



ОАО «НПК «Уралвагонзавод» (УВЗ)

Письменный Станислав; ps@ufs-federation.com

Факторы инвестиционной привлекательности

Сильные стороны:

1. Стратегическое государственное предприятие оборонного комплекса – по объему выпускаемой военной продукции 3-е место в России;
2. Входит в список системообразующих предприятий с возможностью прямой финансовой государственной поддержки;
3. Один из ведущих производителей подвижного ж/д состава в России: доля рынка полувагонов более 70%, цистерн свыше 35%;
4. Ожидаемое снижение на 10% в 2010 году доли оборонного заказа, в сторону роста производства гражданской техники;
5. Планируемый в 2010 году рост выручки более чем в 1,5 раза, по сравнению с 2009 годом (более 54 млрд. рублей) и максимальный за все время деятельности предприятия показатель чистой прибыли в размере 3,4 млрд. рублей;
6. Низкая долговая нагрузка (чистый долг/ЕБИТДА равен 3,2), при снижении доли краткосрочного долга в общем объеме задолженности.

Слабые стороны:

1. Существенная зависимость от государственного заказа, как по оборонной продукции, так и по гражданской (более 90%);
2. Информационная закрытость компании;
3. Высокий износ производственных мощностей;
4. Масштабная инвестиционная программа (более 5,66 млрд. рублей).

Оценка доходности

В настоящий момент в машиностроительном секторе рублевого долгового рынка очень мало бумаг, обладающих приемлемой ликвидностью и соответственно текущей рыночной оценкой, и при этом имеющих дюрацию, сопоставимую с маркетируемым выпуском Уралвагонзавода. Наиболее оптимальными для позиционирования займа мы видим бумаги ОАО «Соллерс» и ОАО «Иркут»(/Ba2/).

Как и УВЗ, ОАО «Иркут» является государственным предприятием, работающим в основном в сфере ВПК с преимущественно государственным заказом. При этом у ОАО «Иркут» есть присвоенный международный кредитный рейтинг, более высокие масштабы и диверсификация бизнеса, в связи с вхождением в ОАК. Кроме того, за счет более высоких амортизационных отчислений, показатели Рентабельность по ЕБИТДА и Финансовый Долг/ЕБИТДА у корпорации значительно лучше, чем у УВЗ. Именно поэтому мы считаем, что

Параметр выпуска:

Серия	01
Объем размещения	3 млрд. рублей
Срок обращения	7 года
Оферта	2 года
Купонный период	182 дня
Ориентировочная доходность к оферте (по информации организатора)	9,73%-10,25%
Рейтинг	N/A

Сравнение финансовых показателей

(млн. руб.)	Уралвагонзавод (9 мес РСБУ)	Иркут (9 мес РСБУ)	Соллерс (МСФО 2-й квартал)
Активы	67 555,5	75 671,73	52 714,00
Выручка	35 837,2	31 585,60	20 258,00
ЕБИТДА	6 300,2	22 456,88	3 834,00
Чистая прибыль	2 670,2	847,73	-1 138,00
Финансовый Долг	27 578,1	41 274,8	43 519,00
Чистый долг	27 049,0	37 412,28	43 296,38
Финансовые Коэффициенты			
Рентабельность по ЕБИТДА, %	18%	71%	19%
Финансовый Долг/ЕБИТДА	3,3	1,8	8,5
Чистый долг/ЕБИТДА	3,2	1,7	5,6
ЕБИТДА/% расходы	2,2	9,7	1,3

