

Евгений Кочемазов
+7 095 775 70 22
kochemazov@vtb.ru

ОАО "ПЕРМСКИЙ МОТОРНЫЙ ЗАВОД": краткий обзор компании и оценка доходности облигаций

Резюме

- ОАО «ПМЗ» является головной компанией Пермского моторостроительного комплекса (ПМК) – одного из лидеров российского авиационного и энергетического двигателестроения.
- В настоящий момент ПМК контролируется Группой Внешторгбанка, а миноритарным акционером выступает американская аэрокосмическая компания United Technologies Corp (UTC).
- ОАО «ПМЗ» производит наиболее современные российские двигатели ПС-90А, которые устанавливаются на новейшие магистральные самолеты Ил-96, Ту-204 и Ту-214.
- Двигатель ПС-90А является наиболее мощным российским авиационным двигателем 4-го поколения с тягой 16 тыс. кгс. и прототипом для ПС-90А2 – агрегата, соответствующего всем существующим нормам по уровню шума и эмиссии вредных веществ и не уступающего по своим эксплуатационным характеристикам зарубежным аналогам.
- Разработка ПС-90А2 ведется совместно с компанией UTC, что обеспечивает не только высокий технологический уровень двигателя, но и его эффективный маркетинг на внешних рынках.
- В настоящий момент потребителями двигателей ПС-90А являются российские и зарубежные авиакомпании (Аэрофлот, Дальавиа, Сибирь, Волга-Днепр и другие), МЧС России и ряд зарубежных авиалиний. Кроме того, двигатели производства ОАО «ПМЗ» установлены на президентском ИЛ-96-300ПУ.
- В сфере энергетического машиностроения ОАО «ПМЗ» выступает одним из основных поставщиков газотурбинных установок для ОАО «Газпром» и других ведущих российских компаний ТЭК.
- Выручка ОАО «ПМЗ» по итогам 2004 года выросла почти на 40% и составила 7.4 млрд. рублей. Порядка 43% выручки было обеспечено производством и ремонтом авиационных двигателей ПС-90А, Д-30 и двигателей для вертолетов Ми-8. Более 43% было обеспечено производством и продажей газотурбинных установок.
- В 2004 году ОАО «ПМЗ» произвело 6 новых двигателей ПС-90А, осуществило ремонт 94 авиадвигателей различных серий и произвело 79 ГТУ различной мощности.
- Валюта баланса ОАО «ПМЗ» составила на конец 2004 года 5.587 млрд. рублей. Собственный капитал – 1.182 млрд. рублей, а совокупный финансовый долг – 2.369 млрд. рублей. Структура баланса ОАО «ПМЗ» соответствует структуре баланса других двигателестроительных компаний.
- Ближайшим бенчмарком для облигаций ПМЗ-1 является выпуск НПО Сатурн – 1, средний спред которого в течение последнего месяца составил около 335 б.п. Мы полагаем, что с учетом более сильных финансовых показателей НПО Сатурн (меньшая долговая нагрузка, более высокая рентабельность) премия ПМЗ-1 к НПО Сатурн-1 должна составлять порядка 40-70 б.п.
- С учетом сложившегося уровня ставок по облигациям Москвы, мы оцениваем справедливую доходность ПМЗ-1 в диапазоне 10.45-10.75% годовых.

Общая информация об ОАО "ПМЗ"

ОАО «Пермский Моторный Завод» было образовано в 1997 году в ходе реструктуризации предприятия «Пермские Моторы» - одного из лидеров отечественного двигателестроения.

ОАО «ПМЗ» является основным предприятием Пермского моторостроительного комплекса (ПМК), в который помимо компании входят ОАО «Авиадвигатель», ОАО «Протон-ПМ», ОАО «Редуктор-ПМ», ОАО «Металлист», ОАО «Инструментальный завод». Общая численность работающих на ПМК превышает 22 000 человек.

В настоящий момент Пермский моторостроительный комплекс контролируется Группой Внешторгбанка. Миноритарным акционером (через Aviam Holding Company LLC) и основным технологическим партнером Пермских моторов по созданию нового высокомощного авиационного двигателя ПС-90А2, является американская аэрокосмическая компания United Technologies Corp.

