

Кредитный профиль эмитента

Уралвагонзавод: не только вагоны

Залеская Анастасия
Zalesskaya_AV@mmbank.ru

● ФГУП «Уралвагонзавод» (далее УВЗ) хорошо известен на рынке рублевого долга как производитель грузовых вагонов, ориентированный в первую очередь на своего основного заказчика – компанию РЖД. В то же время ФГУП является крупнейшим в мире производителем бронетанковой техники: танков Т-72 и Т-90С и специальных боевых машин на их основе.

● Несмотря на то что более 70 % продукции, выпускаемой компанией, приходится на продукцию гражданского назначения, доля военного направления УВЗ в последнее время увеличивается (в текущем году она достигла 25 %). Стратегическая важность предприятия в рамках ВПК подтверждается намерением государства создать бронетанковый комплекс на базе УВЗ.

● Ключевым событием по направлению гражданской продукции для компании стало подписание долгосрочного контракта на поставку вагонов для РЖД. Сумма контракта составляет 68 млрд руб., в 2008-2010 гг. УВЗ поставит госмонополии 40 тыс. грузовых вагонов. Таким образом, начиная с 2008 г., заказ РЖД увеличивается почти в 2 раза (в 2005-2006 гг. ежегодные поставки находились на уровне 8 тыс. полувагонов). Благодаря партнерству с ЕПК (европейской подшипниковой корпорацией) в 2007 г. УВЗ поставит ОАО «РЖД» первые 300 вагонных тележек с нагрузкой на ось 25 т.

● Заключение долгосрочного контракта поможет заводу приступить к реализации инвестиционной программы, нацеленной на увеличение объемов производства до 25 тыс. грузовых вагонов в год (сейчас УВЗ производит 20 тыс. вагонов). Для того чтобы развернуть новые производственные мощности, УВЗ требовался твердый контракт минимум на 3 года.

● Партнерство с РЖД имеет не только достоинства, но и недостатки – госмонополия пытается ограничивать рост цен на продукцию УВЗ темпом роста инфляции, в то время как издержки вагоностроителя растут благодаря рекордным ценам на сталь и, соответственно, стальную заготовку – основное сырье УВЗ.

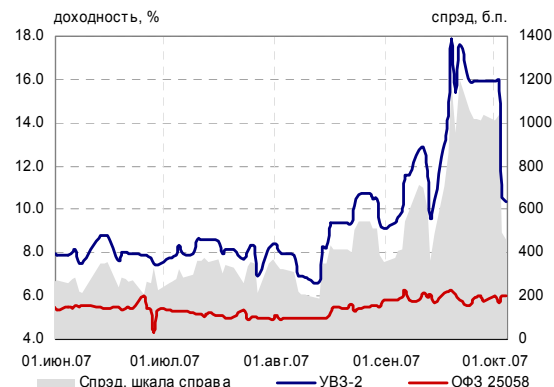
● Как и большинство компаний капиталоемкого машиностроительного сегмента, УВЗ имеет высокую долговую нагрузку. Совокупный долг на конец 1-го полугодия достиг \$ 690 млн. Показатель Долг/ЕБИТДА на конец 2006 г. достиг 6.4X. Мы ожидаем, что по итогам 2007 г. значение показателя по-прежнему будет находиться в диапазоне 5-6X.

Профиль эмитента

УВЗ специализируется на производстве подвижного железнодорожного состава, дорожно-строительной, специальной гражданской и военной техники, в частности танков Т-90. При этом основная часть выручки в последние годы генерируется за счет выпуска грузовых вагонов, полувагонов и цистерн. На полувагоны приходится 47 % производимых вагонов.

Крупнейшим клиентом УВЗ, доля которого в общей реализации вагонов компании составляет более двух третей общего объема реализации полувагонов, является ОАО «Российские железные дороги». В 2006 г. в РЖД было отгружено 7 997 полувагонов, за 8 месяцев 2007 г. УВЗ уже поставила госмонополии 8 387 полувагонов.

Несмотря на то что производство грузовых вагонов приносит УВЗ львиную долю выручки, мы отмечаем растущие объемы реализации спецтехники. В 2006-2007 гг. выручка направления достигла 30 % от общего объема реализации УВЗ. Помимо дорожно-строительной и сельскохозяйственной техники в составе направления учитывается военная продукция, производимая УВЗ по заказу министерства обороны и по экспортным заказам.



