



11 июня 2008 г.

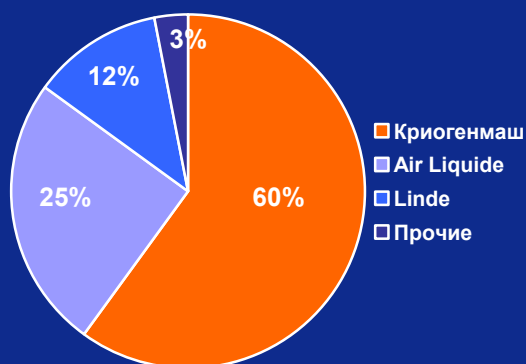
Жариков Евгений

аналитик

+7(495) 777-10-20 доб. 70-47-35

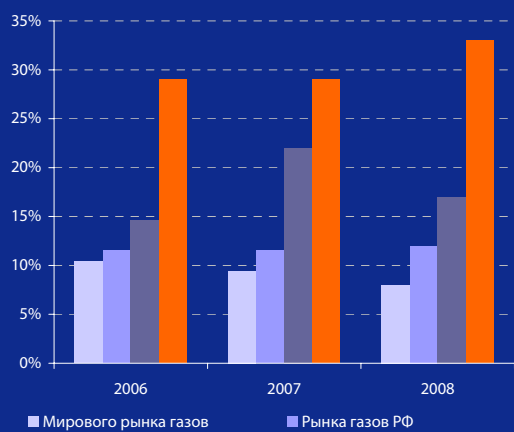
Zharikov@psbank.ru

Доля ОАО «Криогенмаш» на рынке криогенного оборудования и технических газов РФ и стран СНГ



Источник: данные Компании

Темпы роста, %



Источник: данные Компании, расчеты Промсвязьбанка

Основные финансовые показатели, млн. руб.

	2005	2006	2007
Выручка	1 882	2 441	3 155
EBITDA	198	280	488
Активы	1 717	3 330	4 537
Собств. капитал	446	580	771
Чистый долг	284	1 030	997
Рентабельность EBITDA, %	10,5	11,45	15,45
Чистый долг/EBITDA	1,43x	3,68x	2,04x

Источник: данные Компании

- ОАО «Криогенмаш» - крупнейший в РФ разработчик технологий и производитель оборудования по разделению воздуха (ВРУ), снабжению техническими газами (кислород, азот, аргон), их систем транспортировки и хранения, а также разработке комплексных решений по переработке попутного, природного газа и производства СПГ.
- Технические газы (ТГ) - критически важная составная часть технологического процесса производства в металлургии, химии и нефтехимии.
- В большинстве случаев невозможность поставки ТГ приводит к остановке производства.
- Большая часть ВРУ, используемых российскими предприятиями, физически устарела, в среднем степень износа ВРУ составляет 79%.
- Стоимость 1 ВРУ варьируется от \$ 1 до \$ 100 млн. Назначенный срок службы криогенных ВРУ производства Криогенмаш составляет 20 лет, некоторые потребители эксплуатируют его и после окончания назначенного срока.
- Таким образом, затраты на модернизацию ВРУ составляют незначительную часть инвестиционных программ крупных предприятий и осуществляются достаточно редко. Это, в дополнении к общей изношенности парка ВРУ, формирует значительный спрос на установки в следующие 5-7 лет.
- Рыночная доля Криогенмаш - 60%. Основной рынок сбыта продукции - Россия и страны бывшего СССР. Также Криогенмаш имеет налаженные связи и в дальнем зарубежье - Германия, Индия, Китай.
- Производство ВРУ - технологически сложный и наукоемкий процесс. Важнейшим преимуществом Компании является ее научно-фундаментальная база. Институт на базе ОАО «Криогенмаш» и специализированный проектный институт ОАО «Гипрокислород» - ведущие российские научно-исследовательские центры проектирования, производства и ввода в эксплуатацию воздухоразделительного оборудования.
- Темпы роста ОАО «Криогенмаш» превышают мировые и российские среднеотраслевые показатели.
- Выручка ОАО «Криогенмаш» в 2007 году выросла на 29% и составила 3,15 млрд. руб. Показатель EBITDA вырос на 74% и составил 488 млн. руб.
- Долговая нагрузка Компании за 2007 г. уменьшилась. Чистый долг/EBITDA в 2007 г. составил 2,04x против 3,68x в 2006 г.
- Рентабельность EBITDA в 2007 г. составила 15,4%, увеличившись по сравнению с 2006 г. Показатель рентабельности EBITDA у ОАО «Криогенмаш» имеет перспективу вырасти до 20-25% за счет реализации проектов «под ключ», а в будущем, благодаря переводу большего портфеля заказов на «on-site» проекты и становлению Компании как газового производителя.
- В преддверие оферты по облигациям ООО «Криогенмаш-Финанс» объемом 1 млрд. руб., которая состоится 20.06.08, эмитент объявил ставку 4 - 6 купонов на уровне 13,0% годовых, что соответствует доходности 13,33% годовых.
- Объявленный уровень доходности соответствует текущей конъюнктуре облигационного рынка. Справедливой доходностью при обращении на вторичном для облигаций ОАО «Криогенмаш» рынке мы считаем диапазон с премией 60-110 б.п. к облигациям ОАО «АК ОЗНА» и ОАО «КМПО», т.е. доходности 12,2-12,7% годовых.
- Для увеличения ликвидности бумаг с 2008 г. Промсвязьбанк выступает маркет-мейкером по облигациям ООО «Криогенмаш-Финанс», ежедневно выставляя твердые котировки.
- С учетом активного развития ОАО «Криогенмаш» при сохранении одновременно достаточно низкой долговой нагрузки и высокой финансовой прозрачности, а также возможности увеличения рентабельности деятельности, на фоне поддержки ее облигаций со стороны маркет-мейкера, мы ожидаем постепенного снижения доходности в среднесрочной перспективе до уровней 12,2-12,7% годовых.