Основным видом деятельности ОАО «ПМЗ» является производство и ремонт авиационных двигателей для российских самолетов нового поколения (ИЛ-96-300, Ту-204, Ту-214), а также производство наземных газотурбинных установок, основными потребителями которых являются российские компании энергетического сектора и, в первую очередь, ОАО «Газпром», а также такие компании ТЭК, как ОАО «Башкирэнерго», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Сибур» и ОАО «Тюменьтрансгаз».

Основными заказчиками ОАО «ПМЗ» по направлению авиационных двигателей (производство новых двигателей и ремонт существующих) являются ОАО «Аэрофлот», АК «Дальавиа», АК «Красэйр», АК «Волга-Днепр», АК «Сибирь», а также ряд лизинговых компаний, таких как ОАО «ИФК» и ОАО «ФЛК». Наличие существенного парка активных двигателей ПС-90А обеспечивает ОАО «ПМЗ» существенным ремфондом, а потенциальная потребность в новых двигателях ПС-90А2 в течение ближайших 10 лет оценивается на уровне более 1.5 тыс. штук.

Обзор рынков присутствия и перспективы развития

Авиационные двигатели ПМЗ – «сердце» российских магистральных самолетов

Российский рынок авиационных двигателей является сегментированным по типу, назначению и мощности рынком. В настоящий момент, когда производство новых российских самолетов исчисляется единицами, двигателестроительные компании ориентируются либо на экспортные заказы, что в большей степени справедливо для двигателей для военных самолетов (УМПО, ФГУП «Салют»), либо на поддержание летной годности существующего парка двигателей для гражданских самолетов (НПО «Сатурн», КМПО, Моторостроитель и ПМЗ).

При этом в гражданском сегменте существует четкая сегментация по типу обслуживаемых двигателей, зависящая от унаследованной со времен СССР специализации. Так, например, НПО «Сатурн» является основным предприятием по ремонту и обслуживанию двигателей Д-30КУ/КП, на которых летают большая часть грузовых самолетов серии ИЛ-76, а также ИЛ-62 и самые распространенные российские самолеты Ту-154. ОАО «ПМЗ», в свою очередь, занимается производством и ремонтом двигателей серии Д-30, ТВ2-117АГ и ПС-90А – двигателей 4-го поколения, устанавливаемых на новейшие российские лайнеры ИЛ-96-300, Ту-204, Ту-214 и в перспективе на Ту-234 (укороченная версия Ту-204, находящаяся в настоящий момент в стадии подготовки к сертификации). Кроме того, двигатели серии ПС-90А устанавливаются на часть грузовых самолетов Ил-76.

Потребность рынка в самолетах российского производства, прежде всего, определяется качеством устанавливаемых на них двигателей, так как помимо цены именно соответствие существующим и перспективным нормам ИКАО по шуму и эмиссии вредных веществ является одним из основных факторов, влияющим на решение о приобретении того или иного лайнера.

В настоящий момент к новым типам самолетов, которые полностью отвечают как действующим, так и перспективным нормам ИКАО, можно отнести такие магистральные самолеты, как Ту-204-100, Ил-96-300, Ту-214, Ту-204-300, Ил-76МФ, Ил-76ИД-90 – то есть именно те самолеты, на которые устанавливаются двигатели производства ОАО «ПМЗ». Поэтому перспективы российского авиапрома на мировом рынке магистральных самолетов определяются именно наличием конкурентоспособного, экологичного и экономичного авиационного двигателя.

По оценке Государственной Службы Гражданской Авиации (ГСГА) потребность рынка России и СНГ в новых российских самолетах до 2015 года составит 360 штук Ту-204,

Парк активных двигателей ПС-90А

Эксплуатант	шт.
Аэрофлот	24
ГТК Россия	19
Красэйр	15
Домодедовские авиалинии	13
Дальавиа	7
Авиастар-Ту	6
Авиастар-СП	4
Сибирь	4
Кавминводоавиа	4
Атлант-Союз	4
ВАСО	4
КАПО им. С.П.Горбунова	4
Туполев	2
Итого:	110

Источник: ОАО "ПМЗ"

Потребность в магистральных самолетах до 2015 года

Самолет	шт.
Ту-204	360
Ил-96-300	110
Ту-234	125
Ил-76	50
Всего	645
двигатели	шт.
Ту-204	720
Ил-96-300	440
Ту-234	250
Ил-76	200
Всего	1610