Доходность и спред за 20 торгов. дней

	ср.знач.	ст.откл.	min	max
УВЗ-2	13.99	2.51	9.55	17.87
ОФЗ 25058	5.95	0.20	5.56	6.28
Спред	825	255	366	1202

Источники: REUTERS, Банк Москвы

*По состоянию на 04.10.2007

Плюсы

- Стратегическая ценность предприятия
- Долгосрочное сотрудничество с РЖД, гарантированное 3-летним контрактом
- Растущая доля более рентабельного направления спецтехники

Минусы

- Высокая долговая нагрузка
- Низкая финансовая и информационная прозрачность
- Зависимость УВЗ от стратегического партнера – РЖД и слабые переговорные позиции
- Сложность прогнозирования денежного потока от контрактов на поставку военной продукции

Реализация УВЗ по направлениям, млн долл.

Вид продукции	2005			2006			8М07		
	штук	выручка	доля, %	штук	выручка	доля, %	штук	выручка	доля, %
Вагоносборочный завод		822.5	85%		550.0	50%		449.7	50%
Полувагоны (РЖД)	8000	400.9	41%	7997	320.7	29%	8387	370.4	41%
Полувагоны	7751	298.3	31%	4559	131.8	12%	556	22.2	2%
Платформы	2422	61.4	6%	917	19.3	2%	258	6.5	1%
Цистерны	1445	53.8	6%	2523	73.5	7%	1300	43.7	5%
Прочее		8.0	1%		4.6	0%		6.9	1%
Металлургический завод		18.1	2%		189.4	17%		160.4	18%
Разовые заказы		13.9	1%		13.0	1%		15.8	2%
Спецтехника		97.9	10%		335.2	30%		258.9	29%
Товары народного потребления		18.3	2%		20.8	2%		13.1	1%
Итого:		970.6	100%		1 108.4	100%		897.9	100%

Источник: УВЗ

Реформа

В конце августа Президент РФ Владимир Путин подписал указ о создании холдинга на базе УВЗ. Согласно данному указу, ФГУП «Уралвагонзавод» будет преобразован в ОАО «Научно-производственная корпорация «Уралвагонзавод». Помимо самой УВЗ госкорпорация объединит около 20 предприятий.

Анонсированная цель реформирования – «сохранение и развитие научно-производственного потенциала в создании перспективных комплексов бронетанкового и артиллерийского вооружения, рационализации оборонного производства и повышения конкурентоспособности производимой продукции».

Консолидация остальных профильных предприятий будет проведена с помощью доэмиссии акций, в счет оплаты которой государство внесет в капитал пакеты бумаг госкомпаний, а также 100 % минус одна акция отраслевых ФГУПов (после их преобразования в ОАО). Согласно плану, это должно произойти за один год.

Нам кажется проблематичным создание подобной структуры за столь короткий срок. Мы не видим проблем для консолидации госпредприятий ВПК в структуру корпорации УВЗ. В то же время, если в состав активов, которые государство планирует включить в состав УВЗ, войдут частные компании (как и в случае с двигателестроителями), процесс консолидации может затянуться. Среди подобных частных активов приводятся ОАО «Мотовилихинские заводы» и ООО «ЧТЗ-Уралтрак».

Несмотря на то что в состав госкорпорации войдут предприятия ВПК, доля гражданской продукции, выпускаемой холдингом, будет составлять более 70 %. Ежегодный объем выпускаемой продукции в 2010 г. запланирован на уровне 80 млрд руб., в 2015 г. – в размере 100 млрд руб.

Прозрачность

Реорганизация УВЗ в акционерное общество и возможная приватизация части акций корпорации предполагает большую прозрачность компании. В то же время, учитывая, что государство планирует сохранить за собой как минимум 51 % акций холдинга (пока в собственности государства останутся все 100 % акций госхолдинга), мы сомневаемся, что инвестсообщество в ближайшей перспективе получит доступ к большому количеству информации об УВЗ, нежели сейчас. К тому же, 30 % выручки, генерируемой бронетанковым комплексом, придется на военную продукцию, а значит, часть информации останется конфиденциальной.

Финансы

Как и большинство российских машиностроительных компаний, УВЗ не составляет отчетность по международным стандартам. Мы располагаем лишь РСБУ-отчетностью ФГУП «УВЗ» за 2005-1Н2007, а также информацией по консолидированным продажам компании.

В 2006 г. продажи УВЗ увеличились на 18 %, при этом существенно изменилась структура выручки. Также существенно упали продажи вагонов – с \$ 822.5 млн в 2005 г. до \$ 550 млн по итогам 2006 г. Одновременно выросли объемы реализации

спецтехники – до \$ 335 млн в 2006 г. по сравнению с \$ 97.9 млн годом ранее. По итогам 2007 г. компания ожидает выручки в размере \$ 1 686.7 млрд. Рост выручки ожидается за счет роста реализации полувагонов, а также роста продаж сегмента спецтехники.

