

27 июля 2005 г.

Дебютный выпуск ПМЗ – «скрытые» резервы роста

26 июля состоялось размещение облигаций дебютного выпуска ОАО «Пермский моторный завод». В ходе аукциона ставка купонных доходов на первый год обращения была установлена на уровне 9,7% годовых, что соответствует доходности к досрочному выкупу по оферте через 1 год в размере 10,06% годовых. В результате проведенного сравнительного анализа финансового состояния «конкурентов-эмитентов» и уровня доходности их облигаций на вторичном рынке мы оцениваем справедливый уровень доходности облигаций ПМЗ к оферте на уровне 9,6-9,7% годовых (спрэд 50-60 б.п. к облигациям Сатурн-1). Рекомендуем покупать 1-й выпуск ПМЗ при цене не выше 100,4% от номинала.

<p><i>Текущая цена – 100,00%</i></p> <p><i>Справедливая цена – 100,4%</i></p> <p><i>Рекомендации – покупать</i></p>

В ходе проведения конкурса по определению ставки первого купона облигаций ОАО «Пермский моторный завод» были поданы 110 заявок на общую сумму 2 230,4 млн. рублей с предлагаемой инвесторами ставкой первого купона в диапазоне от 8,0% до 13,5% годовых. Ставка первого купона, определенная эмитентом, составила 9,70 % годовых, что соответствует эффективной доходности к выкупу по оферте через 1 год в размере 10,06% годовых. В настоящее время на вторичном рынке обращаются несколько выпусков облигаций компаний машиностроительной отрасли, в т.ч. непосредственных конкурентов Эмитента, среди которых в первую очередь следует выделить НПО «Сатурн», спрэд к облигациям которым составил на момент размещения порядка 94 б.п.

Как видно из представленной ниже таблицы ОАО «ПМЗ» сопоставим с НПО «Сатурн» по объему выручки, но уступает по показателям эффективности деятельности: объем прибыли от реализации продукции почти втрое меньше, чем НПО «Сатурн», отставание по чистой прибыли несколько меньше. В тоже время следует отметить сильную положительную динамику показателей ПМЗ по сравнению с показателями остальных компаний, представленных в таблице. Показатели ликвидности и покрытия долга ОАО «ПМЗ» находятся либо на сопоставимом уровне, либо превосходят показатели других компаний. Показатели деловой активности ПМЗ существенно опережают аналогичные показатели других компаний. Существенно ПМЗ уступает по показателям долговой нагрузки и структуры капитала. Однако надо учесть, что переоценка основных фондов не проводилась в компании уже более 5 лет, а в случае её проведения эти показатели могут существенно улучшиться. Для того чтобы, оценить возможные масштабы переоценки, мы провели сравнительный анализ показателей обеспеченности фондами на 1 работника и фондоотдачи ОАО «ПМЗ» с показателями компаний-конкурентов и ряда компаний, облигации которых обращаются на рынке.

Расчет коэффициента переоценки

Показатели	ОАО "ПМЗ"	НПО "Сатурн"	ОАО "КМПО"	ОАО "УМПО"	ОАО "АвтоВАЗ"	НПО "Иркут"	Среднее	Потенциал
Выручка	7 634 752	6 740 129	2 791 192	4 765 480	125 976 000	18 542 300		
Основные средства и НС	810 479	6 751 922	1 237 389	2 206 642	63 355 000	4 816 777		
Численность работающих	8 515	18 596	9 882	18 356	118 810	13 329		
Фондов на 1 работника	95.18	363.08	125.22	120.21	533.25	361.38	300.63	3.16
Фондоотдача	9.42	1.00	2.26	2.16	1.99	3.85	2.25	4.19
							В среднем:	3.67

Как видно из представленной выше таблицы потенциал переоценки основных фондов составляет в зависимости от выбранного показателя от 3,16 до 4,19 раз, а в среднем - 3,67 раза. С учетом усредненного показателя мы провели увеличение основных средств ПМЗ и пересчитали финансовые показатели, результаты наших действий представлены в таблице ниже.