Источник: ГСГА, ВТБ

110 штук Ил-96-300, 125 штук Ту-234 и порядка 50 Ил-76, на которых будут установлены двигатели серии ПС-90А. Потенциальная потребность в этих агрегатах, таким образом, оценивается на уровне 1 610 штук без учета оборотного фонда. Основными потребителями самолетов вышеуказанных серий будут, прежде всего, российские авиакомпании, которые заинтересованы в покупке качественных самолетов с двигателями, не уступающими по всем требованиям западным аналогам, по более привлекательной цене.

Только в 2004 году при участии лизинговой компании «Ильюшин Финанс Ко» (ИФК) были введены в эксплуатацию 2 самолета ИЛ-96-300 и 1 самолет Ту-204-100. В 2005 году при участии ИФК в строй будут введены уже 3 Ил-96-300 и 4 Ту-204-300. Помимо этого в стадии предварительных переговоров находится покупка Аэрофлотом 6 самолетов Ил-96-300 и авиакомпанией Волга-Днепр двух грузовых Ил-96-400. Одним из крупнейших потребителей российских магистральных самолетов нового поколения является Авиакомпания «Трансаэро», которая при участии Финансовой лизинговой компании приобретет до 2007 года 10 лайнеров Ту-214. В 2006-2007 гг. ПМЗ осуществит поставку 8 двигателей ПС-90А-76 для двух самолетов МЧС РФ Ил-76ТД.

Высокие эксплуатационные характеристики двигателей серии ПС-90А делают их интересными не только для внутренних потребителей, но также и для экспортного рынка. В декабре 2004 года руководством ОАО «ПМЗ» были проведены переговоры с иранской авиакомпанией «Иран ЭйрТур» об оснащении двигателями ПС-90А пяти лайнеров Ту-204-100, которые планируется поставить в страну. В 2004 году ПМЗ уже начал выполнять заказ для другого иностранного заказчика – Cubana Aviasion.

Таким образом, авиационный бизнес ОАО «ПМЗ» во многом «завязан» на производство новых российских магистральных самолетов семейств Ту и Ил. В свою очередь, перспективы этих самолетов как на внутреннем, так и на внешнем рынках, определяются наличием экономичных двигателей, соответствующих нормам ИКАО по шуму и эмиссии вредных веществ. Поэтому перспективы авиационного направления бизнеса ОАО «ПМЗ» являются не только производной от перспектив российского авиапрома, но и фактором, определяющим развитие последнего.

С учетом последних тенденций в сфере государственной поддержки национальной авиастроительной отрасли (создание ОАК, увеличение и повышению концентрации финансирования, кредитование перспективных авиационных программ и т.д.), декларируемой приоритетности развития отечественного авиастроительного комплекса в целом, а также технологических параметров пермских двигателей, мы полагаем, что в ближайшие годы ОАО «ПМЗ» сможет сохранить объемы производства авиационных двигателей на уровне предыдущих лет и, возможно, увеличить свою рыночную долю за счет повышения спроса на отечественные магистральные самолеты.

Мы отмечаем, что в настоящий момент ОАО «ПМЗ» завершает комплекс работ по созданию первого экземпляра двигателя ПС-90А2, который является новой модификацией ПС-90А с характеристиками, соответствующими мировым аналогам. По сравнению с прототипом стоимость обслуживания двигателя снижена на 35%, расход масла снижен на 40%, трудоемкость эксплуатации снижена в 2 раза, а максимальная мощность при дополнительном форсировании составляет 18000 ккс. Кроме того, данный двигатель полностью удовлетворяет существующим и перспективным нормам ИКАО. Производство данного двигателя осуществляется совместно с американской компанией United Technologies (UTC). Именно этот двигатель будет устанавливаться на все новые российские самолеты, что повысит их привлекательность в глазах как российских, так и иностранных заказчиков в силу повышения эксплуатационных характеристик и существенного снижения стоимости обслуживания.

