

Российские корпоративные облигации

Специальное обозрение

27 мая 2005 г.

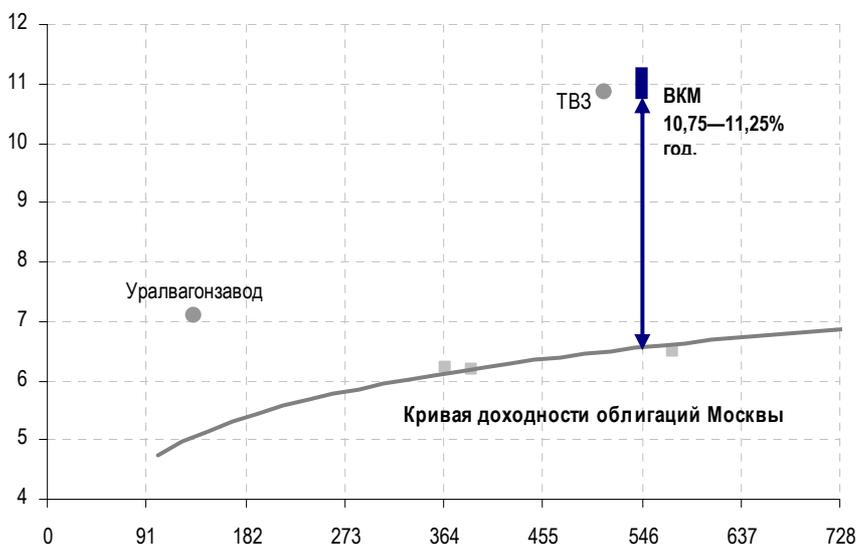
ВКМ/Рузхиммаш: ставка на вагон

Резюме

- Рузхиммаш (поручитель по предстоящему займу Вагоностроительной компании Мордовии – «ВКМ») — одно из крупнейших вагоностроительных предприятий на территории СНГ. Доля компании на российском рынке специального машиностроения составляет примерно 15%.
- Выручка компании выросла в 2004 г. на 34%, составив 6,2 млрд руб. Чистая прибыль компании в 2004 г. составила 164 млн руб.
- По показателям долговой нагрузки (долг/активы, долг/ЕБИТДА) компания является лидером среди вагоностроителей, представленных на облигационном рынке.
- По данным агентства Эксперт РА, Рузхиммаш является одной из 10 самых динамично развивающихся российских компаний (8-е место в 2003 г.) и входит в число 400 крупнейших компаний России по объемам выручки.
- Рузхиммаш производит 30 моделей цистерн, что делает продуктовый ряд компании наиболее широким среди российских и украинских производителей. Компания является лидером отрасли по количеству и качеству представляемых потребителям новинок модельного ряда.

«Справедливый» спред ВКМ к кривой облигаций Москвы составляет 410—460 б.п. «Справедливая» доходность облигаций ВКМ на срок до 1,5 летней оферты, по нашим оценкам, составляет 10,75—11,25% год.

Оценка доходности облигаций ВКМ на 26.05.05, % год.



«Справедливый» спред облигаций Рузхиммаш к кривой облигаций Москвы составляет 410—460 б.п.

Краткое описание эмитента

Рузхиммаш — крупная вагоностроительная компания

ОАО «Рузаевский завод химического машиностроения» (Рузхиммаш) — одно из крупнейших в России предприятий транспортного и специального машиностроения, являющееся основным производственным активом группы Вагоностроительная компания Мордовии (ВКМ).

Основной вид продукции предприятия — вагоны-цистерны и полувагоны (около 90% от объемов производства и продаж), предназначенные для перевозки нефтепродуктов, углеводородных газов и промышленных грузов. Кроме того, Рузхиммаш производит оборудование для различных отраслей промышленности (в основном — нефтяной, газовой и химической).

По итогам 2004 г. Рузхиммаш произвел более 6 тыс. единиц подвижного состава (примерно 15% от объема производства в России).