В результате мы видим двукратное увеличение коэффициента финансовой независимости, снижение соотношения заемных и собственных средств, и выход этих показателей на приемлемый уровень, и их незначительное отставание от НПО «Сатурн».

Сравнительный анализ основных финансовых показателей, тыс. руб.

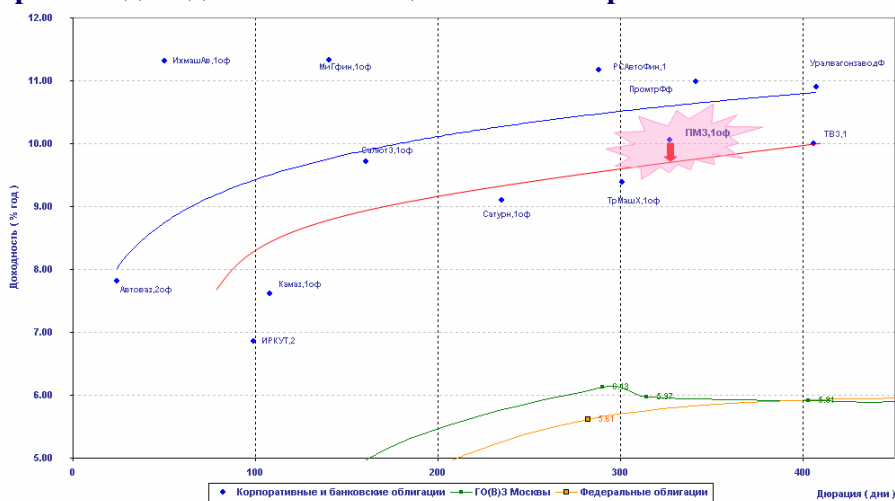
Дата	Пермский моторный завод (2004 г.)	Изменение с учетом переоценки	НПО "Сатурн" (2004 г.)	ФГУП ММП "Салют" (9 мес. 2004)	Промтрактор (2004 г, консолид)
Валовая выручка	7 396 539		6 740 129	8 000 709	7 245 525
Изменение (%) *	139.55%		101.53%	81.39%	129.69%
Прибыль от реализации продукции	542 678		1 410 513	1 255 867	567 995
Изменение (%)*	258.12%		101.35%	90.07%	477.58%
Чистая прибыль	217 125		481 373	175 202	144 657
Изменение (%) *	561.26%		63.75%	163.70%	1699.47%
Активы	5 586 902	7 638 748	15 600 810	19 165 424	8 614 349
Собственный капитал	1 181 795	3 233 641	8 946 595	6 237 101	2 904 919
Чистые активы	1 181 124	3 232 970	8 745 447	6 235 702	2 903 835
Внеоборотные активы	1 245 050	3 296 896	7 541 964	7 023 787	4 165 243
Оборотные активы	4 341 852		8 058 846	12 141 637	4 449 106
Собственные оборотные средства	-63 255		1 404 631	-786 686	-1 260 324
Общая задолженность	4 405 107		6 582 513	12 928 323	5 709 430
Проценты к уплате	134 676		259 952	0	470 801
Коэффициенты					
Показатели эффективности деятельности					
Рентабельность продаж, %	7.34%		20.93%	15.40%	7.84%
Рентабельность по балансовой прибыли, %	4.71%		11.59%	5.50%	3.15%
Рентабельность по чистой прибыли, %	2.94%		7.14%	2.08%	2.00%
ROA по балансовой прибыли, %	6.25%	5.28%	5.38%	4.25%	3.53%
ROA, %	3.89%	3.29%	3.32%	1.61%	2.27%
ROE, %	20.23%	10.34%	5.63%	4.88%	5.75%