Газотурбинная техника: профильная диверсификация в перспективный сегмент

Наблюдающееся в 90-х годах прошлого века снижение спроса на авиатехнику привело большинство двигателестроительных фирм в новый сегмент – сегмент газотурбинной техники, который состоит из двух основных направлений: газотурбинные электростанции и газотурбинные установки для газопроводов (газоперекачивающие агрегаты), унаследовавшие все достижения отечественной авиационной науки. Сегодня практически все ведущие российские двигателестроительные компании занимаются производством ГТУ различной мощности, однако у ряда производителей ГТУ основаны на военных двигателях и, прежде всего, АЛ-31Ф (УМПО, ФГУП «Салют», НПО «Сатурн»), которые обладают меньшим ресурсом, по сравнению с ГТУ, основанными на гражданских двигателях, а у других базовые агрегаты представлены авиационными двигателями 3 поколения, которые имеют меньшую мощность, однако и существенно меньшую цену.

Одним из основных внутренних потребителей газоперекачивающих агрегатов (ГПА) является ОАО «Газпром», которое обеспечивает порядка 50% своих потребностей в ГПА на двигателестроительных предприятиях Пермского Края.

В настоящий момент в системе Газпрома действует порядка 4 тыс. ГПА, а ежегодная потребность компании составляет порядка 150 агрегатов, которые поставляются как для нового строительства, так и для реконструкции. Как правило, ГПА устанавливаются через каждые 150 км. газопровода, а требуемая мощность на каждом узле ГПА составляет 70-80 МВт.

С учетом того, что ОАО «ПМЗ» поставляет Газпрому ГПА, основанные на высокомоощностном двигателе 4-го поколения ПС-90А, которых для удовлетворения потребностей Газпрома в количественном (и стоимостном) выражении требуется меньше, чем двигателей других типов, можно предположить, что ежегодные поставки ГПА производства ОАО «ПМЗ» для ОАО «Газпром» составят в течение ближайших нескольких лет не менее 50-60 штук. При этом нельзя не отметить, что перспективы сотрудничества ОАО «ПМЗ» и Газпрома в будущем будут зависеть от того, насколько первое сможет улучшить качество своей продукции. Пока же существующие мощности по производству ГПА у других компаний не позволяют им эффективно конкурировать на рынке ГПА с ОАО «ПМЗ».

Вторым сегментом наземного бизнеса ОАО «ПМЗ» является производство ГТУ для малой энергетики, основными потребителями которых являются компании ТЭК (использующие ГТУ для обустройства новых месторождений, не имеющих центрального энергоснабжения, тепло- и энергоснабжения социальной инфраструктуры месторождений и т.д.), структуры РАО ЕЭС, дефицит мощности системы которого составляет порядка 49 млн. кВт, а ежегодные потребности в ГТУ оцениваются на уровне 700 МВт, предприятия ЖКХ и АПК, испытывающие потребность в собственных энергоблоках, а также зарубежные заказчики.

Ожидаемые ОАО «ПМЗ» ежегодные поставки ГТУ для электростанций оцениваются на уровне 60 штук ГТУ мощностью 2.5 МВт, 20 ГТУ мощностью 4 МВт и 1 ГТУ мощностью 12 МВт.

По нашему мнению, емкость рынка наземных энергетических установок на основе авиационных двигателей оставляет место на рынке практически всем действующим игрокам. В то же время лишь ограниченное число компаний к настоящему моменту освоили серийное производство наиболее востребованных агрегатов, но у многих из них, в том числе ОАО «ПМЗ» сохраняются существенные недочеты в качестве продукции. Поэтому в ближайшее время спрос на продукцию конкретных производителей будет формироваться именно благодаря более эффективному управлению качеством производства. Кроме того, предпочтение будет отдаваться тем производителям, которые будут в состоянии предложить наиболее экономичные модели (т.е. основанные на наиболее экономичных и современных авиационных прототипах).

Перспективы развития ОАО «ПМЗ»

Перспективы развития ОАО «ПМЗ» в качестве производителя авиационных двигателей напрямую связаны с постановкой в серийное производство двигателей ПС-90А2, которые будут устанавливаться на новейшие российские самолеты. Сотрудничество с UTC и Группой Внешторгбанка, по нашему мнению, в первом случае, обеспечит компанию технологиями и маркетинговыми преимуществами на экспортных рынках, а во втором случае – достаточным уровнем финансирования для постановки этих двигателей «в серию».

