

### Промтрактор: в фарватере промышленного роста

<b>Рекомендация</b>	<b>Покупать</b>
<b>Текущая цена</b>	<b>100,02</b>
<b>Справедливая цена</b>	<b>100,45</b>

Выпуск	Промтрактор-Ф, 1
Объем займа, млн. руб.	1 500
Ставка купона, %	9,75
Выплата купонов	2 раза в год
Дюрация к погашению, лет	0,96
Доходность к погашению, %	10,01

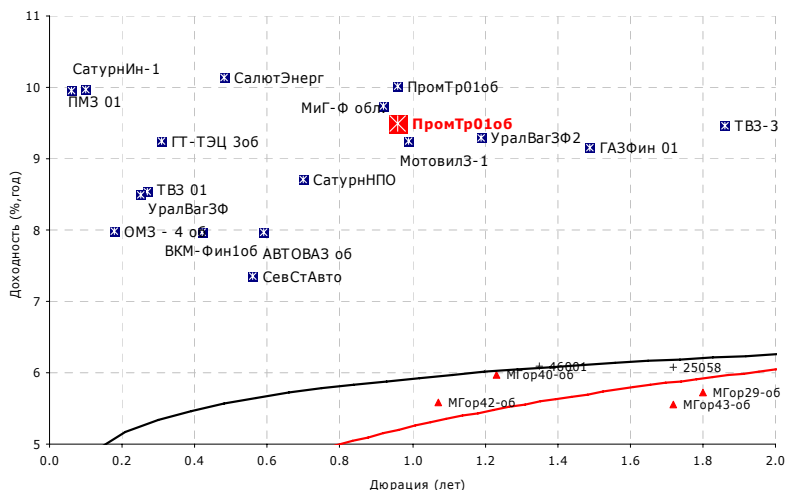
\$млн.	2004	2005
Выручка	3 145.6	3 996.0
ЕБИТДА	308.8	625.6
ЧП	55.9	201.5
Активы	5 159.9	5 676.1
Долг	2510.4	3105.9
Долг/Активы	0.49	0.55
Долг/ЕБИТДА	8.13	4.96
Выручка/Долг	1.25	1.29
ЕБИТДА/%	1.02	1.85
Маржа ЕБИТДА	9.82%	15.66%
Маржа ЧП	1.78%	5.04%
ROE	3.30%	11.06%
ROA	7.66%	10.64%
К. ликв.	1.26	1.31
К. ср. ликв.	0.81	0.90
К. абс. ликв.	0.40	0.47

В 2005 году Группа компаний Промтрактор, ровно как и все предприятия Группы продемонстрировали позитивную динамику основных производственных и финансовых показателей. Консолидированная выручка Группы выросла на 29% и составила 9873 млн. руб., ЕБИТДА увеличилась на 60% и составила 1387 млн. руб. Наибольшие темпы роста выручки показал Промлит (+31%), наименьшие ЧАЗ (+19%). Контроль издержек привел к улучшению показателей рентабельности. Маржа ЕБИТДА по Группе составила 14,0%, по Промтрактору - 15,7%.

В связи с реализацией ряда перспективных проектов в золотодобывающей, нефтегазовой и строительных отраслях в ближайшие годы мы ожидаем устойчивого роста спроса на дорожно-строительную технику. Кроме того, Промтрактор-Промлит недавно заключил крупный контракт с РЖД на сумму \$1 млрд.

Уровень долговой нагрузки в 2005 г. снизился: Долг/ЕБИТДА Промтрактора сократилась на 39% с 8,10 до 4,96. Сходные тенденции наблюдались по ЧАЗу и Промлиту.

Недавно компания Промтрактор-Финанс объявила ставки 3-го и 4-го купонов в размере 9,75% годовых. Таким образом доходность к следующей оферте (12.07.07) в настоящий момент находится на уровне 10,0% годовых. Сопоставимые по дюрации бумаги машиностроительных компаний стоят на 70 б.п. дешевле. По нашим оценкам справедливый уровень доходность к годичной оферте составляет 9,40-9,60%, что соответствует потенциалу сужения спреда на 40-60 б.п. Рекомендация - покупать.



**Развитие сектора тесно связано с тенденциями в экономике.**

Группа Промтрактор относится к отрасли «Машиностроение и металлообработка». Динамику и перспективы отрасли необходимо рассматривать в свете общих экономических тенденций последних лет. В конце 80-х гг. в рамках плановой экономики реализация техники в большинстве случаев была экономически не обоснованной и бессистемной, в результате чего в отдельных секторах возник значительный переизбыток, оцениваемый на начало 90-х гг. в 50%. Часть этой техники впоследствии была использована в качестве запчастей, часть осталась на вторичном рынке, обеспечив тем самым существенный «навес» предложения. Стоит отметить, что данные тенденции происходили на фоне серьезного кризиса во всех отраслях промышленности. Так, объем производства в нефтегазовой промышленности в начале 90-х гг. упал на 40-45%; в золотодобывающей - на 25-30%. Понятно, что в условиях столь неблагоприятной конъюнктуры производители техники были вынуждены существенно сократить производство, а потребители переориентироваться на рынок вторичной техники, который, как уже отмечалось, не испытывал дефицита предложения.



Объем производства. Источник: ФСГС, ГК «РЕГИОН».

Далее по мере появления позитивных сдвигов в экономике страны, промышленные предприятия получили импульс к развитию. В частности, объем производства тракторов в начале 00-х гг. вырос практически до 2000 ед., объем производства экскаваторов и бульдозеров - до 350 и 300 ед. соответственно. Важно подчеркнуть, что в конце 90-х гг. на российский рынок строительно-дорожной техники вышли западные производители, занявшие впоследствии существенные доли рынка в различных сегментах.