Показатели структуры капитала					
Текущая ликвидность	1.26		1.51	1.36	1.14
Срочная ликвидность	0.36		0.39	0.67	0.64
Абсолютная ликвидность	0.02		0.05	0.05	0.26
КОСОС	-0.01		0.17	-0.06	-0.29
Коэффициент финансовой независимости	0.21	0.42	0.57	0.33	0.34
Соотношение заемных и собственных средств	3.73	1.36	0.74	2.07	1.95
Показатели покрытия долга					
Обеспеченность первоочередной задолженности АЛА	0.95		0.30	1.89	4.72
Обеспеченность финансовой задолженности выручкой	4.77		4.50	2.67	2.87
Обеспеченность тек. задолженности выручкой	2.15		1.26	1.62	2.04
ЕВИТ / %	3.59		3.98	н.д.	1.41
Показатели деловой активности, бороты					
Оборачиваемость ДЗ	5.76		4.00	2.14	6.98
Оборачиваемость активов	1.33	1.12	0.46	0.77	1.10
Оборачиваемость запасов	2.18	2.18	0.96	2.74	3.89
Оборачиваемость КЗ	9.24		1.93	3.53	8.82
Оборачиваемость краткоср. обязательств	1.87		1.47	1.81	2.50

* к уровню аналогичного периода прошлого года

Таким образом, принимая во внимание в большей степени формальность причин неблагоприятных показателей долговой нагрузки и структуры капитала, более динамичное развитие и улучшение финансовых показателей ОАО «ПМЗ», мы оцениваем справедливый уровень доходности облигаций ОАО «ПМЗ» в размере 9,6-9,7% годовых и ожидаем таким образом сужение спреда к облигациям НПО «САТУРН» до 50-60 б.п. Рекомендуем покупать облигации ОАО «ПМЗ» по цене не выше 100,4% от номинала.

«Кривая» доходности облигаций машиностроительных компаний



Александр Ермак
Тел.: (095) 777 2964 до. 405
e-mail: aermak@regnm.ru

Группа компаний «РЕГИОН»

Группа компаний "РЕГИОН" объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО "РЕГИОН ЭСМ"), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО "РЕГИОН ФК"). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА – высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (095) 777-29-64 Факс: 975-24-48

Web-site: www.regiongroup.ru

Операции с векселями

Павел Голышев (доб.303;
e-mail: golyshev@regnm.ru),
Виктория Скрыпник (доб.301;
e-mail: yvs@regnm.ru),
Елена Шехурдина (доб.463;
e-mail: lenash@regnm.ru),
Новикова Валентина (доб.543;
e-mail: valentine@regnm.ru),
Софья Сталь (доб.580; e-mail: stal@regnm.ru)

Операции с облигациями

Сергей Гуминский (доб.433;
e-mail: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб.471;
e-mail: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб.575;
e-mail: kia@regnm.ru)

Операции с акциями

Руководитель департамента
Павел Ващенко (доб.335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

Клиентское обслуживание:
Алексей Яшин (доб.503; e-mail: yashin@regnm.ru),
Маргарита Петрова (доб.333;
e-mail: rita_petrova@regnm.ru)

Трейдеры:
Алексей Цырульник (доб.147;
e-mail: alexiz@regnm.ru),
Марина Муминова (доб.157;
e-mail: muminova@regnm.ru) и (095) 264-43-72
(прямой),

Аналитическое и информационное обслуживание

Директор по аналитике и информации
Анатолий Ходоровский (доб.538;
e-mail: khodorovsky@regnm.ru).

Анализ финансовых рынков:
Александр Ермак – Директор департамента
(долговой рынок) (доб.405; e-mail:
aermak@regnm.ru).

Константин Гуляев - рынок акций (доб.144;
e-mail: kgul@regnm.ru),

Отраслевой и макроэкономический анализ:
Валерий Вайсберг (доб.143; e-mail: vva@regnm.ru),
Евгений Шаго (доб.336; e-mail: shago@regnm.ru),
Ольга Вышегородцева (доб.412;
e-mail: ollga81@regnm.ru)

Организация программ долгового финансирования

Олег Дулебенец (доб.584;
e-mail: dulebenets@regnm.ru);
Константин Ковалев (доб.547;
e-mail: kovalev@regnm.ru)

Доверительное управление

Игорь Куртепов (доб.121)
e-mail: andrey@regnm.ru

Страницы компании в информационной системе **REUTERS**: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.