В энергетическом бизнесе основные перспективы ОАО «ПМЗ» связаны с повышением качества собственной продукции для сохранения статуса основного поставщика ГТУ для ОАО «Газпром». Кроме того, существующий дефицит энерго мощностей и развитие малой энергетики позволят компании усилить свои позиции на рынке энергетической газотурбинной техники за счет расширения своей деятельности на рынке компактных электростанций.

Нельзя не отметить, что ОАО «ПМЗ» обладает всеми предпосылками для того, чтобы стать одним из центров консолидирующейся двигателестроительной отрасли. Так, если НПО «Сатурн» является потенциальным ядром «военного крыла» двигателестроения, а также разработчиком двигателей для регионального самолета, то ОАО «ПМЗ», имея один из наиболее успешных и востребованных агрегатов – ПС-90А (а в перспективе ПС-90А2), а также обладая сильным КБ и фактически, являясь центральным предприятием пермской моторной «площадки», может стать центральным звеном производства двигателей для магистральных самолетов.

Сводный отчет о прибылях и убытках
ОАО «ПМЗ» за 2003-2004 гг. в млн. руб.

	2004	2003
Revenues	7,397	5,300
CGS	6,146	4,544
Gross profit	1,250	756
Operating profit	543	210
Pre-tax profit	349	91
Net profit	217	39

Источник: ОАО «ПМЗ»

Балансовый отчет ОАО «ПМЗ» за 2003-2004 гг. в млн. руб.*

	2004	2003
Fixed assets	1,245	1,263
Current assets	4,342	4,310
Total assets	5,587	5,573
Capital	1,182	965
LT liabilities	969	117
ST liabilities	3,436	4,492
Total liabilities	5,587	5,573

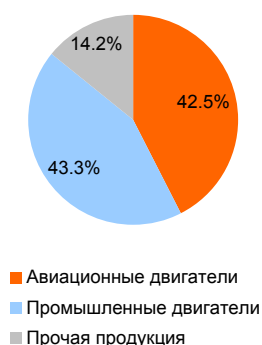
Источник - ОАО «ПМЗ»

Финансовые коэффициенты

	2004	2003
Total debt	2,369	1,326
Gross margin	16.9%	14.3%
Operating margin	7.3%	4.0%
Net margin	2.9%	0.7%
Debt to equity	2.00	1.37
Equity to assets	0.21	0.17
Revenues/debt	3.12	4.00
Current ratio	1.26	0.96

Источник - ОАО «ПМЗ», ВТБ

Структура выручки ОАО «ПМЗ» в 2004 г.



Источник - ОАО «ПМЗ», ВТБ

Анализ финансового состояния ОАО «ПМЗ»

В течение последних нескольких лет ОАО «ПМЗ» существенно улучшило основные производственные и финансовые показатели. За последние 5 лет компания увеличила свою выручку в 6 раз, а валюту баланса – в 2.4 раза. Падение показателей рентабельности в 2002-2003 гг. было прекращено в 2004 году, когда чистая рентабельность составила 2.94%, а рентабельность продаж – 7.34%.

По итогам 2004 года выручка ОАО «ПМЗ» составила 7.397 млрд. рублей, что почти на 40% превысило уровень 2003 года. В структуре выручки преобладали продажи промышленных двигателей (43.3%) и авиационных двигателей (42.5%), включая производство новых и ремонт и обслуживание эксплуатируемых агрегатов. Доля прочей выручки, включающей поставку запасных частей и т.д., составила 14.2%.

В 2004 году ОАО «ПМЗ» произвело 6 новых двигателей ПС-90А, произвело ремонт 72 двигателей этой серии, а также ремонт 22 двигателей серии Д-30 и 6 двигателей ТВ2-117АГ (устанавливаются на вертолеты Ми-8). Компанией было произведено 79 единиц промышленной газотурбинной техники (преимущественно высокой мощности, от 10 до 16 МВт).

Валовая рентабельность ОАО «ПМЗ» по итогам 2004 года выросла на 2.64% до 16.9%, а рентабельность продаж составила 7.34% (+3.4% по сравнению с 2003 годом). Прибыль компании до налогообложения составила 349 млн. рублей, увеличившись почти в 4 раза по сравнению с 2003 годом, а чистая прибыль выросла в 4.6 раза до 217 млн. рублей.

