


**ГАЗПРОМБАНК**

## Уралвагонзавод (NR): кредитный обзор

### Уралвагонзавод 01

Эмитент	ОАО НПК «Уралвагонзавод»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	—
Объем размещения, млн руб.	3 000
Оферта	—
Срок обращения	3 года
Купон, %	9,25%
Доходность к оферте (1 год), %	9,46%

29 ноября Уралвагонзавод установил ставку пятого и шестого купонов по облигациям первой серии на уровне 9,25%, что соответствует доходности 9,46% к годовой оферте. Выпуск обеспечивает наиболее высокую доходность среди всех бумаг квазигосударственных компаний в короткой части кривой и, на наш взгляд, представляет интерес для инвесторов, ориентированных на стратегию «buy and hold».

ОАО «НПК «Уралвагонзавод» (УВЗ) – головное предприятие холдинга, объединяющего более 20 компаний в России и Европе, крупнейший в СНГ производитель грузовых вагонов (доля рынка – около 23%), один из ведущих заводов по выпуску мотья и единственный в России изготовитель танка Т-90 и бронетехники на его базе. Все акции УВЗ принадлежат Правительству Российской Федерации в лице Росимущества, а сама компания включена в правительственный перечень системообразующих организаций.

#### Вагоностроительная отрасль: стремительное восстановление после кризиса.

Производство грузовых вагонов в России и странах СНГ в последние несколько лет уверенно росло на фоне восстановления после кризиса 2008-2009 гг. основных отраслей экономики, использующих ж/д транспорт (сырьевого сектора, металлургии, производства стройматериалов), и благодаря увеличению загрузки вагонного парка. Несмотря на то что в 2009 г. выпуск грузового подвижного состава сократился вдвое, уже в 2010 г. он превысил докризисный уровень, а в 2011 г. вырос еще на 26% (до 114 тыс. вагонов).

**Долгосрочный драйвер спроса – обновление парка.** Долгосрочным драйвером спроса на вагоны остаются высокий уровень износа существующего вагонного парка и необходимость в его постоянном обновлении. Из-за недостаточного объема производства в 90-е годы более 20% всех грузовых вагонов в России, по оценкам участников отрасли, достигло предельного срока эксплуатации или превысило его. Общий объем вагонов, требующих замены в ближайшие 10 лет, оценивается в 380–400 тыс. единиц (около 35% парка).

**Вагоны нового поколения – конкурентное преимущество на рынке.** В 2012 г. УВЗ, по собственным оценкам, выпустит порядка 28 тыс. вагонов, то есть на 10% больше, чем в 2011 г. Текущий год должен стать «пиковым» с точки зрения спроса: в 2013 г. участники рынка ожидают снижения продаж. При этом сравнительно лучшую динамику могут показать производители, предлагающие продукцию с улучшенными эксплуатационными характеристиками, в частности полувагоны, допускающие более высокую нагрузку на ось и, как следствие, имеющие более высокую грузоподъемность. Вагоны нового поколения предлагают на рынке 4 производителя, в том числе Уралвагонзавод. В новом подвижном составе заинтересованы РЖД, поскольку в этом случае снижается нагрузка на железнодорожную сеть. По данным СМИ («РБК Дэйли» от 09.10.12), железнодорожная монополия предложила ФСТ ввести тарифные скидки для владельцев полувагонов нового поколения.