Рентабельность операций УВЗ остается невысокой, в основном за счет большой доли низкорентабельного производства полувагонов и ценовых ограничений по вагонам, поставляемым для РЖД. Давление на прибыльность операций данного сегмента также оказывают высокие цены на стальную заготовку – основной вид сырья для УВЗ. Маржа EBITDA по итогам 1-го полугодия 2007 г. составляла около 10 %. В то же время, рентабельность компании существенно выше, чем рентабельность в среднем по машиностроительной отрасли.

Основной рост долговой нагрузки УВЗ пришелся на 2006 г. – объем долга компании вырос с \$ 355.3 млн в 2005 г. до 633.2 на конец 2006 г. В 2007 г. компания придерживалась более консервативной политики – за полгода долг увеличился всего на \$ 57 млн.

По итогам полугодия Долг/EBITDA в годовом выражении составил 4.1X. Даже если предположить, что долг увеличится к концу года, а прогнозы УВЗ по EBITDA не оправдаются, мы ожидаем сокращения Долг/EBITDA с текущих 6.4X до 5-6X.

Финансовые показатели машиностроительных компаний в 2006г.

Показатель	Сатурн	ПМЗ	УМПО*	УВЗ	Мотовилиха	Среднее
Выручка	293.3	273.4	552.6	1 031.7	260.0	482.2
EBITDA	21.6	16.3	70.2	99.4	23.8	46.3
Чистая прибыль	-6.8	3.0	54.5	1.3	0.9	10.6
Активы	850.1	273.5	934.4	1 278.5	353.2	737.9
Долг	283.2	110.9	329.4	633.2	147.8	300.9
СК	335.8	50.9	457.1	180.7	119.4	228.8
Рент-ть по EBITDA	7.4%	6.0%	12.7%	9.6%	9.2%	9.0%
Чистая рент-ть	-	1.1%	9.9%	0.1%	0.4%	2.9%
Долг/Выручка	96.5%	40.5%	59.6%	61%	57%	63%
Долг/EBITDA	13.1	6.8	4.7	6.4	6.2	7.4
EBITDA/Проценты	1.1	2.0	-	1.7	1.9	1.7
Долг/Активы	33%	41%	35%	50%	42%	40%
Долг/СК	0.8	2.2	0.7	3.5	1.2	1.7
Долгоср. долг/ Долг	53%	79%	58%	56%	40%	57%

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

*В случае УМПО в качестве EBITDA используется операционная прибыль компании

Выпуски УВЗ

УВЗ уже успел зарекомендовать себя в качестве надежного эмитента рублевого долгового рынка. Сегодня эмитенту предстоит пройти offer по второму выпуску объемом 3 млрд руб. УВЗ уже объявил ставку в размере 10.1 %, а также выставил дополнительную полугодовую offer в апреле 2008 г.

В настоящее время на рынке обращаются два выпуска компании: УВЗ-1 и УВЗ-2 общим объемом 5 млрд руб. Средняя доходность выпуска УВЗ-2 к offer до начала коррекции составляла около 8 %. В сентябре эффективная доходность бумаги была искажена низкой дюрацией и колебалась в диапазоне 11-18 %.

После выхода с купона и объявления новой ставки на 5-ый купонный период, доходность УВЗ-2 вновь упала, закрепившись на уровне 10-11 %. Средневзвешенная цена сделок биржевых сделок – 99.99 % от номинала.

Мы считаем ставку, объявленную УВЗ, адекватной кредитному качеству компании, однако в то же время ожидаем, что довольно большое число крупных держателей выпуска может воспользоваться offer для выхода из бумаги.

Стоит также отметить, что сейчас на рынке есть предложение в первом выпуске эмитента, торгующемся с доходностью 11.2-11.5 % на 1 год, что соответствует спрэду к кривой ОФЗ в размере 550 б. п. Цена бумаги ушла ниже номинала и составляет 98.17 %, что означает, что выпуск будет обладать большим ценовым апсайдом в случае стабилизации, а затем снижения доходности на рынке рублевого долга.