SWOT-анализ

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none">• ОАО «Криогенмаш» – единственное российское предприятие, предлагающее весь спектр оборудования для производства и использования технических газов, а также возможность исполнения «под ключ» и послепродажного обслуживания.• Стабильная и широкая клиентская база Компании, обусловленная многолетними связями с Клиентами Криогенмаш – крупнейшими металлургическими, химическими и нефтехимическими предприятиями России и СНГ.• Налаженные связи с проектными и монтажными организациями и территориальная близость к потребителям, что дает преимущество по срокам реализации проектов ОАО «Криогенмаш».• Ценовое преимущество над конкурентами из развитых стран. При сопоставимых технических характеристиках, продукция Криогенмаш обладает ценовым преимуществом до 20% по сравнению с основными конкурентами.• Преимущество по качеству перед продукцией из развивающихся стран (Китай). При ценах, ненамного превышающих аналогичную продукцию, качество находится на уровне европейских аналогов.• Высокий научно-исследовательский потенциал и использование инновационных технологий. Возможности по разработке и изготовлению оборудования под индивидуальные требования заказчика.• 90% технических газов в России и СНГ производится на оборудовании Криогенмаш.• Высокий уровень спроса на оборудование, производимое Компанией, в краткосрочной и долгосрочной перспективе в связи с развитием рынка технических газов в России и СНГ и обновлением основных фондов крупнейшими потребителями продукции Криогенмаш.• Рост доходов Группы, выручка от основной деятельности увеличилась на 29%.• Уменьшение показателя Net Debt/EBITDA по данным РСБУ ОАО «Криогенмаш» до 2,04х, по сравнению с 3,68х за 2006 г.• Наличие аудированной отчетности по МСФО.• Основные производственные активы находятся на балансе только одного юридического лица - ОАО «Криогенмаш».	<ul style="list-style-type: none">• Высокая конкуренция со стороны иностранных производителей технических газов и оборудования для их получения на формирующемся рынке «on-site» проектов.• Отсутствие рейтинга от международных рейтинговых агентств.• Нестабильные финансовые потоки, срыв поставки оборудования по большому контракту может сильно сказаться на квартальных и (или) годовых результатах деятельности.• Небольшие масштабы деятельности. Выручка в 2007 г. составила 3,15 млрд. руб.
Возможности	Угрозы
<ul style="list-style-type: none">• Расширение экспорта оборудования – увеличение присутствия на быстрорастущих рынках развивающихся стран.• Перевод большей доли портфеля заказов на проекты «on-site». Это позволит уравновесить потоки платежей во времени и увеличить рентабельность основной деятельности.• Увеличение количества комплексных заказов «под ключ». Также позволит группе увеличить рентабельность деятельности.• Развитие альтернативного оборудования для получения технических газов – например мембранного.• Развитие производства оборудования и комплексных решений для переработки попутного, природного газа и производства СПГ для нефти и газодобывающих предприятий	<ul style="list-style-type: none">• Потеря позиций вследствие сильной конкуренции со стороны иностранных производителей технических газов и оборудования для их получения.• Возможное общее ухудшение экономической ситуации в мире и, как следствие, снижение спроса на сталь и продукты химии и нефтехимии – хотя стоит оговориться, что данный фактор не затронет обновляемое оборудование.• Вступление РФ в ВТО может обострить конкуренцию с иностранными производителями оборудования.

Технологические аспекты деятельности ОАО «Криогенмаш»

Основная деятельность ОАО «Криогенмаш» - разработка технологий и производство оборудования по разделению воздуха (ВРУ), снабжение техническими газами (кислород, азот, аргон) потребителей, создание систем транспортировки и хранения технических газов, а также разработка комплексных решений по переработке попутного, природного газа и производства СПГ.

Действие наиболее распространенных промышленных ВРУ заключается в криогенной ректификации воздуха. Принцип действия криогенной ректификации заключается в сильном первоначальном сжатии воздуха компрессором и нагнетании его под давлением в теплообменник, где максимально уменьшается его температура, а затем дальнейшим стравливанием в ректификационную колонну с обычным атмосферным давлением, где под действием изотермических процессов воздух охлаждается до криогенных температур (-195С) и сжижается. В самой ректификационной колонне жидкий воздух под действием высокой температуры начинает кипеть и вследствие разных плотностей и температур кипения газов происходит их отбор с разных уровней ректификационной колонны.

Первопроходцем в разделении воздуха в СССР стал Петр Леонидович Капица, заложивший основы криогенной техники страны. В 1949-1950 под его руководством на сегодняшнем ОАО «Криогенмаш» было разработано и освоено производство жидкостных ВРУ производительностью 1600 кг. жидкого кислорода в час.