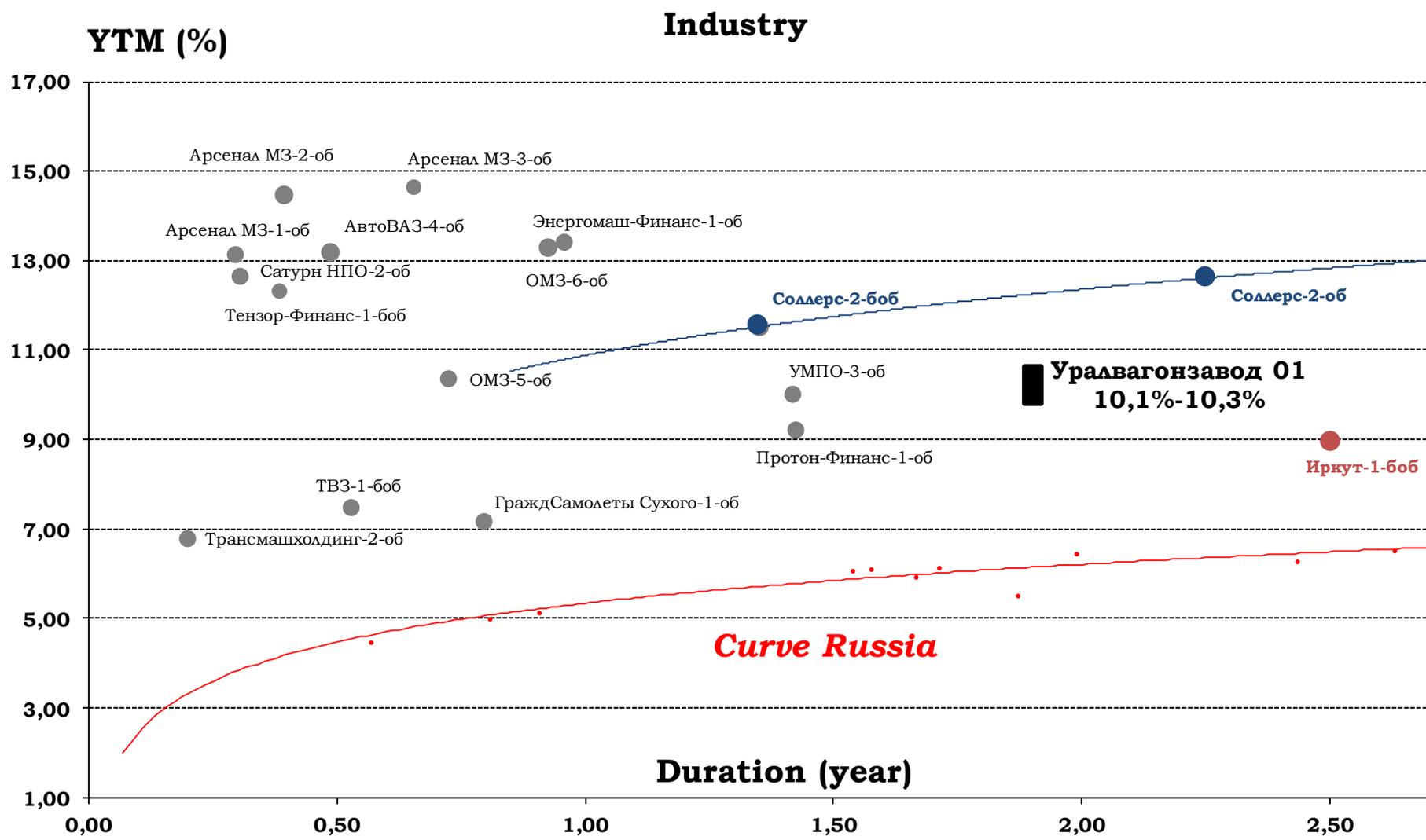


нижним уровнем коридора справедливой доходности для бумаг УВЗ, являются кривая долга ОАО «Иркут» с дополнительной премией в размере 150-180 б.п.

В случае с ОАО «Соллерс» наблюдается обратная ситуация. Компания не является государственной как по структуре акционерного капитала, так в большей части портфеля заказов. Кроме того ОАО «Соллерс» работает в сфере производства автомобилей, которая наиболее сильно пострадала в результате прошедшего мирового финансового кризиса. Все это не могло не отразиться на финансовых показателях компании. Отношение Финансовый Долг/ЕБИТДА и Чистый долг/ЕБИТДА более чем в 2 раза выше, чем у УВЗ, при этом, согласно отчетности по МСФО за 2-й квартал, компания показала чистый убыток в размере 1,138 млрд. рублей, против чистой прибыли 2,670 млрд. рублей у УВЗ. Исходя из этого, мы видим дисконт к кривой долга ОАО «Соллерс» в районе 200-230 б.п.

По нашей оценке, с учетом предлагаемой дюрации выпуска в **1,9 года**, справедливая доходность займа будет находиться на уровнях **10,1%-10,3%**. Предложенный организаторами выпуска диапазон доходности планируемого займа находится на уровнях **9,73%-10,25%**, что соответствует верхней границе справедливой доходности, согласно нашей оценке. С учетом этого, мы считаем целесообразным подать заявки на участие до 14 декабря по доходности не ниже **10,1%**.

Оценка справедливой доходности ТМК, с учетом ситуации на долговом рынке на 1 декабря 2010г.



Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 737 93 03
Кулаева Тамара Борисовна	Тел. +7 (495) 737 93 71
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 737 93 44
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 737 93 81
Горев Сергей Александрович	Тел. +7 (495) 956-26-78
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 737 93 70

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 956 15 47
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 737 93 71
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 956 12 52