В структуре активов ОАО «ПМЗ» преобладают оборотные активы, в которых наибольшую долю составляют затраты в незавершенном производстве, что характерно для компаний двигателестроительной отрасли. Также достаточно большую долю (около 27%) составляет дебиторская задолженность покупателей и заказчиков. Стоимость основных средств компании на конец 2004 года составляла около 770 млн. рублей, но необходимо отметить, что в последний раз переоценка основных фондов компании проводилась более 5 лет назад.

В 2005 году компания планирует инвестировать почти \$15 млн. в машины и оборудование, в том числе порядка \$11 млн. в металлорежущее оборудование. Данные расходы являются частью инвестиционной программы ОАО «ПМЗ», рассчитанной на 2005-2012 гг., которая предусматривает перевооружение производства с целью обеспечения производства энергетической газотурбинной техники и новых авиационных двигателей ПС-90А2.

Долгосрочные финансовые вложения компании, стоимость которых на конец 2004 года составляла порядка 360 млн. рублей, представлены вложениями в акции и доли таких предприятий, как ЗАО «Металлист-ПМ» (51% УК), ООО «ВПО ПМК» (100% УК), ОАО «Пермские моторы» (37.27% УК) и ЗАО «Редуктор-ПМ» (0.66% УК).

В структуре пассивов ОАО «ПМЗ» преобладают краткосрочные обязательства и, прежде всего, кредиторская задолженность, которая на конец прошлого года составляла 1.89 млрд. рублей. Доля краткосрочных займов и кредитов в структуре баланса составляла около 28%, а долгосрочных кредитов – 14.6%. Основными кредиторами компании являются Альфа-Банк, Сбербанк, Росбанк и Внешторгбанк. Размер собственного капитала компании по итогам 2004 года составил 1.182 млрд. рублей, из которых 750 млн. рублей – уставный капитал, а 362 млн. – нераспределенная прибыль.

Формально показатели долговой нагрузки ОАО «ПМЗ» являются недостаточно благоприятными. Так, отношение долга к собственным средствам составляет 2.0х, а доля собственных средств в активах – всего 21%. В то же время, соотношение размера финансового долга (2.37 млрд. рублей) с размером выручки компании (7.4 млрд. рублей) позволяет говорить об умеренной долговой нагрузке. Кроме того, прибыль от продаж более чем в 4 раза превосходит чистые процентные расходы компании.

В целом мы оцениваем качество финансовых показателей ОАО «ПМЗ» на среднем уровне. Формально негативными факторами являются неблагоприятные показатели долговой нагрузки и структуры капитала, однако эти показатели могут существенно улучшиться, в случае проведения переоценки основных средств компании. Кроме того, поскольку привлекаемые путем выпуска облигаций 1.2 млрд. рублей будут, по большей части, направлены на рефинансирование текущего финансового долга, мы не ожидаем существенного увеличения долговой нагрузки компании. Таким образом, мы полагаем, что генерируемые ОАО «ПМЗ» денежные потоки, в целом, достаточны для обслуживания текущего долга компании, а в пределах 1-2 лет мы не видим предпосылок для ухудшения кредитного качества компании.

Позиционирование и прайсинг облигаций ПМЗ-1

26 июля 2005 года состоится размещение дебютного облигационного займа ОАО «ПМЗ» на сумму 1.2 млрд. рублей. При сроке обращения займа 5 лет инвесторам предлагается оферта на выкуп облигаций через 1 год с даты начала размещения по 100% от номинала. Поручителем по облигационному займу выступает ОАО «ПИК-ПМ», входящая в состав Пермских Моторов. Организаторами данного облигационного займа выступают Внешторгбанк и Гута-Банк.

Ниже приводятся основные параметры облигационного выпуска ПМЗ-1:

Эмитент	ОАО "Пермский Моторостроительный Завод"
Поручитель	ОАО "ПИК Пермские Моторы"
Объем выпуска по номиналу	1 200 000 000 рублей
Номинал облигации	1 000 рублей
Срок обращения	1 456 дней (4 года) с даты начала размещения
Купонный период	91 день (3 месяца)
Размер купона	Ставка 1-4 купонов определяется на аукционе при размещении облигаций. Последующие ставки определяются эмитентом.
Дата начала размещения	26 июля 2005 года
Цена размещения	100% от номинала
Оферта	1 год, 100% от номинала
Организаторы	Внешторгбанк, Гута-Банк

Мы полагаем, что размещаемые облигации, исходя из кредитного качества эмитента и структуры займа, можно отнести к выпуску второго эшелона.