На данный момент на ОАО «Криогенмаш» производятся также мембранные и адсорбционные ВРУ. Данные установки имеют принципиально разные типы устройства и применяются для решения разных целей

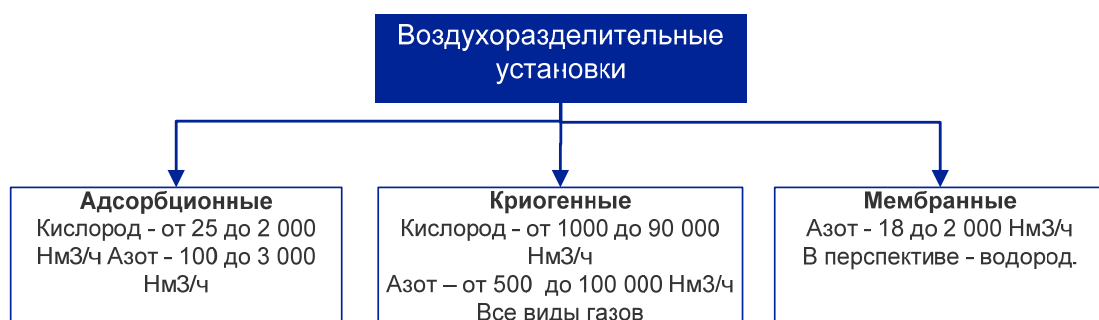


Рисунок 1. ВРУ, производимые ОАО «Криогенмаш»

Источник: данные Компании

Основным отличием некриогенных установок разделения воздуха является возможность их пуска для получения продуктов разделения и остановки в любое удобное для потребителя время.

Также важной особенностью развития мембранных технологий является проводящиеся сейчас научные и опытно конструкторские работы по извлечению с их помощью водорода в промышленных масштабах.

Основные потребители продукции ОАО «Криогенмаш»

Основными потребителями продукции ОАО «Криогенмаш» выступают предприятия металлургических химических и нефтехимических отраслей. В последнее время на продукцию Криогенмаш появился спрос со стороны нефтедобывающих компаний.

Криогенное оборудование и воздухоразделительное оборудование также используется в машиностроении, ядерной энергетике, ракетно-космической отрасли, пищевой промышленности, сельском хозяйстве, медицине.

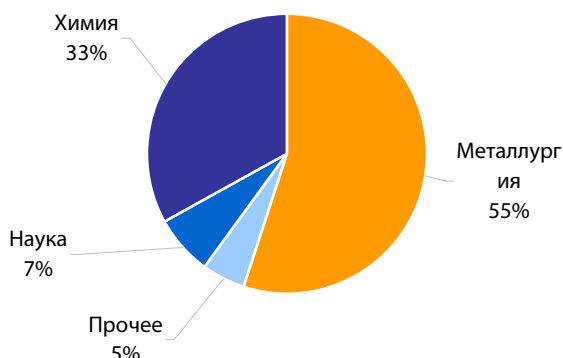


Рисунок 2. Структура выручки ОАО «Криогенмаш» по отраслям, 2006 г.

Источник: данные Компании, расчеты Промсвязьбанка

Основная деятельность Криогенмаш – производство воздухоразделительных установок

Основными потребителями продукции Криогенмаш выступают предприятия металлургических химических и нефтехимических отраслей.

Основой для спроса со стороны металлургических компаний является их потребность в кислороде для интенсификации процессов плавления металла, азота и аргона для других металлургических процессов:

- При получении чугуна технический кислород применяется для интенсификации сжигания топлива, позволяет повысить производительность доменной печи, приводит к снижению расхода кокса.
- Для следующего звена черной металлургии – производства стали – кислород используется для интенсификации сжигания топлива, а при кислородно-конверторном способе производства стали, кислород используется для продувки жидкого чугуна в конверторе.
- В цветной металлургии кислород применяется также для увеличения эффективности горения топлива.

В химической промышленности технологический кислород применяют для получения азотной и серной кислот, метанола, аммиака и аммиачных удобрений, перекисей металлов, и др. химических продуктов.

В нефтехимии используется кислород для некоторых окислительных процессов, азот используется для создания инертных сред, продувки основных производственных магистралей.

Нефтедобывающие предприятия заинтересованы в разработке комплексных решений по переработке попутного, природного газа и производства СПГ.

Одним из перспективных направлений является использование водорода в процессах гидрирования для получения ценных химических продуктов, очистки нефти, гидрогенизации непредельных жиров с целью получения пищевых продуктов, для получения особо чистых веществ для электроники и микроэлектроники, в восстановительной металлургии, а также в топливной экологически чистой энергетике.

Основные виды продукции ОАО «Криогенмаш»

Основной продукцией ОАО «Криогенмаш» являются криогенные ВРУ. Важной составляющей выручки Криогенмаш также являются госзаказы (в большей степени, также состоящие из заказов на производство криогенных ВРУ). Изготовление и продажа систем хранения и транспортировки технических газов составляет 6% от выручки, причем доля данного направления деятельности будет расти вместе с долей продажи технических газов (0,2%), по мере увеличения доли «on-site» проектов в портфеле компании.

На альтернативные установки по разделению воздуха приходится 3,7% от выручки Компании. Это связано с их высокой специфичностью, а также тем, что основным заказчиком – крупным металлургическим предприятиям, необходимы крупные и высокопроизводительные установки непрерывного цикла – эффективнейшими из которых являются криогенные.

Согласно стратегии развития Компании в дальнейшем основным драйвером развития будет реализация «on-site» проектов. На данном этапе в структуре выручки их доля невелика.



Рисунок 3. Структура выручки ОАО «Криогенмаш» в разрезе видов продукции

Источник: данные Компании, расчет Промсвязьбанк.

