

Двигателестроительные компании Финансовое положение хуже, надежда на господдержку выше

- **Справедливая доходность – 13-14%.** Хотя мы считаем, что эмитенты сектора должны успешно погасить облигации или пройти оферту, слабые финансовые показатели компаний предполагают более значительную компенсацию за кредитный риск. Ожидаемая поддержка со стороны государства, по нашему мнению, защищает держателей облигаций только от вероятного банкротства эмитента, а затруднения финансового характера могут вызвать необходимость реструктуризации долга или задержки в его погашении. Из-за плотного графика рефинансирования задолженности и отрицательных свободных денежных потоков УМПО и НПО Сатурн могут оказаться не в состоянии выплатить долги, если банки откажутся пролонгировать кредиты. КМПО в текущем году столкнулось с сокращением заказов Газпрома, и негативные последствия для финансового состояния предприятия могут привести к повышению доходности его облигаций.
- **УМПО, НПО Сатурн и КМПО представили отчетность за прошлый год и первый квартал 2008 г, которая свидетельствует о значительном ухудшении результатов.** Операционная прибыль УМПО и НПО Сатурн разочаровала: у УМПО операционная рентабельность снизилась с 14% в 2006 г. до 0.7% в прошлом году, а у НПО Сатурн – с 4.5% до 1.2%. Увеличение долговой нагрузки в сочетании с низкой генерацией прибыли привело к росту отношения Долг/ЕБИТДА до очень высоких значений – около 20 у НПО Сатурн и 30 у УМПО. Результаты деятельности КМПО за 2007 г. выглядят более благоприятно – операционная прибыль увеличилась на 58% и достигла 670 млн руб., а долговая нагрузка осталась на весьма низком уровне (1.7). Однако ввиду сокращения заказов Газпрома год обещает быть непростым для компании, о чем, в частности, свидетельствует отчетность за первый квартал (которая, впрочем, не всегда показательна).
- **Ухудшение финансового положения означает усиление зависимости от государственной поддержки.** С нашей точки зрения, финансовые показатели НПО Сатурн и УМПО соответствуют характеристикам компаний, испытывающих финансовые затруднения. Тем не менее, инвесторы обоснованно, на наш взгляд, рассчитывают на поддержку государства, поскольку и НПО Сатурн, и УМПО являются стратегическими для российского авиастроения предприятиями. Все три моторостроительные компании являются потенциальными объектами поглощения Оборонпромом, однако частные акционеры неоднократно высказывались против вхождения в состав подконтрольного государству двигателестроительного холдинга. Не так давно президент подписал указ, предполагающий вливание капитала в Оборонпром путем передачи государственных пакетов акций в двигателестроительных предприятиях, включая 37% акций НПО Сатурн. В начале мая Оборонпром дополнительно приобрел 20% акций УМПО за 3.14 млрд руб., что, по нашему мнению, можно считать довольно высокой оценкой стоимости компании. Готовность государственного предприятия платить справедливую цену за акции компаний повышает вероятность достижения соглашения с частными акционерами о продаже их долей. Мы уже отмечали, что вероятность присоединения УМПО и НПО Сатурн к государственному холдингу весьма высока. Если у компаний возникнут проблемы с обслуживанием долга, задача Оборонпрома по их покупке существенно упростится. Что касается КМПО, то вероятность его перехода в собственность государственной структуры ниже ввиду присутствия сильного акционера в лице Связьинвестнефтехима, инвестиционной структуры правительства Татарстана.
- **УМПО: производство двигателей для самолетов марки Су.** УМПО – крупнейший серийный производитель двигателей. Тесное сотрудничество с корпорацией Иркут и большой портфель заказов на истребители Су-30, оснащаемые двигателями производства УМПО, – ключевой положительный фактор с точки зрения кредитного качества. По показателям выручки УМПО опережает другие предприятия сектора, и в ближайшие годы падения продаж не ожидается. В предыдущие годы рентабельность компании оставалась на достаточно высоком уровне (в 2006 г. операционная рентабельность достигала 14%), однако рост курса рубля, подорожание стали и ограниченные возможности по повышению цен на продукцию привели к снижению рентабельности (компания даже зафиксировала убыток в традиционно удачном четвертом квартале, когда совершаются окончательные годовые расчеты). Поскольку укрепление рубля и повышение цен на металлы продолжилось в 2008 г., УМПО, с нашей точки зрения, может показать по итогам года чистый убыток. Эмитент вовлечен в непрозрачные финансовые транзакции, которые частично финансируются за счет долга. Более того, в четвертом квартале прошлого года УМПО приобрело у НПО Сатурн техническую документацию на двигатели АЛ-55, и НПО Сатурн получило доход от сделки в 4 млрд руб. Можно предположить, что сделка вписывается в схему, реализация которой позволит НПО Сатурн войти в состав акционеров УМПО.
- **НПО Сатурн: главный разработчик.** НПО Сатурн – стратегический разработчик двигателя 117С для Су-35, нового двигателя для истребителя пятого поколения. Кроме того, компания совместно с французской группой Snecma разработала двигатели SaM-146, которые будут устанавливаться на гражданские самолеты SSJ и другие. Зафиксировав чистый убыток в 2006 г., в прошлом году НПО Сатурн показало чистую прибыль в 2 млрд руб., однако при корректировке на доходы от продажи документации прибыль до налогообложения оказалась бы отрицательной (-1.1 млрд руб.).
- **КМПО: двигатели для газоперекачивающих станций.** Продажи предприятиям газовой отрасли обеспечили в прошлом году 78% выручки компании, а Газпром был ее ключевым заказчиком. Как сообщается, в этом году объем заказов от Газпрома сократился, однако 30% газоперекачивающих станций оснащаются двигателями производства КМПО, а значит, компания может рассчитывать как минимум на ремонтные заказы. Тем не менее, в первом квартале выручка уменьшилась на 11% по сравнению с январем-мартом прошлого года и составила 545 млн руб., а чистый убыток вырос двукратно (-333 млн руб.).

Таблица 1. Основные финансовые показатели двигателестроительных компаний

Млрд руб., если не указано иное	УМПО			НПО Сатурн			КМПО		
	2006	2007	1 кв. 2008	2006	2007	1 кв. 2008	2006	2007	1 кв. 2008
Выручка	14 995	15 830	1 580	7 960	10 373	1 174	4 174	4 569	545
Себестоимость реализации	12 892	14 567	1 932	7 533	10 187	1 086	3 370	3 485	794
Валовая прибыль	2 103	1 263	-352	427	186	88	804	1 084	-249
Валовая рентабельность	14.0%	8.0%	-22.3%	5.4%	1.8%	7.5%	19.3%	23.7%	-45.7%
Операционная прибыль	2 103	116	-359	357	122	83	423	670	-333
Операционная рентабельность	14.0%	0.7%	-22.7%	4.5%	1.2%	7.1%	10.1%	14.7%	-61.1%
Прибыль до налогообложения	1 905	496	-373	-439	2 750	95	259	323	8
Прибыль после налогообложения	1 486	427	-329	-183	1 980	197	167	235	1
Долг	8 672	15 744	16 504	7 978	12 133	11 445	580	1 313	1 440
ЕВITDA	2 391	495	-248	831	572	293	510	788	-304
Долг/ЕВITDA	3.63	31.81	—	9.60	21.21	9.77	1.14	1.67	—

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина
Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия
Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлок
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Агеева

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляк

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джефффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головкин

Рынок акций Средней Азии, стратегия
+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскосов
Андрей Марков

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Анна Кучеревская

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100