Ближайшим бенчмарком для данных бумаг является облигационный выпуск НПО Сатурн-1 объемом 1.5 млрд. рублей, который был размещен 24 марта 2005 года.

С нашей точки зрения, финансовые показатели НПО Сатурн несколько лучше финансовых показателей ОАО «ПМЗ» и, в первую очередь, по уровню долговой нагрузки, уровню капитализации и рентабельности.

Сравнение ОАО "ПМЗ" и НПО "Сатурн"

	ПМЗ	Сатурн
Revenues	7,379	6,740
Pre-tax profit	543	781
Net profit	217	481
Operat. margin	7.3%	20.9%
Pre-tax margin	4.7%	11.6%
Total assets	5,587	15,601
Non-current assets	1,245	7,542
Capital	1,182	9,018
Total debt	2,369	2,441
Debt/equity	2.00	0.27
Equity/assets	0.21	0.58
Revenues/debt	3.11	2.76
Current ratio	1.26	1.51
Quick ratio	0.40	0.42

Источник - отчетности компаний, ВТБ

В то же время компании сравнимы по масштабам деятельности, однако структура их бизнеса в настоящий момент несколько отличается друг от друга. Так, если НПО Сатурн, в первую очередь, ориентировано на производство и ремонт авиационных двигателей, а энергетическое наземное двигателестроение пока еще является «вторичным» продуктом, то ОАО «ПМЗ» обладает диверсифицированным бизнесом, в котором на паритете выступают как авиационный, так и наземный сегменты.

Мы полагаем, что перспективы обоих предприятий как потенциальных центров авиационного и энергетического двигателестроения, наличие сильных собственных КБ, наряду с увеличивающейся государственной поддержкой отрасли, обуславливают инвестиционную привлекательность их облигаций. В то же время, более сильные финансовые показатели НПО «Сатурн» предполагают необходимость премии облигаций ПМЗ-1 к выпуску НПО Сатурн-1.

Исходя из различий в финансовых показателях компаний, мы оцениваем справедливую премию облигаций ПМЗ-1 к НПО Сатурн-1 на уровне 40-70 б.п. В течение последнего торгового месяца средний спред облигаций Сатурна к кривой доходности облигаций г. Москвы составил порядка 335 б.п.

Таким образом, справедливый уровень премии за кредитный риск облигаций ПМЗ-1 мы оцениваем на уровне 375-405 б.п., а с учетом премии ко вторичному рынку и премия за дебютный выпуск – 425-455 б.п., что при сложившихся на сегодняшний день доходностях годовой Москвы на уровне 6.2% годовых, дает доходность на уровне 10.45-10.75% годовых.

Контактная информация

Управление клиентских операций на финансовых рынках	Игорь Пьянков	<i>piankov@vtb.ru</i> (095) 775-71-07
Отдел клиентского обслуживания	Кирилл Зарезов	<i>zareзов@vtb.ru</i> (095) 775-70-21
Отдел выпуска долговых ценных бумаг	Алексей Коночкин	<i>konochkin@vtb.ru</i> (095) 775-71-15
Отдел выпуска акций и структурных продуктов	Алексей Красников	<i>krasnikov@vtb.ru</i> (095) 775-71-14
Аналитика	Евгений Кочемазов	<i>kochemazov@vtb.ru</i> (095) 775-70-22

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Описания любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Внешторгбанк считает надежными, Внешторгбанк не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Внешторгбанк, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем документе.

Внешторгбанк и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Внешторгбанка по избежанию конфликтов интересов). Внешторгбанк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Внешторгбанк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Внешторгбанк может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа.

© Внешторгбанк, 2005. Все права защищены. Настоящий документ является исключительной собственностью Внешторгбанка. Без письменного разрешения Внешторгбанка запрещается цитирование и использование в любом виде всей или части информации, представленной в настоящем документе.

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (095) 775-70-21