«On-site» проекты

Согласно мировой практике, компании, производящие криогенное оборудование, производят его не на продажу, а для производства технических газов и последующей их продажи, являясь таким образом «газовыми» компаниями. Доли собственных инжиниринговых подразделений в выручке крупнейших мировых компаний составляют 15-25%, остальная выручка генерируется от продажи технических газов.

Таким образом, основной моделью, применяемой при взаимодействии с крупными потребителями, является «on-site».

Концепция «on-site» предусматривает заключение Газовой компанией и потребителем технических газов долгосрочного, до 20 лет, контракта на поставку технических газов, который дает возможность Газовой компании установить на площадке потребителя свое оборудование, самостоятельно его эксплуатировать и продавать технические газы, как клиенту, так и в свободный рынок.

Плюсы для потребителя	Плюсы для продавца
<ul style="list-style-type: none">• Нет необходимости содержать персонал, ответственный за техническое содержание и функционирование сложнейшего комплекса по производству технических газов.• Отсутствие необходимости в проведении капитальных ремонтов ВРУ, их модернизации.	<ul style="list-style-type: none">• Многолетний контракт окупает текущее производство ВРУ, а также обуславливает стабильный спрос на технические газы в дальнейшем.• Возможность продажи излишков технических газов в моменты, когда оборудование заказчика простаивает, и или работает не на полную мощность.• Большая рентабельность деятельности – валовая рентабельность производства и продажи средней по размеру ВРУ составляет около 30%, тогда как валовая рентабельность «on-site» проекта составляет около 60%. Рентабельность EBITDA крупнейших газовых компаний составляет 20-25%

В российской практике, в отличие от мировой, в основном применяются проекты captive – когда потребитель технических газов покупает ВРУ и самостоятельно ее эксплуатирует. Данная ситуация является историческим следствием того, что потребителями технических газов были крупные предприятия, содержащие в своей структуре все вспомогательные производства и службы.

На данный момент появляются первые признаки ухода от сложившейся практики. С российскими предприятиями уже активно взаимодействуют иностранные газовые компании, такие как: Air liquide, Linde. Появляются первые «on-site» проекты.

ОАО «Криогенмаш» по результатам в 2007-2008г. реализует четыре «on-site» проекта:

- Строительство цеха разделения воздуха для Северского трубного завода
- Строительство станции технических газов на территории Первоуральского новотрубного завода
- Строительство цеха разделения воздуха для Новозлатоустовского металлургического завода
- Строительство цеха разделения воздуха для Таганрогского металлургического завода.

В дальнейшем, согласно стратегии развития, ОАО «Криогенмаш» собирается реализовывать минимум по 2 «on-site» проекта в год и завоевать тем самым долю рынка не ниже 20%.

Рынок оборудования для производства хранения, транспортировки и газификации технических газов

Рынок криогенного и воздухоразделительного оборудования России и стран бывшего СССР за последние 5 лет показывал стабильный и высокий темп роста и по итогам 2007 г. его объем составил \$ 210 млн. Падение прогнозируемых темпов роста с 2007 г. связано с прогнозом замедления обновления основных фондов российскими предприятиями и постепенным переходом их на «on-site» проекты.

Основной продукцией ОАО «Криогенмаш» являются криогенные ВРУ – 60,3% от выручки

Валовая рентабельность производства и продажи средней по размеру ВРУ составляет около 30%, тогда как валовая рентабельность «on-site» проекта составляет около 60%.

В дальнейшем, согласно стратегии развития, ОАО «Криогенмаш» собирается реализовывать минимум по 2 «on-site» проекта в год и завоевать тем самым долю рынка не ниже 20%.

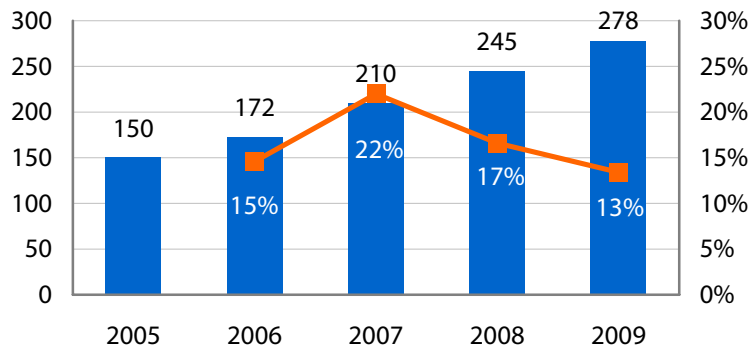


Рисунок 4. Динамика (\$ млн.) и темп роста (% годовых) рынка оборудования

Источник: данные Компании, расчет Промсвязьбанк.

Доля ОАО «Криогенмаш» на рынке оборудования для производства, хранения, транспортировки и газификации технических газов оценивается на уровне 60%.

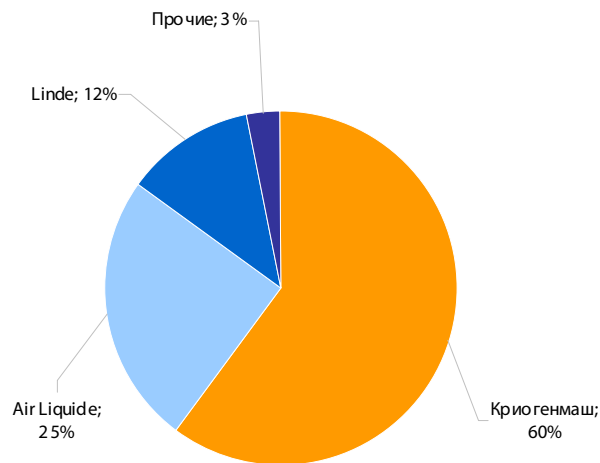


Рисунок 5. Доли игроков на рынке оборудования РФ и стран СНГ

Источник: данные Компании

Другими крупнейшими участниками российского рынка и рынка стран бывшего СССР являются международные компании Air Liquide и Linde с долями 25% и 12% соответственно. Доля остальных отечественных компаний и предприятий стран бывшего СССР составляет около 3%.