В 2005 году отрасль показала весьма неоднозначные результаты: если объем производства тракторов вырос на 14% и составил 9608 шт., то объем производства бульдозеров и экскаваторов практически не изменился (рост на 1%).

**Реализация перспективных проектов в различных секторах экономики обеспечит загрузку заказами в ближайшие годы.**

**Активизация строительства дорог - рост спроса на легкую строительно-дорожную технику.**

**Н/г отрасль - трубоукладчики, тяжелая техника.**

**Кроме того, в ближайшие годы ожидается разработка новых золоторудных месторождений и**

**угольных бассейнов.**

В ближайшие годы отрасль будет развиваться под воздействием нескольких основных тенденций. Во-первых, ожидается, что рынок вторичной техники практически полностью исчерпает себя. Во-вторых, в ближайшие годы ожидается реализация нескольких крупных проектов, способных оказать существенное влияние на спрос.

С точки зрения сегмента легких тракторов можно отметить реализацию федеральной программы "Дороги России XXI века". В соответствии с программой планируется строительство и реконструкция 11 тыс. км автомобильных дорог. На эти цели предполагается выделить более 800 млрд. руб.

В нефтегазовом секторе (тяжелые тракторы, погрузчики, трубоукладчики) можно отметить планируемую разработку месторождений в Восточной Сибири (Роснефть, Сургутнефтегаз), освоение Тимано-Печорского бассейна (Лукойл) и ряд других проектов. Согласно данным нефтегазовых компаний, начало освоения указанных месторождений запланировано на 2007-09 гг. Кроме того, в 2006-2007 гг. прогнозируется увеличение объемов работ по геологическому изучению недр, выполняемых для государственных нужд за счет средств федерального бюджета. Кроме того, необходимо выделить проект строительства нефтепровода Восточная Сибирь - Тихий океан и Северный проект (Западная Сибирь-Баренцево море).

В сегменте золотодобычи можно отметить доразведку Наталкинского месторождения (ожидается в 2006-08 гг.) и начало промышленной добычи на месторождении Сухой Лог. Аукцион по продаже месторождения неоднократно откладывался, в настоящий момент ожидается, что он все таки состоится в нынешнем году.

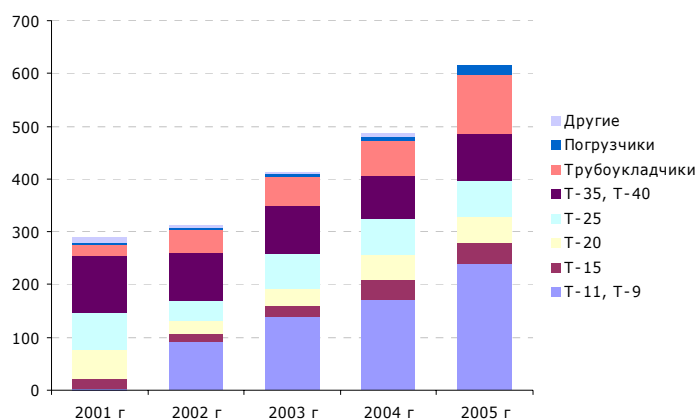
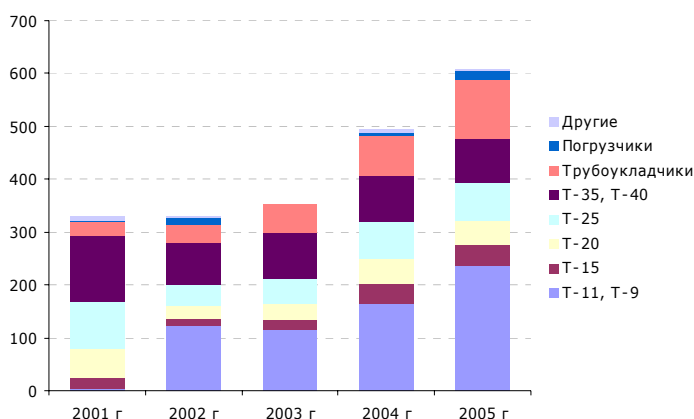
Согласно «Энергетической стратегии РФ до 2020 года» объем добычи угля к 2010 году должен достичь 330 млн. тонн, к 2020 г. - 430 млн. тонн. Среди перспективных проектов можно отметить развитие добычи на Канско-Ачинском и Кузнецком бассейнах.

**В совокупности указанные программы вкупе с общей тенденцией роста экономики будут способствовать росту спроса на строительно-дорожную технику. Важно отметить, что если три-четыре года назад основным конкурентным преимуществом отечественных производителей выступали низкие цены на производимую технику, то в последние годы наблюдается тенденция улучшения качества, расширение модельного ряда, расширение дилерских сетей.**

Группа компаний Промтрактор объединяет ряд машиностроительных предприятий, осуществляющих выпуск строительно-дорожной техники различных классов, производство и реализацию запчастей, выпуск специальной продукции.

**Основная производственная единица - Промтрактор: устойчивый рост производства.**

Основной производственной единицей группы выступает ОАО «Промтрактор». Компания специализируется на выпуске 6 базовых моделей бульдозерно-рыхлительных агрегатов и 34 модификаций на их базе. Кроме того предприятие производит 4 модели трубоукладчиков и 3 модели колесных тракторов. Согласно оценкам компании, по ряду позиций (трактора тягового класса 15-35, трубоукладчики) предприятие занимает доминирующее положение в отрасли. В последние годы компания значительно нарастила объем производства и реализации. В начале 90-х. компания в общей сложности реализовывала 2000-2150 ед. техники ежегодно, к концу 90-х. объем продаж снизился до 143 ед. В прошлом году Промтрактор произвел 607 машин, объем реализации составил 617 машин (рост на 22% и 27% соответственно).