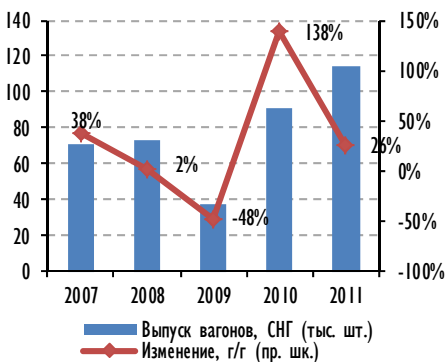
**Потенциальная поддержка отрасли со стороны государства.** Отметим, что на фоне ожидаемого снижения спроса поддержку российским производителям подвижного состава могут оказать рассматриваемые в настоящий момент меры государственного регулирования. В частности, одной из таких мер может стать запуск программы утилизации вагонов (аналогичная программа действует в отношении автомобилей), создающей стимул для ускоренного замещения устаревшего парка, а также ограничивающей импорт из стран СНГ благодаря утилизационному сбору. По данным СМИ (в частности, газеты «Коммерсантъ» от 19.11.2012), концепция программы в настоящий момент согласовывается с профильными ведомствами. Еще одной мерой, направленной на стимулирование спроса на новый подвижной состав, может стать введение ограничений на продление срока жизни вагонов (средством

#### Структура рынка грузовых вагонов СНГ (10M12)



Источник: INFOLINE

#### Выпуск вагонов в СНГ, 2007-2011 гг.



Источник: РЖД, Brunswick Rail

Яков Яковлев  
+7 (495) 988 24 92  
Yakov.Yakovlev@Gazprombank.ru

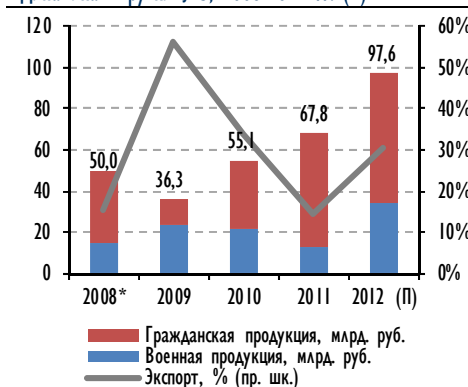
Екатерина Зиновьева  
+7 (495) 983 18 00, доб. 5-44-42  
Ekaterina.Zinovieva@Gazprombank.ru

Выпуск вагонов УВЗ, 2007-2012 гг.

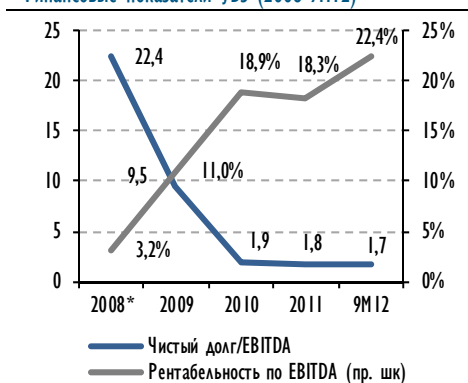


Источник: данные компании

Динамика выручки УВЗ, 2008-2012 гг. (П)

\*2008 г - аннуализированная выручка  
Источник: данные компании

Финансовые показатели УВЗ (2008-9М12)



\*2008 г - аннуализированные показатели

\*\*9М12 - последние 12 мес. от 30.09.12

Источник: данные компании,  
расчеты Газпромбанка

капитального ремонта). Аргументом в пользу введения таких ограничений является повышенный риск эксплуатации устаревшего подвижного состава в железнодорожных сетях РЖД.

**Диверсифицированная продуктовая линейка.** Линейка гражданской продукции (грузовые вагоны, строительная техника и проч.) позволяет выигрывать от роста активности в циклических отраслях. Производство специализированной техники (военной продукции) по долгосрочным государственным контрактам на условиях предоплаты оказывает существенную поддержку финансовым результатам УВЗ в кризисные периоды. В частности, в 2009 г. сегмент специализированной техники частично компенсировал снижение продаж гражданской продукции. А в 2010–2012 гг. УВЗ продемонстрировал значительный рост финансовых результатов: среднегодовой темп роста выручки достиг порядка 33%, рентабельность по EBITDA выросла с 18,9% до 22,4% (9М12) за счет восстановления гражданского сегмента.