Лидер отрасли по рентабельности

Выручка компании выросла в 2004 г. на 34%, составив 6,2 млрд руб. Чистая рентабельность составила 2,63% — лучший показатель в вагоностроительной отрасли из присутствующих на облигационном рынке.

Кредитная история

У Рузхиммаша налажены связи с банками-кредиторами

Предстоящее размещение станет дебютным для Рузхиммаша. Ранее компания в основном пользовалась банковским кредитами. В частности, можно выделить следующие финансовые институты среди банков-партнеров компании:

- Сбербанк;
- ТрансКредитБанк;
- Банк Возрождение.

А Республика Мордовия считает компанию стратегической для региона

Кроме того, Рузхиммаш получает заемные средства от Дирекции по реализации целевой программы Республики Мордовия как стратегически важное предприятие региона. По состоянию на конец 2004 г. средневзвешенная процентная ставка по краткосрочным рублевым заимствованиям компании не превышала 11% год., для валютных обязательств составляла около 9% год.

За счет размещения облигационного займа компания рассчитывает получить относительно более долгосрочный источник заемных средств и рефинансировать относительно краткосрочный портфель банковских кредитов.

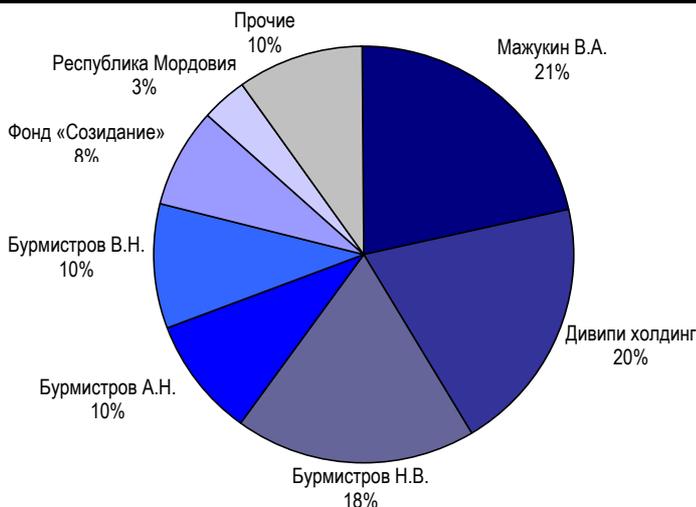
Акционеры

Основные владельцы — менеджмент, у государства — «золотая» акция

Основные владельцы предприятия — члены Совета директоров Рузхиммаша. При этом Республика Мордовия является держателем «золотой» акции в уставном капитале компании. «Золотая» акция дает Республике право вето на стратегические решения, такие как: реорганизация, ликвидация и изменении уставного капитала Рузхиммаша, а также совершение крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность.

Более полно структура акционерного капитала компании представлена в следующей диаграмме.

Структура акционерного капитала Рузхиммаша по состоянию на 30 апреля 2005 г., % год.