Структура производства и реализации, шт. Источник: данные компании.

Нетрудно заметить, что всю продуктовую линейку Промтрактора условно можно разделить на три больших категории:

- Легкие тракторы (тяговые классы 9 и 11) и трубоукладчики (12,5 тонн); на данную группу приходится 39% производства и реализации. Компания позиционирует данную группу под брендом «ЧЕТРА».
- Тяжелые тракторы (тяговые классы 15, 20, 25, 35, 40); на данную группу приходится 40% производства и реализации.
- Тяжелые трубоукладчики (грузоподъемность от 30 до 102 тонн); за счет данного вида продукции формируется 18% продаж.

Наиболее массовым сектором является сегмент легких тракторов и трубоукладчиков. Данная техника может применяться в широком спектре отраслей, в т.ч. при строительстве дорог, нефтяной и газовой промышленности, в с/х. Основным конкурентом Промтрактора в данном сегменте выступает Челябинский тракторный завод, доля которого оценивается в 95-97%; доля Промтрактора - в 2,0-2,5%.

**По отдельным сегментам доля рынка превышает 50-60%.**

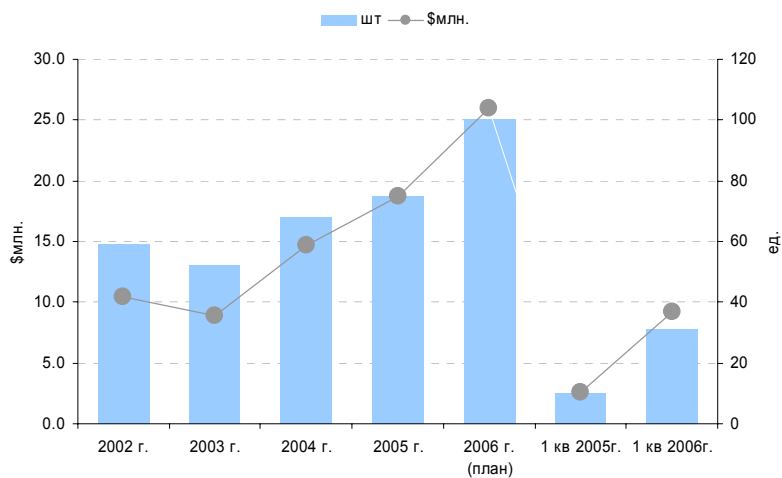
Несмотря на это, компания демонстрирует решимость развивать производство легкой техники, что видно из прироста объемов производства. В частности, объем производства легких тракторов в 2005 году увеличился на 43%, в то время как объем производства тяжелой техники - остался неизменным. А по отдельным позициям (Т-20 и Т-35,40) наблюдалось снижение производства на 2% и 4% соответственно. Основной причиной смещения интереса в сегмент легких тракторов стала активизация дорожного строительства (объем продаж тракторов Т-11 данному сегменту вырос в 3,7 раз, объем продаж фронтальных погрузчиков - в 2,3 раза) на фоне снижения активности в золотодобыче, угольной и горнодобывающей отраслях (потребность снизилась на 8,7% и 1,5% соответственно). Кроме того, недавно компания заключила договор о поставке двигателей дочерней структуры Fiat компании Iveco на трактор серии Т-9.

Сегмент тяжелых тракторов (серии Т-15, Т-20, Т-25, Т-35, СНЕТРА HEAVY 40, Т-50 и бульдозерно-рыхлительные агрегаты на их базе) является несколько более узкоспециализированным - техника данного класса преимущественно применяется в золотодобывающей, алмазодобывающей, угольной, нефтегазовой отраслях. Как уже отмечалось, объем производства в данном сегменте в 2005 году практически не изменился, объем реализации вырос на 3,8%. Стоит подчеркнуть, что в данном классе Промтрактор занимает доминирующие позиции среди отечественных производителей. Согласно оценкам компании, в данном сегменте Промтрактор конкурирует с крупнейшими западными холдингами - Comatsu (Япония), Caterpillar (США), Stalowa Wola (Польша), Fiat-Allis (Италия), Dressta (Германия), Liebherr (Германия) и занимает от 25% до 70% рынка (в зависимости от подкласса). Среди отечественных конкурентов можно отметить только Челябинский тракторный завод.

Третий по важности сегмент - сегмент трубоукладчиков. Компания производит тяжелые трубоукладчики грузоподъемностью от 30 до 102 тонн (ТГ-221, ТГ-301, ТГ-503). Доля рынка Промтрактора в данном сегменте оценивается в 80-100%, основными конкурентами выступают Comatsu и Caterpillar. По итогам 2005 года объем реализации в данном сегменте вырос на 73%, объем производства - на 49%. Основным потребителем техники данного класса выступает нефтегазовая промышленность, доля в объеме реализации которой возросла до 28,7% с 4,6% в 2004 году.

Важно отметить, что техника предприятия пользуется спросом не только внутри страны, но и на внешних рынках. Причем, экспортная составляющая достаточно динамично растет: если в 2002 году на экспорт было поставлено всего 59 ед. техники, то в 2005 году это количество выросло на треть (75 ед.). В денежном выражении доля выручки от экспортных операций в 2005 г. составила порядка 13% (\$18,8 млн.). В 2006 году компания планирует поставить на экспорт 100 ед. техники на сумму \$26 млн., причет только в первом квартале уже было реализовано 31 ед. на сумму \$9,2 млн.