**Сохранение контроля над долговой нагрузкой.** Предоставленная в 2009–2010 гг. государственная поддержка в виде вливаний в УК (14,4 млрд. руб.), субсидирования процентных ставок (1,9 млрд. руб.) и госгарантий по кредитам позволила компании успешно рефинансировать краткосрочный долг в кризисный период, а хорошие операционные результаты последующих лет – сократить долговую нагрузку в терминах «Чистый долг / EBITDA» с 9,5х до текущих умеренных уровней 1,7х.

Порядка 50% долга, представленного кредитами и двумя облигационными выпусками (6 млрд. руб.), приходится на краткосрочные обязательства (с учетом оферт по облигациям). Менеджмент УВЗ намерен оптимизировать структуру долга для сокращения рисков рефинансирования, в том числе за счет выхода на публичный рынок заимствований.

**Умеренные инвестиционные расходы, участие государства в крупных проектах.** В ближайшие годы расходы на поддержку производственных мощностей в рамках группы предприятий запланированы в объеме порядка 1 млрд. руб. / год с финансированием из собственных средств УВЗ. При этом масштабные инвестиционные проекты планируется реализовывать преимущественно за счет государственного финансирования.

Программа модернизации специального производства, проводимая в рамках ФЦП «Развитие ОПК РФ на 2011–2020 гг.», предполагает разработку новой платформы тяжелого танка: на эти цели планируется выделить 64 млрд. руб. бюджетных средств. НИОКР по данному проекту УВЗ должен завершить в 2014 г. В части развития выпуска гражданской продукции компания рассматривает возможность строительства новой производственной площадки в Нижнем Тагиле мощностью порядка 30 тыс. вагонов. В данный момент проект находится на стадии планирования и оценки. УВЗ ожидает, что строительство будет производиться с привлечением бюджетных ресурсов и не приведет к существенным рыночным заимствованиям.

**Возможные стратегические приобретения и партнерства.** Кроме модернизации существующих производственных площадок, Группа УВЗ рассматривает возможность выборочных приобретений активов для развития бизнеса. По оценкам компании, реализуемые и планируемые в настоящий момент сделки не должны привести к существенному отвлечению денежных средств.

**Консолидация государственных долей в «профильных» активах.** Государство консолидирует на базе группы имеющиеся активы в машиностроении и ОПК посредством взносов в УК. Так, в 2011 г. УВЗ был передан пакет акций ОАО «Уралтрансмаш» (производитель военной продукции, трамвайных вагонов, оборудования для нефтедобычи и пр.; 9% выручки группы в 2012 г.), в 2012 г. было принято решение о передаче УВЗ в оплату дополнительной эмиссии акций на 10 млрд. руб. госпакета акций (42,5%) ОАО «Тверской

Вагоностроительный Завод» (ТВЗ) и ряда других предприятий. УВЗ не исключает использование своей доли в ТВЗ для получения контроля над рядом оборонных активов, принадлежащих контролирующему акционеру ТВЗ – ЗАО «Трансмашхолдинг».

**Развитие сети вагоноремонтных сервисных центров.** УВЗ не раз заявлял о намерении создать сеть сервисных предприятий для обслуживания гражданской продукции. В частности, компания может приобрести у РЖД ряд вагоноремонтных заводов, которые могут быть выставлены на продажу в будущем году (стоимость реализации в 2011-2012 гг. составляла в пределах 1,25–2,45 млрд. руб. за каждый завод).

**Приобретение ОАО «Мотовилихинские заводы» (МЗ).** По сообщениям менеджмента, компания планирует до конца года довести имеющийся 15%-й пакет в МЗ – крупном производителе военной и дорожно-строительной техники – до контрольного (выручка 9М12 – 4,2 млрд руб., EBITDA – 583 млн руб., чистый долг – 4,8 млрд руб.).

**Иностранские активы:** до конца 2012 г. УВЗ планирует завершить приобретение французской вагоностроительной компании ABRF Industries (сумма сделки оценивается в \$15–25 млн.). Покупка станет дополнением к ранее приобретенной в 2010 году Sambre et Meuse. На этих предприятиях УВЗ планирует наладить производство раздвижных тележек и тем самым укрепить свои позиции на европейском рынке.