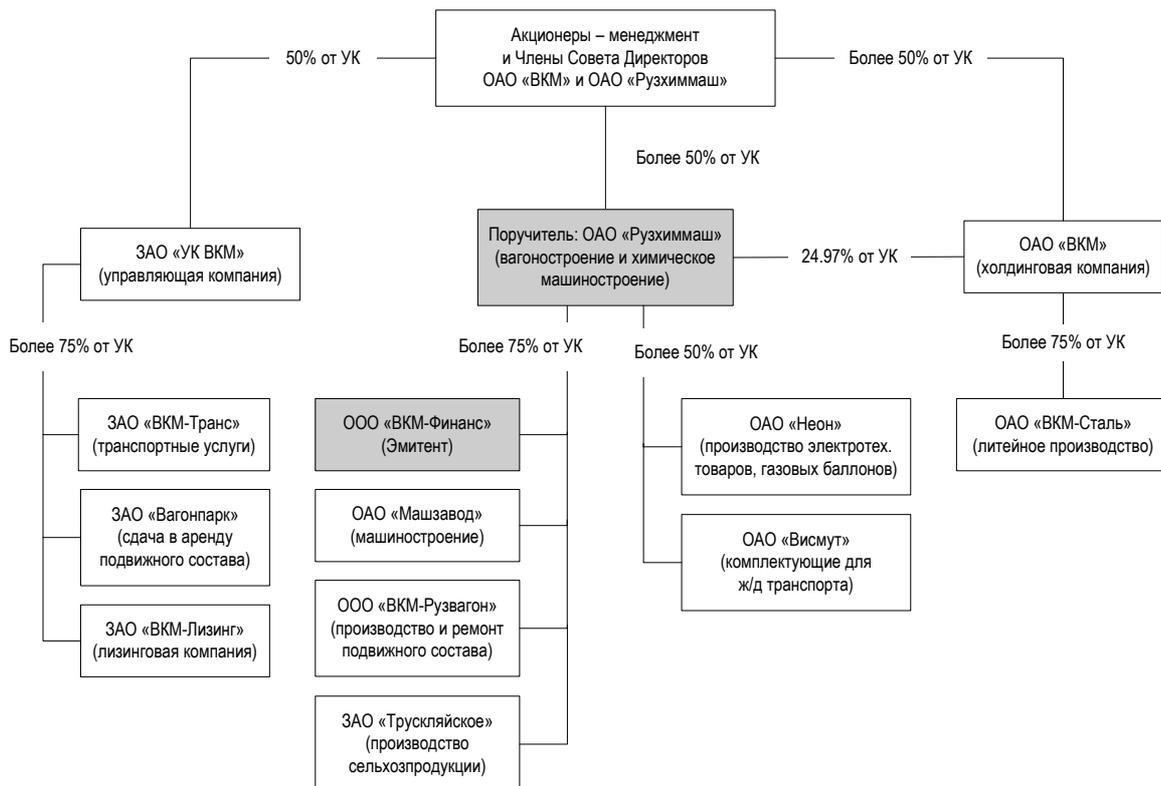


Мажукин В.А., Бурмистров Н.В., Бурмистров А.Н., Бурмистров В.Н. являются менеджерами или членами Совета директоров Рузхиммаша и / или компаний группы ВКМ

Источник: Рузхиммаш

Корпоративная структура

Всего в группу ВКМ входит 13 предприятий, в большинстве из которых группа владеет более 75% от УК. Основным производственным активом группы является Рузхиммаш.

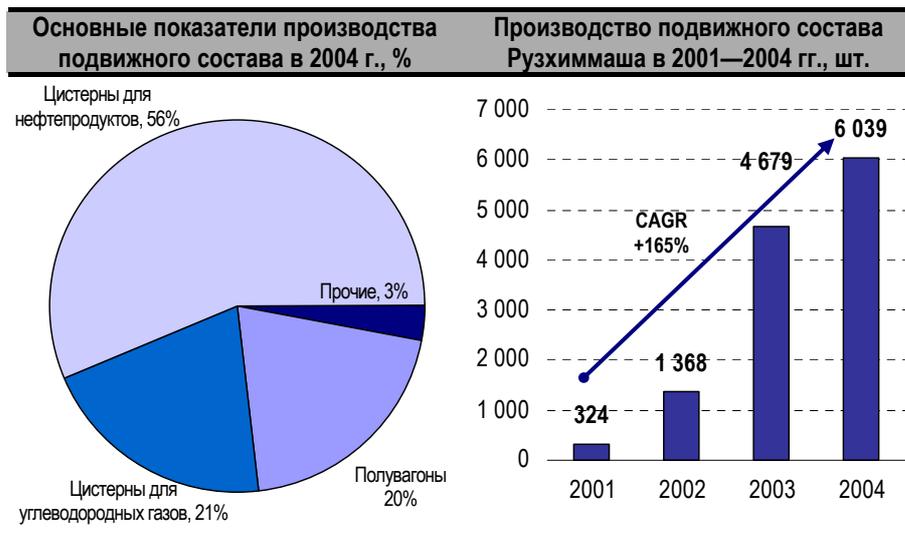


Источник: Рузхиммаш

Операционная деятельность

Рузхиммаш — одно из крупнейших в России предприятий транспортного и специального машиностроения. Специализация предприятия — производство

цистерн для перевозки нефти, и нефтепродуктов и углеводородных газов. Кроме того, Рузхиммаш выпускает полувагоны и оборудование для нефтяной, газовой, химической отраслей и сельского хозяйства.