Объем рынка криогенного и воздуходелительного оборудования России и стран бывшего СССР составил \$ 210 млн.

Рынок свободной продажи технических газов и «on-site» проектов

Под рынком ТГ имеется в виду проекты «on-site», производство и продажа ТГ в свободный рынок, и не учитываются площадки captive (самостоятельное производство ТГ потребителями).

Начиная с 2005 г. ежегодный прирост мирового рынка технических газов составлял около 10% (по данным западных экспертов) и в 2007 г. рынок достиг показателя в \$58 миллиардов. По прогнозам прирост до 2010 г. будет не менее 7-8% в год.

Доля ОАО «Криогенмаш» на рынке оборудования для производства, хранения, транспортировки и газификации технических газов оценивается на уровне 60%.

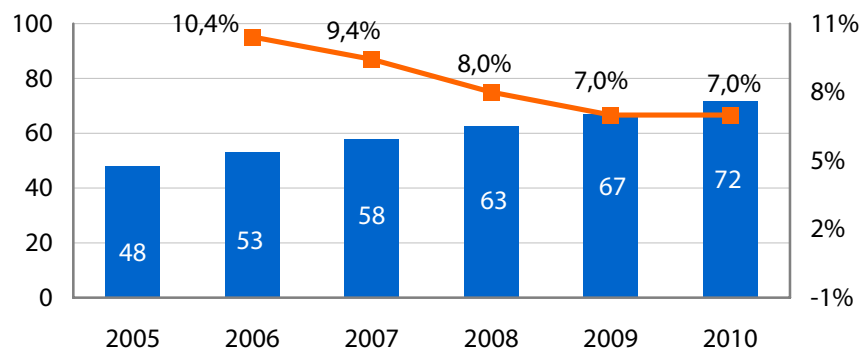


Рисунок 6. Динамика выручки, (\$ млрд.) и темпы роста (% годовых) мирового газового рынка

Источник: данные «Gasworld», расчеты Промсвязьбанка

В РФ рынок ТГ за 2007 г. составил \$600 миллионов. В целом российский рынок рос более высокими, чем мировой темпами. В дальнейшем прогнозируется рост рынка до 10-12% в год в период 2008-2011 г. Более динамичный рост российского рынка технических газов по сравнению с мировым объясняется общим слабым развитием производственных фондов в РФ.

Таким образом, российский рынок технических газов явно масштабнее, чем рынок производства криогенного и воздухоразделительного оборудования. Одной из важнейших целей ОАО «Криогенмаш» является завоевание лидирующих позиций на данном рынке в долгосрочной перспективе за счет реализации «on-site» проектов для своих текущих клиентов потребителей воздухоразделительного оборудования и сохранении преобладающей доли рынка по производству криогенного оборудования.

Основные конкуренты ОАО «Криогенмаш»

Основных конкурентов ОАО «Криогенмаш» можно условно разделить на две части:

- На конкурентов – производителей оборудования. По крупным ВРУ ими могут быть только иностранные предприятия, в свою очередь предпочитающие развивать «on-site» бизнес и поэтому не проявляющие сильной активности. По средним и малым установкам – некоторые российские предприятия, но доли рынка у них очень малы.
- На конкурентов – производителей технических газов для свободного рынка и операторов на рынке «on-site» проектов. Здесь стоит отметить, что рынок в целом только начинает формироваться, появляются первые «on-site» проекты. На данном рынке ведут достаточно агрессивную политику иностранные компании, другие российские предприятия слишком малы для полноценной конкуренции.

Среди основных отечественных конкурентов ОАО «Криогенмаш» можно выделить:

- ООО НТК «Криогенная техника» (системы хранения и газификации криогенных жидкостей в диапазоне от 1 до 16 Нм³, ВРУ малой производительности от 50 до 100 Нм³/ч);
- ОАО «Уралкриотехника» (ВРУ малой производительности, небольшие емкости и сосуды Дьюара), ОАО «Уралкриомаш» (ж/д криогенные цистерны – 100%);
- ООО «Газоразделительные системы» (мембранные газоразделительные системы – 80%).

Данные компании не составляют существенной конкуренции Криогенмаш по причине достаточно скромных масштабов бизнеса и узкой специализации.

Основными иностранными конкурентами ОАО «Криогенмаш» являются:

- Air Liquide (Франция) - мировой лидер в области производства криогенного оборудования и торговли техническими газами. С начала 90-х годов ведет агрессивную политику по проникновению на рынки России и стран СНГ. Основной бизнес - торговля техническими газами.
- Linde (Германия) - производит широкий спектр оборудования для химической промышленности. На российском рынке наряду с криогенными ВРУ активно продвигает газоразделительные установки короткоциклового адсорбции. Основной бизнес - торговля техническими газами. В РФ контролирует 3 кислородных завода: Калининград, Балашиха, Самара.
- SIAD (Италия) - основная продукция – компрессорное оборудование. Производит, также ВРУ средней производительности. Имеет партнерскую программу с компанией Praxair (США).
- ОАО «Кислородмаш» (Одесса, Украина) - производитель ВРУ средней производительности в бывшем СССР. Предприятие в настоящее время продвигает на рынок ВРУ производительностью от 500 до 2500 Нм³/ч.

Основными конкурентными преимуществами ОАО «Криогенмаш» являются:

- Более низкие цены на продукцию по сравнению с западными компаниями при сопоставимых технико-экономических показателях ВРУ (чистота получаемых газов, энергозатраты на единицу объема получаемых газов).
- Географическая близость к основным потребителям.
- Долгосрочные связи с основными потребителями продукции.
- Общая культура использования ВРУ Криогенмаш - наличие на отечественных предприятиях специалистов имеющих опыт работы с ВРУ производства Криогенмаш.
- Возможность максимального удовлетворения потребностей заказчика путем выбора оптимального варианта обеспечения техническими газами (криогенная установка, газификатор, установка КЦА или мембранная установка).
- Возможность производства практически всего спектра воздухоразделительных систем, систем хранения и транспортировки.
- Собственный научно исследовательский потенциал – возможность реализовывать комплексные решения по воздухоразделительным системам собственной разработки, что увеличивает маржинальность деятельности.

В РФ рынок свободной продажи технических газов и «on-site» проектов за 2007 г. составил \$600 миллионов.

Конкуренты – производители оборудования из РФ и стран бывшего СССР - слишком малы для полноценной конкуренции, европейские производители – мало заинтересованы рынком оборудования.

Рынок производства технических газов и «on-site» проектов еще не сформирован.

Основные финансовые показатели ОАО «Криогенмаш»

	2005	2006	2007	I кв. 2008
Выручка, тыс. руб.	1 881 858	2 440 745	3 154 657	500 397
Темп роста выручки, %	61,7	29,7	29,2	30,4
Себестоимость	-1 702 279	-2 162 264	-2 623 640	-526 878
Темпы роста себестоимости, %	63,0	27,0	21,3	15,9
ЕБИТДА, тыс. руб.	198 201	279 652	487 530	-56 387
Темп роста ЕБИТДА, %	65,4	41,1	74,3	-1,53
Рентабельность ЕБИТДА, %	10,5	11,4	15,4	-
Чистая прибыль, тыс. руб.	72 084	139 483	191 808	-115 775
Активы, тыс. руб.	1 717 080	3 330 106	4 537 329	4 648 850
Собств. капитал, тыс. руб.	445 821	579 512	771 320	673 586
Чистый долг, тыс. руб.	283 641	1 030 385	997 150	1 182 778
Чистый долг/ЕБИТДА	1,43x	3,68x	2,04x	-

Источник: данные Компании, расчеты Промсвязьбанка

В 2007 г. выручка от основной деятельности выросла на 29% и составила 3,154 млрд. руб.

В 2007 г. выручка от основной деятельности выросла на 29% и составила 3,154 млрд. руб. Темпы роста выручки ОАО «Криогенмаш» выше, чем по отрасли в целом, что позволило занять Компании в 2007 г. долю в 60% от рынка ВРУ оборудования и технических газов по сравнению с 50% в 2006 г.

В 2008 г. прогнозируется, что выручка ОАО «Криогенмаш» достигнет 4,2 млрд. руб. таким образом, сохранив свой темп роста. При этом необходимо отметить, что по мере расширения отраслевой диверсификации и увеличения проектов «on-site» выручка ОАО «Криогенмаш» будет расти, невзирая на возможное уменьшение темпов роста обновления ВРУ предприятиями.

Отрицательный результат деятельности в 1 кв. 2008 г. обусловлен задержкой отгрузки продукции покупателям в связи с переносом оплаты на май 2008 г., вследствие чего был сформирован остаток на складе готовой неотгруженной продукции – 505,5 млн. руб. Также отрицательному финансовому результату способствовало изменение учетной политики Компании касательно управленческих расходов, которые с 2008 г. признаются в себестоимости проданной продукции, товаров, работ, услуг в отчетном периоде полностью.

Себестоимость деятельности Компании растет с 2006 г. более низкими темпами, нежели чем выручка.

Себестоимость деятельности Компании растет с 2006 г. более низкими темпами, нежели выручка, это происходило за счет реализации комплексных программ ее снижения, например, максимальной унификации производимой продукции.

Рентабельность по ЕБИТДА находится на среднеотраслевом уровне для машиностроительной отрасли и имеет тенденцию к увеличению. Также стоит отметить, что целевым среднесрочным ориентиром (2009-2010гг.) по рентабельности ЕБИТДА для Компании, при ее закреплении в качестве «газового производителя», является уровень 20-25%.

Долговая нагрузка Компании на фоне ее активного роста уменьшается. Показатель Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 2007 г. составил 2,04x. В 2008 г. Прогнозируется увеличение чистого долга ОАО «Криогенмаш» на 500 млн. руб. от текущих значений для пополнения оборотных средств и развития проектов «on site». Отношения долга к ЕБИТДА останутся на прежнем уровне за счет увеличения финансовых потоков от операционной деятельности.

Целевым среднесрочным ориентиром по рентабельности ЕБИТДА является уровень 20-25%.

Показатель Чистый долг, рассчитанный по предварительной МСФО Группы «Криогенмаш» составляет 941,6 млн. руб., таким образом, Чистый долг/ЕБИТДА составляет 2,77x. Сопоставимость количественного и относительного показателя чистого долга с РСБУ по ОАО «Криогенмаш» обусловлено тем, что ОАО «Криогенмаш» является основным активом Группы «Криогенмаш».

Высокие операционные показатели деятельности ОАО «Криогенмаш» в 2007 г. были обусловлены реализацией следующих проектов:

- Криогенмаш построил 139 новых криогенных ВРУ различной производительности.
- Произвел 12 некриогенных ВРУ – 7 мембранных и 5 адсорбентных.
- Реализует 4 он сайт проекта.
- Занял 60% долю на рынке производства криогенного оборудования.

Показатель Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 2007 г. составил 2,04x.

Прогнозы по дальнейшему росту в 2008 г. опираются на уже сформированный портфель контрактов на производство ВРУ и новыми контрактами на реализацию «on-site» проектов.

Облигационные займы ОАО «Криогенмаш».

Первый облигационный заем ОАО «Криогенмаш» на 300 млн. руб. был размещен в мае 2003 г. на два года и успешно погашен в 2005 г.

Второй облигационный заем на 500 млн. руб. был размещен в июле 2005 г. Также как и в первом займе, эмитентом выступал сам ОАО «Криогенмаш». По второму займу Криогенмаш поручителем выступил ОАО «Промсвязьбанк». Погашение второго займа состоится 08 июля 2008 г.

Эмитентом в третьем облигационном займе Криогенмаш выступило SPV ООО «Криогенмаш Финанс». Займ был размещен в декабре 2006 г., погашение состоится 15.12.2009, по займу предусмотрена оферта 20.06.08.

Позиционирование облигационного займа ОАО «Криогенмаш».

Бенчмарками для определения справедливой доходности по облигациям ООО «Криогенмаш-Финанс» являются облигации ООО «ОЗНА-Финанс» и ООО «КМПО-Финанс». Выбор этих эмитентов обусловлен сопоставимыми параметрами операционной деятельности, такими как:

- формированием финансового потока от продажи оборудования крупнейшим компаниям,
- стабильностью финансового потока, вследствие малой доли затрат на продукцию эмитентов в стоимости обновления основных фондов крупными потребителями,
- масштабами бизнеса и основными финансовыми показателями.

ОЗНА является одним из ведущих производителей нефтегазового оборудования в России. Ключевые потребители продукции компании: ЛУКОЙЛ, Сургутнефтегаз, Роснефть, ТНК-ВР, Газпромнефть и пр.

КМПО производит и обслуживает оборудование для транспортировки газа, основным потребителем которого выступает Газпром.

У данных эмитентов сопоставимы масштабы бизнеса и основные финансовые показатели. Выручка ОАО «Криогенмаш» в 2007 г. составила 3,15 млрд. руб., EBITDA - 488 млн. руб., Net debt/EBITDA - 2,04x, рентабельность EBITDA - 15,4%.

Выручка ОАО «АК ОЗНА» в 2007 г. составила 3,98 млрд. руб. EBITDA - 664 млн. руб. Net debt/EBITDA - 1,3x, рентабельность EBITDA - 16,7%.

Выручка ОАО «КМПО» в 2007 г. составила 4,56 млрд. руб. EBITDA - 788 млн. руб. Net debt/EBITDA - 1,7x, рентабельность EBITDA - 17,2%.

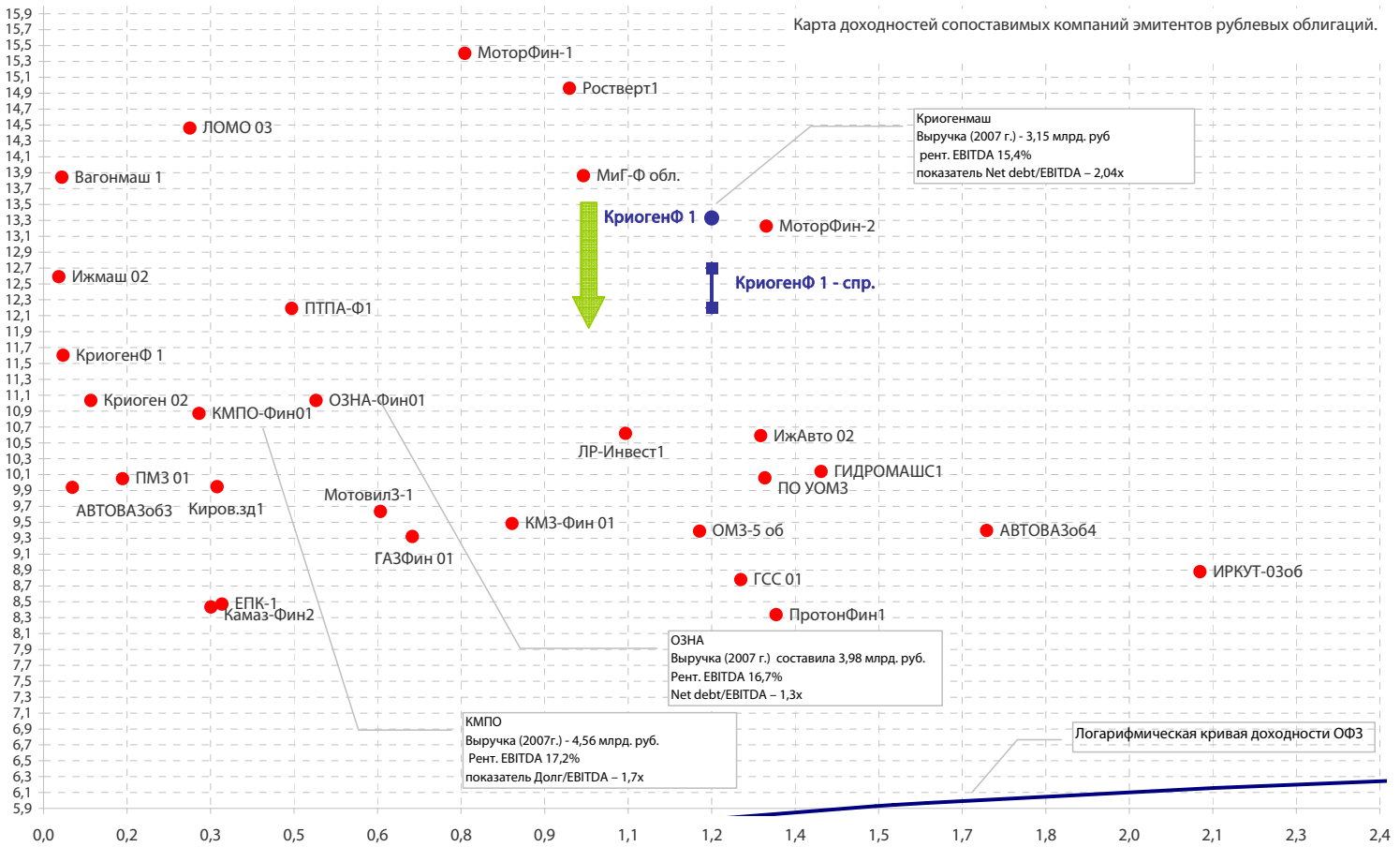
Равно как и у сравниваемых эмитентов облигаций, выручка ОАО «Криогенмаш» не зависит от волатильности цен на металлы или другую продукцию потребителей ВРУ, поскольку основной ее поток генерируется продажей ВРУ для их обновления на уже существующих металлургических, химических и нефтехимических предприятиях.

С учетом сложившейся конъюнктуры российского облигационного рынка по займу КриогенФ 1 на послефертный период был установлен купон 13% годовых, что соответствует доходности 13,33% годовых и дюрации 1,2 г. Доходность 13,33% годовых по облигациям Компании соответствует средней премии 238 б.п. к доходности по облигациям ОЗНА и КМПО. Даже учитывая разницу в дюрации, считаем, что по мере вторичного обращения спред между доходностями этих облигаций должен сократиться на 60-110 б.п. до справедливых уровней 12,2-12,7% годовых, вследствие сопоставимости кредитного качества эмитентов и поддержки облигаций Компании со стороны маркет-мейкера.

Доходность облигаций КриогенФ 1 в послефертном периоде составит 13,33% годовых, при дюрации 1,2 г.

Мы считаем, что по мере вторичного обращения доходность облигаций КриогенФ 1 должна сократиться на 60-110 б.п. до справедливых уровней - 12,2-12,7%

Карта доходности облигаций ОАО «Криогенмаш» и крупнейших машиностроительных предприятий



ОАО «Промсвязьбанк»

109052, Москва,
ул. Смирновская, 10, стр. 22

Круглосуточная**информационно-справочная служба банка:**

8 800 555-20-20 (звонок из регионов РФ бесплатный)
+7 (495) 787-33-34

Инвестиционный департамент

т.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-53-03, 70-20-00

ф.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-37

E-mail: ib@psbank.ru

**Руководство****Зибарев Денис Александрович**

Zibarev@psbank.ru

Руководитель департамента

70-47-77

Тулинов Денис Валентинович

Tulinov@psbank.ru

Руководитель департамента

70-47-38

Субботина Мария Александровна

Subbotina@psbank.ru

Заместитель руководителя департамента

70-47-33

Аналитическое управление**Бобовников Андрей Игоревич**

Bobovnikov@psbank.ru

Начальник отдела

70-47-31

Монастыршин Дмитрий Владимирович

Monastyrshin@psbank.ru

Заместитель начальника отдела

70-20-10

Шагов Олег Борисович

Shagov@psbank.ru

Заместитель начальника отдела

70-47-34

Крусткалн Ян Эдуардович

Krustkaln@psbank.ru

Главный аналитик

70-47-32

Грицкевич Дмитрий Александрович

Gritskevich@psbank.ru

Главный аналитик

70-20-14

Жариков Евгений Юрьевич

Zharikov@psbank.ru

Ведущий аналитик

70-47-35

Захаров Антон Александрович

Zakharov@psbank.ru

Аналитик

70-47-75

Управление торговли и продаж**Павленко Анатолий Юрьевич**

APavlenko@psbank.ru

Треjder

Прямой: +7(495)705-90-69
+7(495)777-10-20 доб. 70-47-23

Рыбакова Юлия Викторовна

Rybakova@psbank.ru

Треjder

Прямой: +7(495)705-90-68
+7(495)777-10-20 доб. 70-47-41

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не содержит рекомендаций или предложений о совершении сделок. ОАО «Промсвязьбанк» уведомляет, что использование представленной информации не обеспечивает защиту от убытков или получение прибыли. ОАО «Промсвязьбанк» и его сотрудники не несут ответственности за полноту и точность предоставленной информации, а также последствия её использования, и оставляют за собой право пересмотреть её содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Настоящим уведомляем всех заинтересованных лиц о том, что при подготовке обзора использовалась информация, полученная из сети Интернет, а также других открытых источников информации, рассматриваемых нами на момент публикации как достоверные.

ОАО «Промсвязьбанк», Москва, ул. Смирновская, 10, т.: 777-10-20, web-сайт: www.psbank.ru

Аналитическое управление Инвестиционного Департамента, т. 777-10-20(доб. 704733), e-mail: ib@psbank.ru