**СП с Bombardier по производству трамваев.** В декабре 2012 г. УВЗ совместно с Bombardier выиграл тендер на поставку Москве 120 скоростных низкопольных трамваев. Сумма контракта составляет 8,46 млрд. руб.

**Повышение информационной прозрачности и улучшение корпоративного управления.** По данным менеджмента, ОАО «НПК «Уралвагонзавод» является центром прибыли и денежных потоков, обеспечивая 80% совокупной выручки и около 93% чистой прибыли (по предварительным оценкам за 2012 г.). Тем не менее, УВЗ не публикует консолидированной отчетности, что затрудняет оценку совокупной долговой нагрузки холдинга с учетом обязательств других предприятий группы. В настоящее время ведется подготовка к регулярной публикации консолидированной финансовой отчетности Группы УВЗ по МСФО. Впервые увидеть свет она может уже в декабре 2012 г.

Кроме того, Группа УВЗ активно реорганизует корпоративную структуру. Так, в будущем году планируется выделение холдинговой компании, которая возьмет на себя все административно-управленческие функции, которые «НПК «Уралвагонзавод» сейчас совмещает с производственной деятельностью.

Консолидированные результаты Группы УВЗ - оценка 2012 г.



Источник: данные компании

Основные финансовые показатели ОАО «НПК «Уралвагонзавод» по РСБУ, млн руб.

	2008*	2009	2010	2011	9М12	2012 (П) консолид.
Выручка	50 009	36 272	55 091	67 827	86 368	122 220
EBITDA**	1 586	3 982	10 428	12 426	17 625	18 258
Рентабельность по EBITDA**	3.2%	11.0%	18.9%	18.3%	20.4%	14.9%
Всего активов	60 346	58 497	67 141	88 876	113 953	-
Собственный капитал	8 172	8 106	32 956	41 632	55 870	-
Совокупный долг, в том числе	36 072	37 937	20 196	23 508	33 178	36 523
Доля краткосрочного долга***	50.7%	66.7%	41.2%	34.2%	32.0%	-
Денежные средства и эквиваленты	575	113	377	1 245	2 879	-
Чистый долг	35 497	37 824	19 819	22 263	30 299	-
<b>Показатели</b>						
Долг/Собственный капитал, х	4.4	4.7	0.6	0.6	0.6	-
EBITDA/Процентные расходы, х	0.5	0.8	2.9	7.9	10.3	-
Долг/EBITDA	22.7	9.5	1.9	1.9	1.9	2.0
Чистый долг/EBITDA	22.4	9.5	1.9	1.8	1.7	-

\* Аннуализированные данные за 2-4К08

\*\* EBITDA = Операционная прибыль + амортизация

\*\*\* По РСБУ облигационные выпуски с офертами 18.12.12 и 30.08.13 учитываются в составе долгосрочного долга

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Эрик Де Пой

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

#### Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

#### Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

#### Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

#### Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00 доб. 54074

#### Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Потребительский сектор

Виталий Баикин

+7 (495) 983 18 00 доб. 54072

#### Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

#### Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

#### Телекоммуникации и медиа

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

### Управление анализа инструментов

#### с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00

доб. 54074

#### Стратегия

Алексей Тодоров

+7 (495) 983 18 00

доб. 54443

#### Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00

доб. 21417

Екатерина Зиновьева

+7 (495) 983 18 00

доб. 54442

#### Количественный анализ и ИТ развитие

Тимур Семенов

+7 (495) 287 61 00 доб. 54424

Дмитрий Селиванов

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

#### Редакторская группа

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

### Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

#### Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Артем Белобров

+7 (495) 988 24 11

### Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

### Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

### Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

### Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принса

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещцименти

+7 (495) 989 91 27

#### Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

### Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

#### Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

#### Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 – 2012. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.