Источник: Рузхиммаш

Производственные мощности рассчитаны на 8 тыс. вагонов...

Общая мощность Рузхиммаша позволяет выпускать до 8 000 единиц подвижного состава в год. В настоящее время предприятие производит 30 модификаций моделей вагонов-цистерн и полувагоны 3-х моделей. Расширяя спектр продукции, Рузхиммаш освоил выпуск новых видов подвижного состава — вагонов для перевозки зерна, минеральных удобрений, цемента, а также специализированных фитинговых платформ для перевозки крупнотоннажных контейнеров.

...и постоянно расширяются

В настоящее время Рузхиммаш реализует два инвестиционных проекта, направленных на модернизацию предприятия. С 2007 г. Рузхиммаш будет выпускать железнодорожные тележки нового поколения — основной элемент грузовых вагонов. А с 2009 г. — новые виды крупногабаритного оборудования для нефтегазовой промышленности.

Нефтегазовые компании — основные потребители Рузхиммаша

По итогам 2004 г., объем реализации подвижного состава Рузхиммаш в натуральном выражении составил 6 020 единиц. При этом около 57% продаж обеспечила реализация вагонов-цистерн для нефтепродуктов, по 20% — полувагонов и цистерн для углеводородных газов.

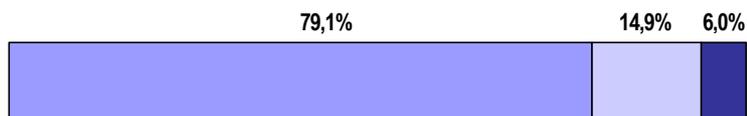
Нефтегазовые компании России и СНГ являются основными потребителями продукции Рузхиммаша. Рост цен на нефть и нефтепродукты в 2004 г. повысил спрос со стороны нефтяников на продукцию предприятия — в прошлом году было закуплено подвижного состава почти на 3,9 млрд руб., или 62% общего объема продаж. Независимые транспортные компании обеспечили Рузхиммашу около 32% выручки.

Россия и СНГ — основные рынки для Рузхиммаша

Около 80% продаж Рузхиммаша в стоимостном выражении пришлось в 2004 г. на внутренний рынок. Остальная продукция идет на экспорт, большая часть которого предназначена потребителям из стран СНГ. Экспорт подвижного состава в страны «дальнего зарубежья» ограничен другими размерами дорожной колеи. В настоящее время компания активно сотрудничает с несколькими зарубежными потребителями с целью разработки новых продуктов для этих рынков.

География продаж Рузхиммаш в 2002—2004 гг., % от общего объема продаж

■ Россия ■ Страны СНГ ■ Дальнее зарубежье



Источник: Рузхиммаш

**Портфель заказов
Рузхиммаш — 5,2 млрд руб.**

В настоящее время Рузхиммаш обладает портфелем заказов на ближайший год на производство более 4 300 единиц продукции на сумму около 5,2 млрд руб. Компания активно развивает сотрудничество с ОАО «Российские железные дороги», российским транспортным монополистом, в области поставки колесных пар и осей.

Для привлечения дополнительных покупателей продукции Рузхиммаша группа ВКМ учредила компанию ВКМ-Лизинг, основным направлением деятельности которой является лизинг железнодорожного подвижного состава Рузхиммаша. Суммарный оборот ВКМ-Лизинг по счетам за 2004 г. составил 3,0 млрд руб., выручка от реализации по результатам года — 105 млн руб.

Финансовое состояние поручителя

Основные причины значительного увеличения продаж в 2002—2004 гг.:

- рост продаж подвижного состава в натуральном выражении в этот период;
- относительно незначительное повышение цен на продукцию предприятия.

Компания прогнозирует значительный рост выручки в 2005 г. (на 35—40%) вследствие продолжения увеличения объемов продаж подвижного состава в натуральном выражении, в том числе полувагонов — более чем в 3 раза. На сегодняшний день объем заказов предприятия на 2005 г. уже составляет 5,2 млрд руб., т.е. почти 75% от запланированного годового объема продаж.



**Увеличение объемов продаж
сопровождается ростом чистой
прибыли опережающими темпами**

Источник: отчетность по РСБУ за 2002—2004 гг., прогнозы (консервативный сценарий) — Рузхиммаш

Чистая прибыль предприятия в 2004 г. снизилась по сравнению с рекордным результатом 2003 г. Основная причина снижения чистой прибыли — опережающий рост цен на основные материалы, используемые Рузхиммашем для производства. В частности, цены на листовую металлопрокат поднялись на 35%, на сортовой — на 28% всего за один 2004 г.

**Цена на металл —
на очередном пике...**

**...но в 2005 г. компания начала
перекладывать издержки на
потребителей**

По сравнению с 2002 г. цена на металлопрокат поднялась более чем на 80%. Рост цен на полуфабрикаты, используемые Рузхиммашем, был не настолько значительным. Тем не менее, рост цен на платформы превысил 50%.

Как и любое другое предприятие последнего передела, Рузхиммаш может, по крайней мере частично, перекладывать возросшие издержки на конечного потребителя. Однако рост цен на изделия последнего передела всегда происходит с некоторым временным лагом, когда заканчиваются контракты, по которым отгрузки производятся по старым ценам. В 2005 г. предприятие планирует частично компенсировать возросшие за последние 2 года материальные затраты за счет повышения цен на свою продукцию.

В 1 квартале 2005 г. чистая прибыль Рузхиммаша составила 63 млн руб. (66 млн руб. в 1-ом квартале 2004 г.).

**Отсутствие дивидендных
выплат обеспечило стабильный
рост капитальной базы
Рузхиммаша**

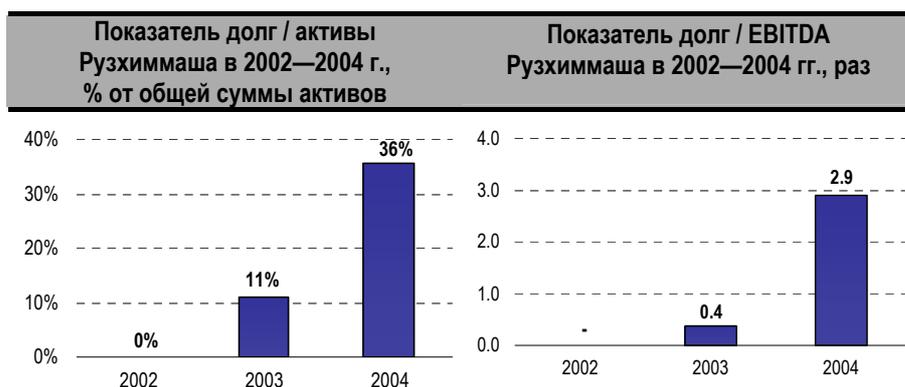


Источник: Отчетность по РСБУ за 2002—2004 гг., прогнозы (консервативный сценарий) — Рузхиммаш

**Отказ от предоплаты обусловил
рост финансовой задолженности**

В 2002—2003 гг. поставки Рузхиммаша выполнялись в основном на условиях предоплаты. Таким образом, компания фактически не нуждалась в долгом финансировании оборотного капитала. В связи с постепенным переходом на работу с оплатой по факту отгрузки и с отсрочкой платежа компания начала финансировать свой оборотный капитал посредством привлечения кредитов.

**Несмотря на рост финансовой
задолженности в 2003—2004 гг.,
ее уровень остается приемлемым**



Источник: Отчетность по РСБУ за 2002—2004 гг.

**Финансовая задолженность
не вырастет с размещением займа**

К концу первого квартала 2005 г. общая сумма финансовой задолженности Рузхиммаша составила 1,03 млрд руб. Средства, полученные от размещения облигационного займа, планируется полностью использовать на рефинансирование текущей задолженности.

К концу 2005 г. финансовая задолженность увеличится до 1,2 млрд руб. в связи с планируемым ростом оборотов компании и, как следствие, необходимостью в дополнительном оборотном капитале.

У Рузхиммаша имеются поручительства на сумму 0,8 млрд руб...

Анализируемые выше данные по финансовой задолженности Рузхиммаша не включают поручительства (на сумму 835 млн руб. по состоянию на конец 2004 г.) компанией под операции ВКМ-Лизинг, лизинговой компании группы.

ВКМ-Лизинг был создан в 2004 г. компаниями УК ВКМ (75,1%) и Интерконсалтлизинг (24,9%) для совершения операций по лизингу железнодорожного подвижного состава для обеспечения роста продаж группы ВКМ и Рузхиммаша.

...которые скоро перестанут быть актуальными

В ближайшем будущем Рузхиммаш планирует отказаться от практики предоставления поручительств по следующим причинам:

- еже в первый год существования ВКМ-Лизинг показал хорошие финансовые результаты: согласно отчетности компании, подготовленной в соответствии с МСФО, выручка составила 1,4 млрд руб., а чистая прибыль — 279 млн руб. По предварительным итогам деятельности в 1-ом кв. 2005 г, ВКМ-Лизинг войдет в 20 крупнейших лизинговых компаний России. Базируясь на хороших финансовых результатах деятельности, ВКМ-Лизинг планирует привлекать кредиты банков без дополнительного обеспечения в форме поручительства Рузхиммаша;
- лизинговая компания активно развивает альтернативные банковским кредитам формы финансирования основной деятельности, не требующие дополнительного обеспечения — в частности, работает над возможностью секьюритизации лизингового портфеля.

Рузхиммаш — второй эшелон корпоративного рынка

Подводя вывод анализу финансовой отчетности эмитента, можно сказать об удовлетворительном финансовом состоянии Рузхиммаша. На наш взгляд, компания принадлежит ко второму эшелону корпоративных облигаций.

Оценка справедливой доходности

Для выяснения «справедливой» доходности предстоящего размещения проведем сравнение облигаций ВКМ-Финанс с обращающимися на вторичном рынке бумагами эмитентов отрасли вагоностроения — ООО Уралвагонзавод-Финанс (УВЗ, специальное вагоностроение) и ОАО Тверской вагоностроительный завод (ТВЗ, пассажирское вагоностроение).

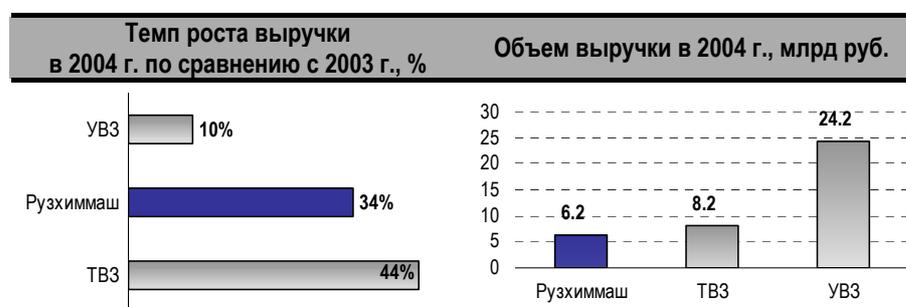
Ключевые финансовые показатели

Выручка Рузхиммаша в 2004 г. по абсолютному размеру незначительно уступает показателям ТВЗ. При сравнении с УВЗ следует учесть, что только около половины выручки УВЗ приходится на продажи подвижного состава.

В 2005 г. выручка увеличится почти на 40%

Более того, Рузхиммаш прогнозирует рост выручки по итогам 2005 г. на 38% по сравнению с 2004 г. в основном за счет значительного увеличения объемов продаж подвижного состава. По итогам 1-го квартала 2005 г. выручка компании составила 2,06 млрд руб. против 1,77 млрд руб. в 1-ом квартале 2004 г.

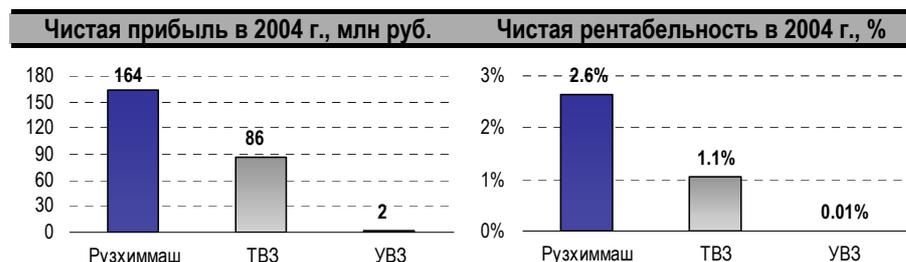
Темпы роста выручки Рузхиммаша значительно превосходят показатели УВЗ и немного уступают ТВЗ



Источник: финансовая отчетность компаний по РСБУ

Рентабельность Рузхиммаша значительно превосходит другие вагоностроительные компании, несмотря на некоторое сокращение чистой прибыли в 2004 г. На наш взгляд, основа относительно более высокой рентабельности операций Рузхиммаша — постоянное обновление продуктового ряда компании и популярности новых (сравнительно более рентабельных) моделей у основных покупателей.

Размер чистой прибыли Рузхиммаша заметно превосходит показатели ТВЗ и УВЗ, несмотря на сравнительно меньший объем выручки компании



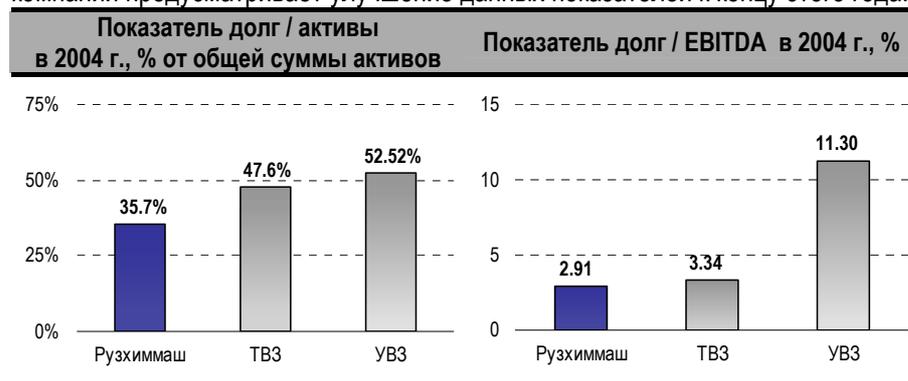
Источник: отчетность компаний по РСБУ за 2004 г.

Коэффициенты долговой нагрузки Рузхиммаша лучше других вагоностроителей

Несмотря на увеличение суммы финансовой задолженности предприятия в 2004 г., основные коэффициенты долговой нагрузки Рузхиммаша по-прежнему заметно лучше других вагоностроительных компаний. На наш взгляд, текущие показатели отражают осторожность долговой политики компании.

Мы не видим причин для ухудшения коэффициентов долговой нагрузки в 2005 г. Напротив, консервативный прогноз финансовых результатов компании предусматривает улучшение данных показателей к концу этого года.

Финансовая задолженность находится на минимальных значениях



Источник: отчетность компаний по РСБУ за 2004 г.

На наш взгляд, кредитное качество Рузхиммаша ни в чем не уступает показателям ТВЗ и заметно превосходит УВЗ.

Оценка справедливого спреда

Текущие котировки УВЗ не отражают «справедливого» кредитного спреда

Спред бумаг УВЗ к кривой облигаций Москвы на данный момент в первую очередь отражает небольшой срок до оферты (менее 4 мес.) и не является «справедливой» рыночной оценкой кредитного качества эмитента. Однако спред по этим бумагам в начале 2005 г. может быть использован как один из ориентиров по рыночной оценке «справедливой» доходности.

Доходности рублевых корпоративных облигаций на 26 мая 2005 г.

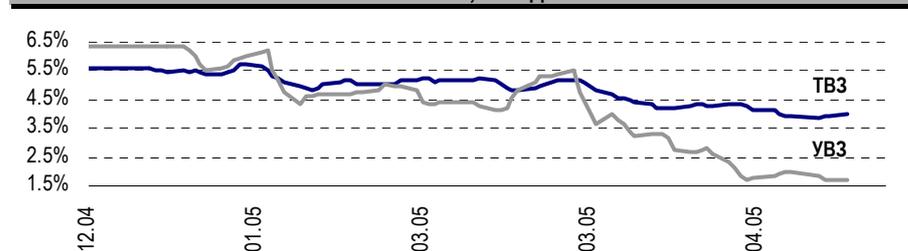
Эмитент	Объем эмиссии, млн руб.	Остающийся срок до погашения / оферты, мес.	Доходность до погашения / оферты, % год	Спред к кривой облигаций Москвы, б.п. за посл. торг. неделю
ТВЗ 1	750	17	10,85%	396—410
Уралвагонзавод 1	2 000	4	7,10%	184—207

Источник: Reuters, оценки Райффайзенбанка

В то же время спред облигаций ТВЗ к погашению через 17 мес. составил примерно 405 б.п., что, на наш взгляд, является «справедливой» оценкой рынком кредитного качества эмитента.

Спред облигаций ТВЗ и УВЗ к кривой доходности облигаций Москвы в 2005 г., % год.

Средний спред ТВЗ к кривой облигаций Москвы за последнюю торговую неделю составил около 405 б.п.



Источник: Reuters, оценки Райффайзенбанка

На наш взгляд, «справедливый» кредитный спред предстоящего размещения (без учета премии за первичное размещение) составляет 410—460 б.п.

«Справедливая» доходность предстоящего размещения составляет 10,75—11,25% год. (без учета премии за первичное размещение).

Описание облигационного займа

Основные характеристики облигационного займа	
Эмитент	ООО «ВКМ-Финанс»
Поручитель	ОАО «Рузаевский завод химического машиностроения»
Номинал выпуска	1 млрд руб.
Организаторы	ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» ОАО «ТрансКредитБанк»
Дата размещения	8 июня 2005 г.
Срок до оферты	1,5 года
Срок до погашения	3 года
Купонный период	182 дня
Использование средств	100% средств от размещения будет использовано на рефинансирование существующей финансовой задолженности

Райффайзенбанк Австрия

Адрес 129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон 721-28-46
Факс 721-99-01

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

**Член правления, начальник управления корпоративного финансирования
и инвестиционно-банковских операций**

Павел Гурин pgourine@raiffeisen.ru

**Начальник отдела корпоративного финансирования
и инвестиционно-банковских операций**

Роман Зильбер rzilber@raiffeisen.ru

Группа структурирования

Никита Патрахин npatrakhin@raiffeisen.ru

Олег Корнилов okornilov@raiffeisen.ru

Михаил Мирошниченко mmiroshnichenko@raiffeisen.ru

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева npekcheva@raiffeisen.ru

Арсен Манукян amanoukyan@raiffeisen.ru

Торговые операции

Александр Лосев alosev@raiffeisen.ru

Аналитика

Олег Гордиенко ogordienko@raiffeisen.ru

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно—аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.