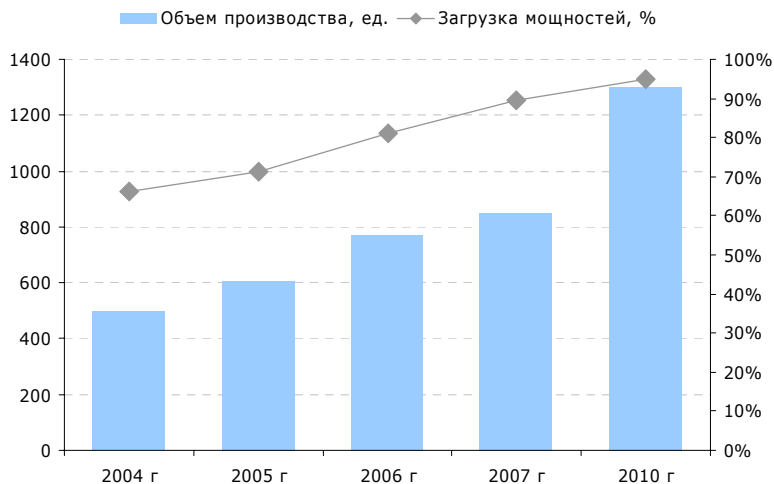
**Рост экспортного направления.**



Экспорт техники. Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

**Объем производства к 2010 году планируется удвоить.**

Промтрактор проводит достаточно агрессивную инвестиционную политику. Общие инвестиции составили за четыре года более \$70 млн. Размер планируемых инвестиций в ближайшие годы должен составить более \$30 млн. Основная цель компании - довести к 2010 году ежегодные объемы производства до 1300 ед. техники (+114%). При этом в продуктовой линейке должно иметься 20 базовых моделей и более 60-ти модификаций (сейчас 6 и 34 соответственно).



Объем производства и уровень загрузки мощностей. Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

**Вторая производственная единица - более сложные базовые тенденции.**

ОАО «Чебоксарский агрегатный завод» специализируется на выпуске запасных частей и является одним из крупнейших предприятий отрасли. Условно весь спектр производимой ЧАЗ продукции можно разделить на пять групп:

- З/ч и заготовки к промышленной техники;
- З/ч и заготовки с с/х техники;
- Изделия для МПС;
- З/ч к автомобилям;
- Прочее.

Наибольший интерес представляют первые три группы; в оставшихся сегментах доля ЧАЗ не превышает 2-5% рынка. Что не удивительно, ЧАЗ занимает порядка 90% на рынке з/ч к промышленной технике производства ОАО «Промтрактор». Кроме того, стоит отметить весьма устойчивые позиции предприятия на рынке з/ч к промышленной технике производимой другими отечественными предприятиями - за последние годы доля рынка оставалась стабильной и оценивалась в 30-35%. Важно подчеркнуть, что ЧАЗ, помимо прочего, занимает устойчивые позиции на рынке с/х техники - более 60%. А вот на рынке з/ч для импортной техники доля ЧАЗ в 2005 году весьма серьезно сократилась и составила 30%.

Ситуация в сегменте продажи запчастей выглядит не столь однозначной и, во многом, зависит от группы производимой продукции. Мы не станем останавливаться на сегменте реализации з/ч для промышленной техники отечественного производства - вопрос обсуждался выше (в разрезе потенциала рынка непосредственно строительно-дорожной техники).

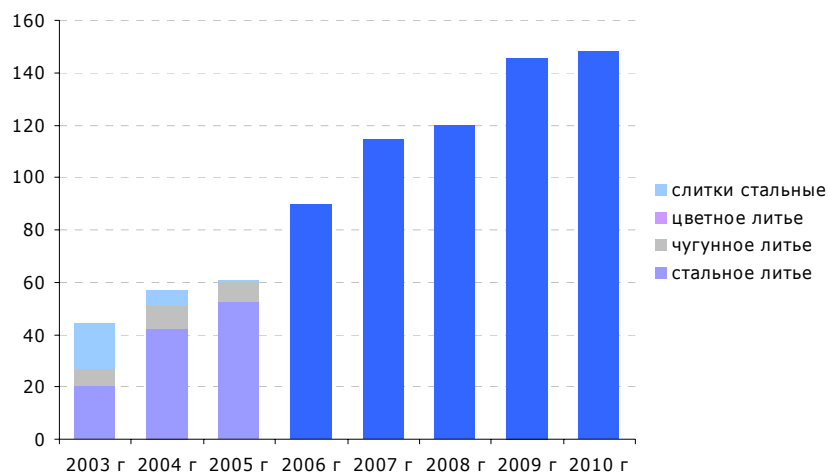
Наиболее неоднозначными выглядят перспективы сегмента производства з/ч для с/х техники и для техники иностранного производства. Действительно, с одной стороны, мы имеем сильную изношенность с/х парка - согласно оценкам МЭРТ, для поддержания парка на стабильном уровне необходимо ежегодно осуществлять поставки 45 тыс. тракторов на сумму порядка 25 млрд. руб., 17 тыс. зерноуборочных комбайнов на сумму около 30 млрд. руб., а также другую сельскохозяйственную технику и оборудование на сумму около 35 млрд. руб. Для поддержания машинно-тракторного парка сельского хозяйства на существующем уровне ежегодная потребность в финансах составляет 85-90 млрд. руб. Указанные цифры свидетельствуют о значительной емкости рынка. С другой стороны, финансовое благосостояние с/х сектора крайне низко, что ограничивает потенциал роста рынков сбыта.

Что касается рынка з/ч для импортной техники, то один из ключевых факторов - укрепление курса рубля. В данном сегменте ЧАЗ конкурирует с западными производителями, включая производителей, расположенных в развивающихся странах. Следовательно, валютный фактор при примерно одном уровне качества несет очень серьезную значимость. Выше отмечалось, что в 2005 году доля предприятия в данном сегменте сократилась до 30% с 50% в 2004 году; частично это можно объяснить ростом отечественной валюты в отчетном периоде.

На фоне достаточно противоречивых тенденций в 2006 году ЧАЗ планирует увеличить объем производства на 13,4%; выручку - на 15,8%.

### Контракт с РЖД на \$1 млрд.

Третья наиболее крупная производственная единица Группы - Промтрактор-Промлит, занимается изготовлением литых стальных и чугунных заготовок. В настоящий момент производственные мощности предприятия составляют 185 тыс. тонн, объем производства - 60,6 тыс. тонн. Завод полностью обеспечивает заготовками ОАО «Промтрактор», кроме того, реализует продукцию третьим лицам. В прошлом году завод заключил контракт с РЖД на сумму \$1 млрд. на поставку изделий чугунолитья: рам, блоков, букс для грузовых вагонов. Согласно производственному плану, к 2010 году объем производства планируется увеличить более чем вдвое, причем львиная доля прироста мощности коснется вагоностроительного литья. На наш взгляд, контракт с РЖД (даже без учета других видов деятельности) способен обеспечить устойчивый рост выручки предприятия. Интерес транспортной монополии к увеличению закупок понятен: к 2010 году ожидается рост пассажирских перевозок на 12-13%; при этом списание парка оценивается в 7-8 тыс. вагонов.



Объем производства, тыс. тонн. Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

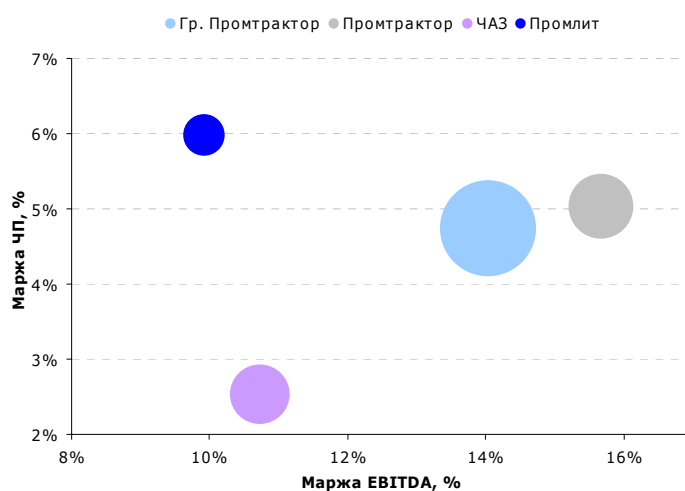
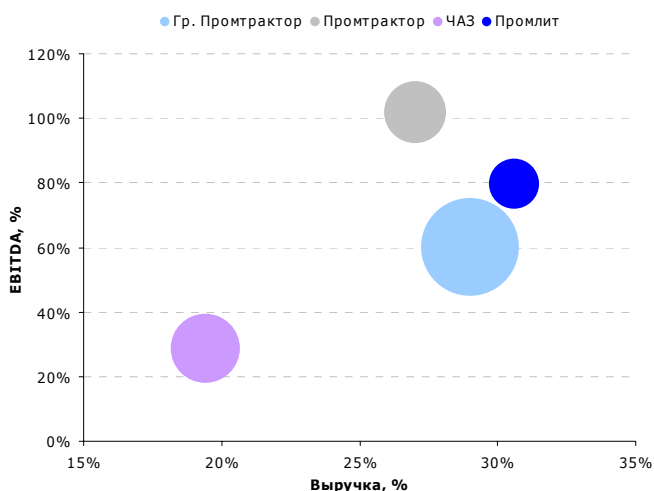
Помимо указанных предприятий в Группу Промтрактор входит еще ряд компаний, оказывающих различный спектр услуг: ООО «Промтрактор-Сервис» (гарантийной и техобслуживание), ООО «Промлизинг» (финансовый лизинг тяжелой техники), пр.

Основная проблема, возникающая при оценке финансового состояния группы предприятий Промтрактор, заключается в отсутствии консолидированного баланса. Как уже отмечалось, в группу входит ряд предприятий тяжелого и среднего машиностроения. Для анализа мы выбрали наиболее крупные компании Группы: ОАО «Промтрактор», ОАО «Чебоксарский завод агрегатов» и ООО «Промтрактор-Промлит». Кроме того, мы ориентировались на консолидированные показатели, озвученные менеджментом предприятия (компания не предоставляет консолидированную управленческую отчетность) и использовали оценочные консолидированные показатели. В целях консервативности показатели консолидированного баланса рассчитывались суммированием, показатели отчета о прибылях и убытках корректировались на величину межсегментных расчетов (примерно 15%).

**Позитивные тенденции в 2005 году: рост выручки на 29%, EBITDA - на 60%.**

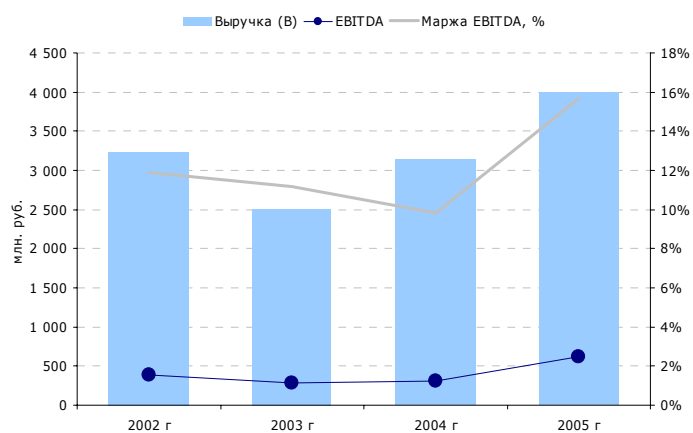
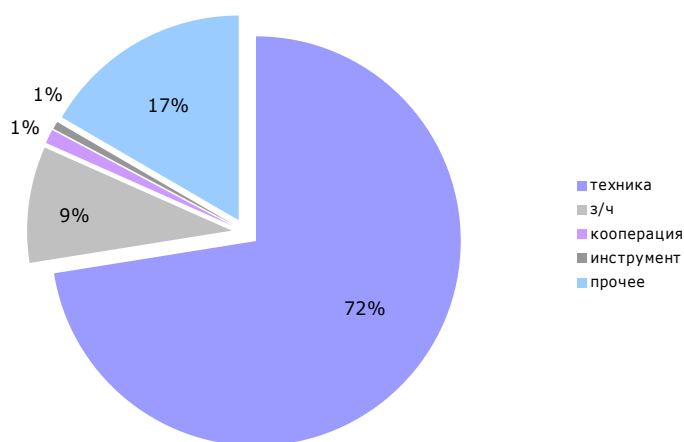
Согласно оценкам менеджмента, консолидированная выручка по группе в 2005 году составила 9873 млн. руб., что на 29,0% выше значений предыдущего периода. EBITDA составила 1386,7 млн. руб., что на 60,1% больше показателя за 2004 год. Чистая прибыль составила 467,8 млн. руб., в 2004 году - 216,8 млн.руб. (+115,8%). В первом полугодии текущего года компания ожидает роста выручки до 6862,9 млн. руб., EBITDA - до 931,4 млн. руб., чистой прибыли - до 372,3 млн.руб.

Стоит отметить, что все предприятия группы в 2005 году показали положительную динамику основных финансовых показателей. В частности, рост выручки по компаниям группы находился в пределах 19-31%; наибольший прирост показал Промтрактор-Промлит (31%), наименьший - ЧАЗ (19%). Все указанные предприятия показали сдерживающий рост издержек, результатом чего стало достаточно существенное улучшение показателей рентабельности. Стоит отметить, что динамика финансовых показателей по предприятиям группы весьма неоднородна. В частности, EBITDA Промтрактора увеличилась вдвое (наибольший темп роста среди рассматриваемых компаний), чистая прибыль - на 261%, в то время как соответствующие показатели ЧАЗ выросли «всего» на 29% и 40%.



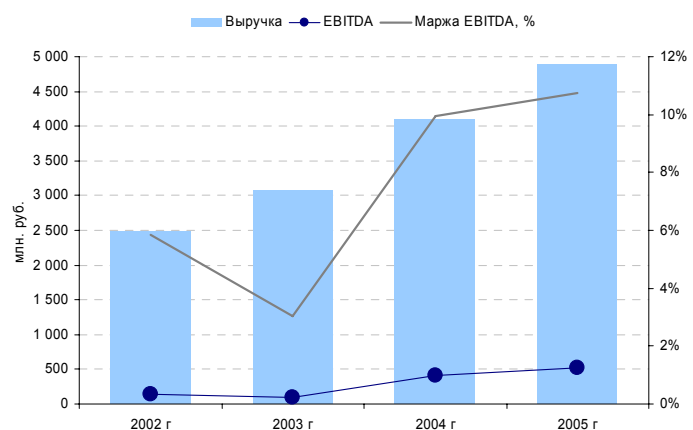
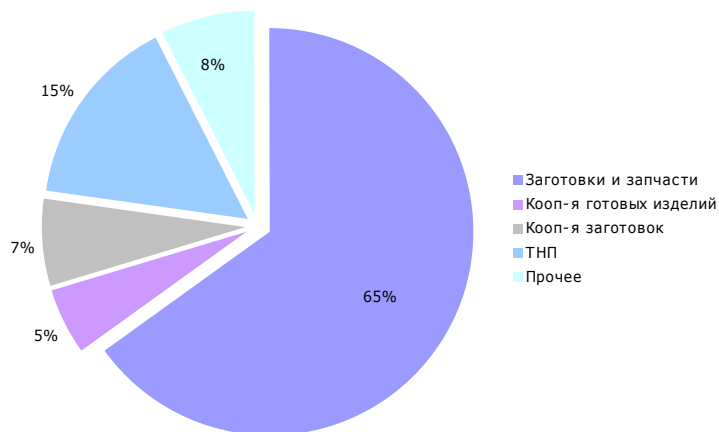
Динамика основных финансовых показателей предприятий Группы. Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН». На первом графике размер круга соответствует величине выручки, но втором - EBITDA.

Выручка основной производственной единицы группы - ОАО «Промтрактор» в прошлом году увеличилась на 27,0% и составила 3996 млн. руб. Основной вклад в рост выручки внесло увеличение объема производства: в 2005 г. компания произвела 607 машин различных классов, что на 22% выше объема производства в 2004 г. Средняя стоимость реализации за тот же период возросла на 7,5%. Контроль издержек позволил предприятию улучшить операционную рентабельность: EBITDA выросла на 102% до 625,6 млн. руб., маржа - до 15,7% с 9,8% в 2004 г. Положительную динамику продемонстрировала операционная (+145%) и чистая прибыль (+261%); маржа составила 13,1% и 5,0% соответственно.



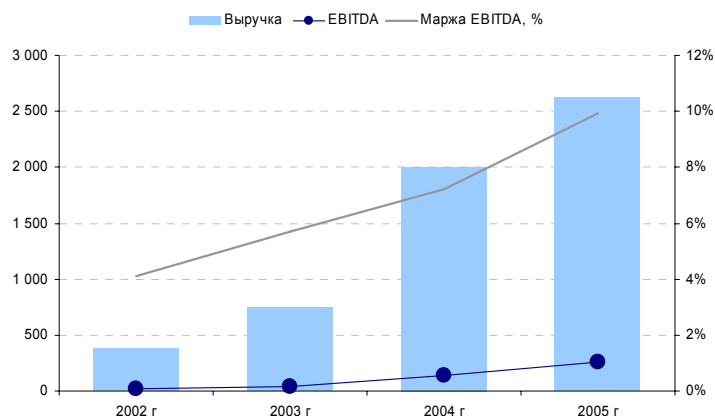
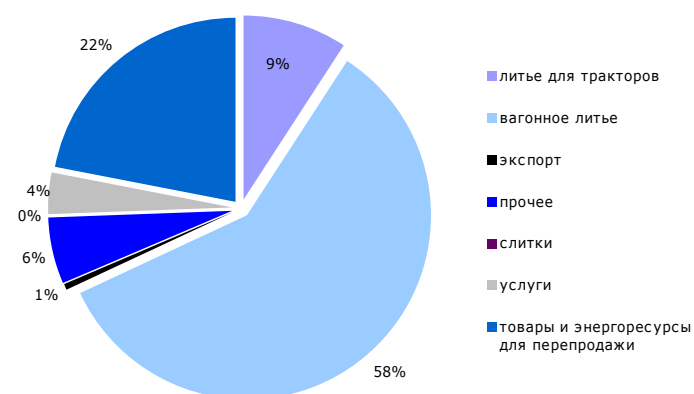
Структура выручки, динамика основных финансовых показателей ОАО «Промтрактор». Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

Выручка ОАО «ЧАЗ» в 2005 году выросла на 19,4% до 4895 млн. руб. Основную долю в структуре выручки приходится на реализацию заготовок и запчастей (+11%), вторая по значимости статья - реализация товаров народного потребления (0%). В отчетном периоде компании так же удалось показать неплохой контроль издержек, результатом чего стал опережающий рост операционной прибыли (+31%), маржа выросла с 8,6% до 9,5%.



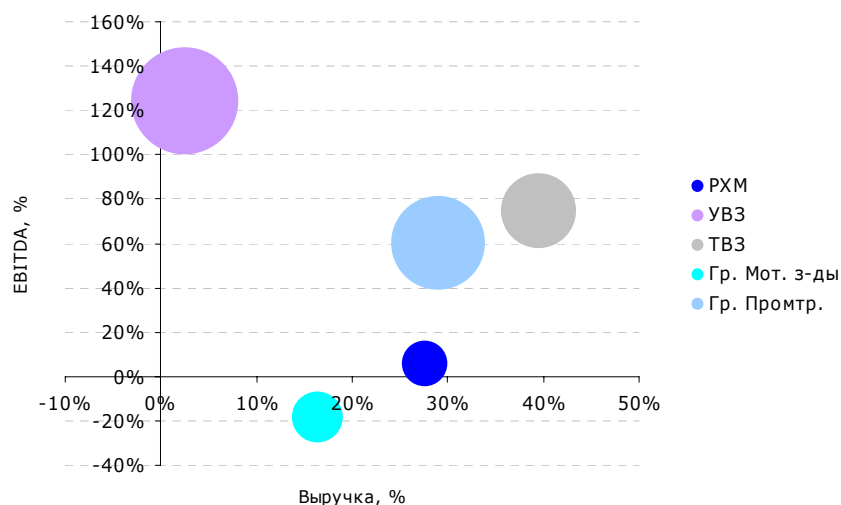
Структура выручки, динамика основных финансовых показателей ОАО «ЧАЗ». Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

Выручка ООО «Промтрактор-Промлит» в 2005 году увеличилась на 31% и составила 2618,5 млн. руб. Наиболее значимая статья выручки - литье: 58% выручки составляет вагонное литье, 9% приходится на литье для промышленных тракторов. Оба компонента показали в 2005 году рост: 44% и 9% соответственно и составили 1543 млн. руб. и 238 млн. руб. Предприятию так же удалось продемонстрировать опережающий рост операционных показателей: EBITDA выросла на 80% до 259,8 млн. руб., маржа EBITDA составила 9,9% против 7,2% в 2004 году.



Структура выручки, динамика основных финансовых показателей ООО «Промтрактор-Промлит». Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

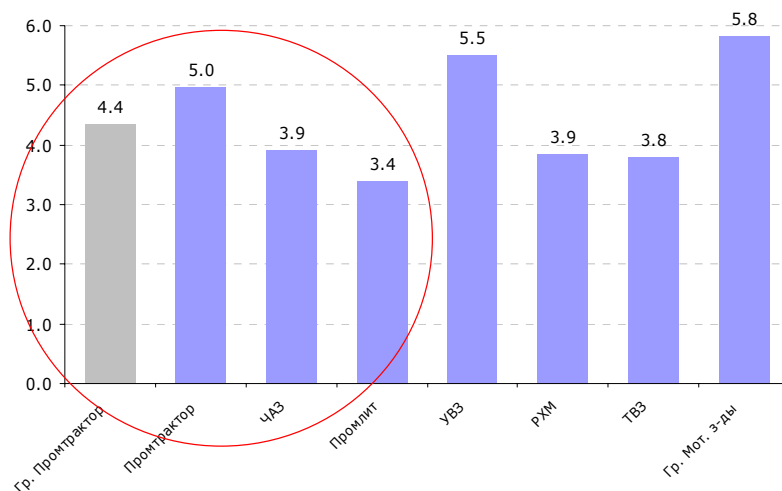
Если сравнивать операционные показатели предприятий, входящих в Группу Промтрактор, с показателями компаний машиностроительного сектора: Вагонмаш, Уралвагонзавод, Рузхиммаш, Мотовилихинские заводы, то Группа Промтрактор скорее находится в середине списка. По темпам роста выручки и EBITDA группа сопоставим с Тверским Вагоностроительным заводом; превосходят Мотовилихинские заводы (группа) и Рузхиммаш.



