0%

Долговая нагрузка

Валовой долг	3 275	4 113	3 524	3 002	2 955	2 502
Рост валового долга, г/г	-6.9%	25.6%	-14.3%	-14.8%	-1.6%	-15.3%
Денежные средства и финансовые инвестиции	2 780	2 752	2 635	2 481	2 321	2 551
Чистый долг	495	1 361	890	521	634	(49)
Рост чистого долга, (г/г)	60.4%	175.0%	-34.6%	-41.5%	21.8%	-107.7%
Собственный капитал	3 615	2 907	2 775	2 824	3 039	3 345

Показатели долговой нагрузки

EBITDA / процентные расходы (x)	1.0	Н/Д	2.0	0.6	2.7	8.4
Валовый долг / EBITDA TTM (x)	29.7	Н/Д	8.9	38.3	5.6	2.8
Чистый долг / EBITDA TTM (x)	4.5	Н/Д	2.2	6.6	1.2	(0.1)

График погашения долга и запас ликвидности

	2025	2026	2027	2028	2029+
Погашение долга, \$млн	62	49	942	539	868
Запас ликвидности, \$млн	3 551				
Денежные средства, \$млн	1 563				
Финансовые инвестиции, \$млн	988				
Кредитные линии, \$млн	1 000				

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance

пр. Абая, 109 «В», 5 этаж

А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан

Тел. +7 727 331 59 77

www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Refinitiv

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance