

Бобовников А.И., к.э.н.

Аналитическое управление
Инвестиционного департамента
АКБ «Промсвязьбанк» (ЗАО)

109052, г. Москва, ул. Смирновская, д. 10, стр. 22.
Тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-31
Факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-37

Дата публикации: 20.07.2007

Облигации ООО «Криогенмаш-Финанс»: выход отчетности ОАО «Криогенмаш» по МСФО за 2006 г., аудированной Deloitte&Touche

- Облигации ООО «Криогенмаш-Финанс» (3 выпуск Группы ОАО «Криогенмаш») должны быть позитивно переоценены рынком на фоне положительной динамики основных финансовых показателей и успешного исполнения оферты по облигациям 2 выпуска. Потенциальное снижение доходности – до 10,8% к оферте 17.06.2008 г.
- Вышедшая отчетность по МСФО за 2006 год демонстрирует рост основных показателей Группы компаний.
- Активы выросли более чем в 2 раза и составили \$229,9 млн.
- Выручка увеличилась почти на 20% до \$90,6 млн., чистая прибыль – на 1,1% до \$1,9 млн.
- ОАО «Криогенмаш» - головная компания группы предприятий, основные виды деятельности которой – производство воздухоразделительных установок (ВРУ), для получения технических газов (кислород, азот, аргон), которые используются в промышленности, прежде всего, в металлургии и нефтехимии, а также – производство и продажа технических газов
- Технические газы - критическая составная часть технологического процесса в металлургии, химии/нефтехимии.
- Крупные предприятия эксплуатируют до 12 ВРУ одновременно. Большая часть ВРУ физически и морально устарели, что формирует значительный спрос на установки в следующие 5-7 лет.
- Стоимость 1 ВРУ - около \$30 млн., затраты на эти установки составляют незначительную часть инвестпрограмм крупных предприятий и не зависят от металлургического и нефтехимического цикла.
- Основной рынок сбыта продукции - Россия и страны СНГ. Рыночная доля Группы - свыше 50%.
- При сопоставимых технических характеристиках продукция Криогенмаш обладает ценовым преимуществом до 10% по сравнению с основными конкурентами.
- Группа активно наращивает масштабы бизнеса не только за счет органического роста, но и за счет M&A, в т.ч. за рубежом (в 2006-2007 гг. приобретены ЗАО «Киевский кислородный завод», ЗАО «МеталлургЭнергоРемонт», ОАО «Дальтехгаз», ОАО «Югтехгаз»). Также активно развивается высокодоходный сегмент поставок технических газов по схеме on-site (газы вырабатываются на оборудовании, принадлежащем производителю, а затем поставляются потребителю).
- Увеличение масштабов бизнеса обуславливает положительную динамику финансовых показателей. Группа ожидает рост EBITDA margin до 22% в ближайшие 2 года.

Параметры облигаций ООО «Криогенмаш-Финанс»

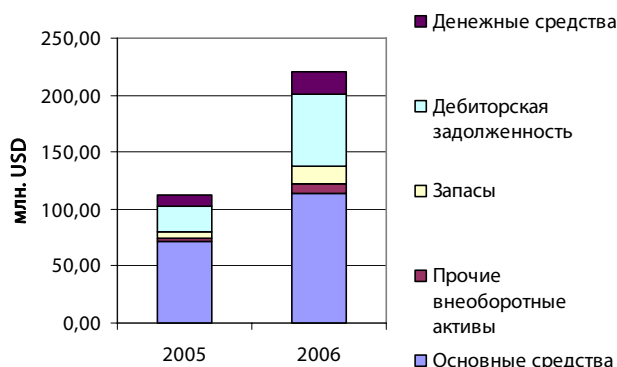
Эмитент	ООО «Криогенмаш-Финанс»
Поручитель	ОАО «Криогенмаш»
Объем займа	1 млрд. руб.
Срок обращения	3 года
Дата погашения	15.12.2009
Дата оферты	17.06.2008
Купон	полугодовой

Основные события, определяющие развитие Группы компаний

- В 2006 г. Криогенмаш подписал первые два договора по реализации on-site проектов для Северского трубного завода (входит в Трубную металлургическую компанию) и Первоуральского Новотрубного завода (входит в состав Группы ЧТПЗ). Планируемый объем инвестиций составляет более \$60 млн. On-site проект - поставка газов с площадки заказчика путем заключения долгосрочного договора на поставку технических газов. При этом Криогенмаш самостоятельно сооружает и эксплуатирует на площадке заказчика собственное производство, способное обеспечить техническими газами как основное производство заказчика, так и региональный розничный рынок.
- В 2006 г. была начата сделка по приобретению украинского производителя технических и медицинских газов ЗАО «Киевский кислородный завод». В апреле 2006 г. Группа фактически получила контроль над операционной деятельностью Киевского кислородного завода, и с этой даты его результаты консолидируются в отчетности Группы. Сделка позволит существенно расширить долю Группы на украинском рынке технических и медицинских газов.
- 21 декабря 2006 г. Группа компаний приобрела 50% в ЗАО «МеталлургЭнергоРемонт», которое занимается сервисными и ремонтными работами для металлургических предприятий Челябинской области и обладает собственной производственно-технической базой. Один из приоритетных клиентов - Магнитогорский металлургический комбинат (ММК), который использует 9 воздухоразделительных установок (ВРУ) производства ОАО «Криогенмаш». Данное приобретение - шаг по увеличению доли такого высокодоходного сегмента, как рынок услуг. Финансовые показатели ЗАО «МеталлургЭнергоРемонт» учитываются в консолидированной отчетности с даты приобретения.
- На базе ЗАО «МеталлургЭнергоРемонт» создан Центр технического обслуживания криогенного оборудования, профиль деятельности которого - проведение ремонтных работ и сервисное обслуживание ВРУ. Это стало важным шагом на пути к доведению доли услуг, которые приносят больше добавленной стоимости, в выручке Группы до 20%.
- В сентябре 2006 г. Группа приобрела у РФФИ 20,9% голосующих акций ОАО «Дальтехгаз» - хабаровского производителя технических газов. Доля чистых активов Группы в ОАО «Дальтехгаз» консолидирована в отчетность за 2006 г. В настоящее время завершены переговоры по увеличению пакета Группы до контрольного, сделку планируется завершить в течение 2007 г.
- Уже после отчетной даты, 20 апреля 2007 г. Группа приобрела 73% голосующих акций ведущего производителя технических газов юго-запада Украины ОАО «Югтехгаз».
- В 2006 г. Группой был завершен ряд крупных сделок, среди которых изготовление ВРУ для Новокузнецкого металлургического комбината (Евраз), изготовление криогенных водородных резервуаров для международной компании Linde, гелиевое оборудование для Института Физики Высоких Энергий.
- В 2007 г. портфель заказов продолжает пополняться. Выигран тендер на поставку ВРУ «под ключ» для ОАО «Уральская Сталь». Выигран тендер на поставку ВРУ металлургическому производству Мотовилихинских заводов, заключен договор на модернизацию ВРУ ОАО «Нижнекамскнефтехим», выигран тендер на поставку оборудования для производства азота для нефтехимической группы «Титан», заключен договор с компанией Air Liquide на поставку транспортных цистерн для жидких криогенных продуктов.

Анализ финансовой отчетности

Структура активов



За 2006 г. активы Группы выросли более чем в 2 раза. Объем основных средств увеличился примерно на 60%. Существенную долю прироста составили выкупленные в 2006 г. земельные участки (оцененные, примерно, в \$35 млн.). Рост произошел также за счет приобретенных долей участия в компаниях и модернизации производственной базы. Основные средства сохраняют главенствующую роль в балансе - они занимают около 50%. Рост дебиторской задолженности объясняется избытком денежной наличности, полученной от облигационных займов, которая была инвестирована с целью оптимизации финансовых затрат. Объем денежных средств увеличился примерно вдвое, их доля сохранилась на прежнем уровне, это, наряду с сокращением краткосрочной задолженности, позволило удержать ликвидность на хорошем уровне - более 1 по коэффициентам текущей и быстрой ликвидности.

Структура пассивов


Структура пассивов Группы выглядит весьма позитивно. Группа своевременно увеличивает размер собственного капитала, оставляя его долю на высоком уровне, что позволяет сохранять финансовую независимость. В 2006 г. собственный капитал увеличился более чем на 70%, его доля в валюте баланса составила почти 37%.

Группе удалось значительно улучшить структуру обязательств - краткосрочные кредиты были полностью замещены долгосрочными облигационными займами. Отложенные налоговые обязательства выросли на 70%, но т.к. львиная их доля - налог на основные средства, это является лишь отражением роста основных средств. Значительно выросла кредиторская задолженность, около 70% которой занимают авансовые платежи от потребителей, что отражает увеличившийся объем заказов.

Выручка Группы за 2006 г. выросла почти на 20%, при этом себестоимость произведенной продукции увеличилась на 18,7%, что свидетельствует об увеличении эффективности деятельности. В результате: валовая прибыль возросла на 22%, прибыль от продаж - на 13,5%. Чистая прибыль возросла незначительно - на 1,1%. Стоит отметить, что чистая прибыль по МСФО в случае ОАО «Криогенмаш» оценивается существенно ниже, чем по РСБУ вследствие того, что, помимо прочих отличий, в МСФО учитываются контракты не по полной их стоимости, а с поправкой на процент их исполнения. Таким образом, по РСБУ чистая прибыль в 2006 г. по сравнению с 2005 г. выросла с \$2,6 млн. до \$5,1 млн., а по МСФО соответствующие показатели составили \$1,88 млн. и \$1,90 млн.

EBITDA в 2006 г. несколько сократилась, что явилось следствием уменьшения объема амортизации. Это объясняется выбытием большого объема устаревших производственных мощностей, а также переводом части основных средств в разряд «на продажу», на которые амортизация не начисляется.