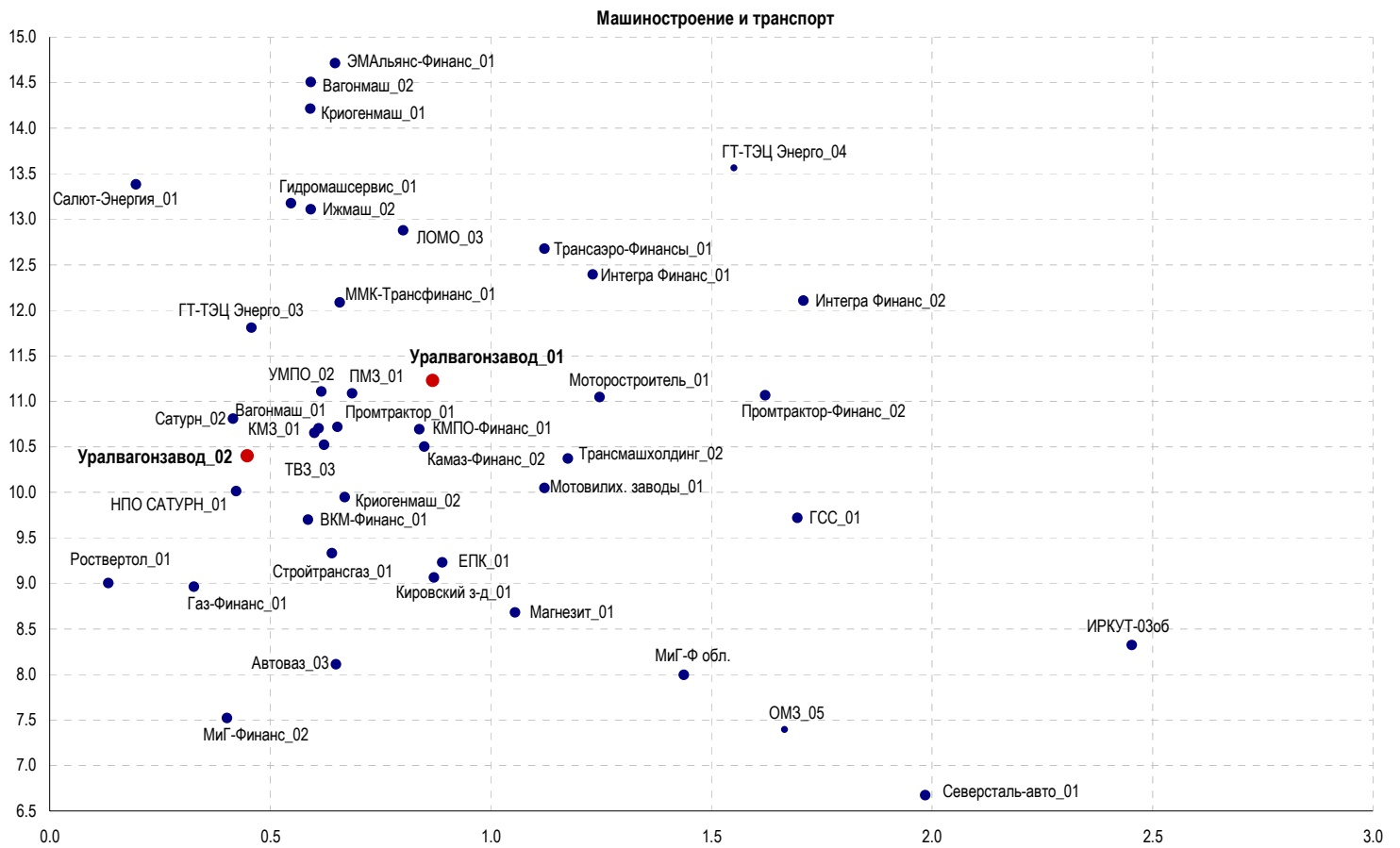
В целом, мы считаем бумаги УВЗ достойными менее широкого спрэда к кривой ОФЗ. Справедливую премию к госдолгу на текущий момент мы оцениваем в размере не более 400 б. п., что соответствует доходности 10 %.

Основные финансовые показатели УВЗ, РСБУ, млн долл.

Показатель	2005	2006	H107	h-o-h, %
Выручка	874.5	1 031.7	638.7	84%
EBITDA	64.4	99.4	50.2	181%
Чистая прибыль	1.8	1.3	1.5	13%
Активы	819.2	1 278.5	1 483.5	16%
Долг	355.3	633.2	690.4	9%
СК	163.0	180.7	187.3	4%
Рент-ть по EBITDA	7.4%	9.6%	7.9%	
Чистая рент-ть	0.2%	0.1%	0.2%	
Долг/Выручка*	40.6%	61.4%	41%	
Долг/EBITDA	5.5	6.4	4.1	
EBITDA/Проценты	1.5	1.7	1.2	
Долг/Активы	43%	50%	47%	
Долг/СК	2.2	3.5	3.7	
Долгоср. долг/ Долг	33%	56%	52%	

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

* в годовом выражении



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
[Bank of Moscow Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)
[Bank of Moscow FI Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru)

Директор департамента
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Телекоммуникации

Мусяненко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Химия, минеральные удобрения

Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Стратегия

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Электроэнергетика

Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Металлургия

Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Начальник отдела анализа рынка облигаций

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Кредитный анализ

Крутько Максим
Krutko_MV@mmbank.ru

Стратегия

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Кредитный анализ

Залесская Анастасия
Zaleskaya_AV@mmbank.ru

Стратегия

Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.