Снижение показателей рентабельности объясняется ростом общих и административных расходов, в основном, за счет увеличения расходов на оплату труда вследствие обновления кадрового состава, несмотря на общее сокращение численности административно-управленческого персонала. Кроме того, в 2006 г. Группа ввела для сотрудников негосударственное пенсионное обеспечение. Показатели рентабельности Группы остаются на уровне, характерном для представителей машиностроительной отрасли.

Рост долгосрочных заимствований привел к некоторому ухудшению долговых показателей. Тем не менее, существенный рост денежных средств в значительной степени компенсировал негативное влияние на показатель чистого финансового долга. Долговые показатели, рассчитанные относительно активов и капитала, выглядят очень позитивно: чистый долг занимает около 15% активов, собственный капитал значительно перекрывает задолженность.

Показатели, рассчитанные относительно финансовых потоков, выглядят неплохо, они существенно лучше показателей большинства участников облигационного рынка 3 эшелона. Чистый долг/EBITDA составляет менее 4х, процентные платежи перекрываются EBITDA почти в 5 раз, чистый долг занимает менее половины выручки.

Финансовые коэффициенты

	2005	2006
Чистый долг, млн. USD	9,60	36,76
Чистый долг/активы	0,09	0,16
Капитал/займы	2,51	1,49
Рентабельность EBITDA	12,0%	9,6%
Чистый долг/EBITDA	1,04	3,90
EBITDA/%	5,65	4,94
Долгосрочный долг/заемные средства	0,89	1,00
Чистый долг/выручка	0,13	0,41
К-т текущей ликвидности	1,03	1,30
К-т абсолютной ликвидности	0,31	0,31
К-т быстрой ликвидности	1,20	1,38
К-т автономии (финансовой независимости)	0,43	0,37
К-т деловой активности	0,67	0,39
К-т рентабельности общего капитала	0,02	0,01
К-т рентабельности акционерного капитала	0,04	0,02
К-т покрытия задолженности	1,38	1,63
Рентаб-ть валовой прибыли	26,58%	27,11%
Рентаб-ть продаж	4,67%	4,43%
Рентаб-ть по прибыли до налогообложения	2,60%	2,11%
Рентаб-ть по чистой прибыли	2,48%	2,10%
Собственный капитал к общей задолженности	1,95	1,40
К-т обеспеченности собственными ср-вами	-0,69	-0,38

Показатели баланса, млн. USD

	2005	2006
Основные средства	71,55	113,60
Прочие внеоборотные активы	3,15	8,22
Всего внеоборотных активов	74,71	121,82
Запасы	4,87	15,28
Дебиторская задолженность	22,91	63,65
Краткосрочные финансовые вложения	0,00	0,00
Денежные средства	9,86	19,85
Прочие оборотные активы	0,00	0,00
Всего оборотных активов	37,64	98,78
Всего активов	112,35	229,85
Собственные средства	48,83	84,42
Долгосрочные займы	17,24	56,61
Отложенные налоговые обязательства	14,56	24,79
Краткосрочные займы	2,22	0,00
Кредиторская задолженность	25,09	60,48
Прочие краткосрочные обязательства	4,40	3,54

Показатели отчета о прибылях и убытках, млн. USD

	2005	2006
Выручка	75,75	90,59
Себестоимость проданных товаров	-55,61	-66,04
Валовая прибыль	20,13	24,56
Прибыль (убыток) от продаж	3,54	4,01
Проценты к уплате	1,64	1,91
Прибыль (убыток) до налогообложения	1,97	1,92
Чистая прибыль	1,88	1,90
EBIT	3,61	3,82
EBITDA	9,18	8,75

АКБ «Промсвязьбанк» (ЗАО)109052, Москва,
ул. Смирновская, 10, стр. 22**Круглосуточная****информационно-справочная служба банка:**8 800 333-03-03 (звонок из регионов РФ бесплатный)
(495) 787-33-34**Инвестиционный департамент**т.: +7(495) 777-10-20
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 ВалентиновичTulinov@psbank.ru

Руководитель департамента

70-47-38

Субботина Мария АлександровнаSubbotina@psbank.ru

Заместитель руководителя департамента

70-47-33

Аналитическое управление**Бобовников Андрей Игоревич**Bobovnikov@psbank.ru

Начальник отдела

70-47-31

Жариков Евгений ЮрьевичZharikov@psbank.ru

Ведущий специалист

70-47-35

Крусткалн Ян ЭдуардовичKrustkaln@psbank.ru

Главный специалист

70-47-32

Шагов Олег БорисовичShagov@psbank.ru

Главный специалист

70-47-34

Управление торговли и продаж**Павленко Анатолий Юрьевич**APavlenko@psbank.ru

Сейлз-менеджер

70-47-23

Рыбакова Юлия ВикторовнаRybakova@psbank.ru

Сейлз-менеджер

70-47-23