Динамика выручки и EBITDA в 2005 году. Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН». Размер круга соответствует величине EBITDA, для Группы Мотовилихинские заводы используется EBIT.

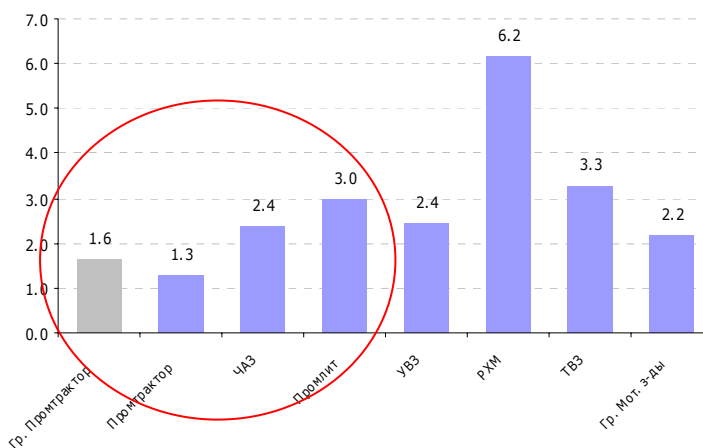
**Приемлемый уровень долговой нагрузки; динамика позитивная.**

Уровень долговой нагрузки компаний Группы находится на приемлемом уровне; динамика коэффициентов положительная. Отношение финансового долга к EBITDA находится в пределах 3,4-5,0х: - 4,96х у Промтрактора, 3,91х у ЧАЗа и 3,40х у Промлита. Если сделать консервативные допущения (суммировать статьи баланса, в статьях отчета о прибылях и убытках учесть межсегментные расходы), то коэф. Долг/EBITDA по группе составит 4,35х, что вполне сопоставимо с отраслевыми показателями. Для сравнения соответствующий коэф. Уралвагонзавода составляет 5,51х, ТВЗ - 3,81х. При этом нетрудно заметить, что основная доля долговой нагрузки приходится непосредственно на Промтрактор.



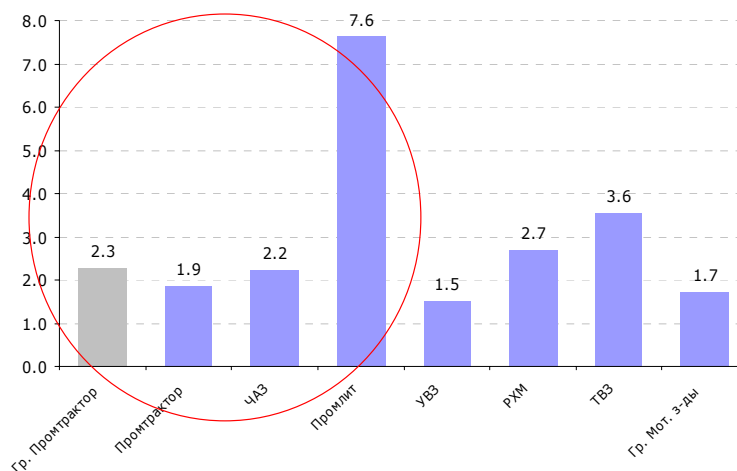
Долг/EBITDA. Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН».

А вот по показателю Выручка/Долг как Группа компаний, так и отдельные предприятия отстают от компаний-аналогов. У Группы Промтрактор этот коэф. составляет 1,63х, у Промтрактора 1,29х в то время как у ТВЗ - 3,27х, а РХМ - 6,17х.



Выручка/Долг. Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН».

Коэф. покрытия процентных платежей EBITDA составляет 1,85× у Промтрактора и 7,62× у Промлита. Показатель имеет большой разброс, но в целом сопоставим с отраслевыми значениями.



EBITDA/%. Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН».

Еще раз подчеркнем, что консолидированные показатели баланса по группе рассчитывались простым суммированием, что приводит к завышению уровня долговой нагрузки, т.е. показатели покрытия Группы отражают пессимистические допущения.

**Планируется объединение Группы и выход на IPO - рост прозрачности, укрупнение предприятия.**

Недавно появились новости о том, что М.Болотин, владелец Промтрактора, концерна «Тракторные заводы» и «Агромашхолдинга», планирует начать консолидацию своих активов. Согласно плану реструктуризации, в первом квартале 2007 года все активы будут консолидированы в рамках одной структуры; далее планируется проведение первичного размещения акций. Кроме того, недавно были озвучены планы компании по выпуску двухлетних кредитных нот (CLN) не менее чем на \$100 млн. Предполагается, что консолидированная структура будет включать в себя помимо Промтрактора (вместе с дочерними предприятиями) Красноярский комбайновый завод, Волгоградский тракторный завод, Владимирский моторотракторный завод, завод «Липецкий трактор», Онежский тракторный завод, Курганмашзавод, а также Чебоксарский агрегатный завод. По нашему мнению, подготовка к IPO позволит улучшить прозрачность компании, а подготовка консолидированной отчетности даст более четкое понимание финансового состояния холдинга.

В настоящий момент на рынке представлен первый выпуск Промтрактора (Промтрактор-Финанс,1), объем займа составляет 1,5 млрд. руб., доходность к оферте (12.07.07) - 10,01% годовых. Эмитентом выступает Промтрактор-Финанс, поручителями по займу выступают ОАО «Чебоксарский завод промышленных тракторов» (Промтрактор) и ОАО «Чебоксарский агрегатный завод». Бумага характеризуется средней ликвидностью и, опять таки, сопоставима с ТВЗ (1-й выпуск): среднее количество сделок за торговую сессию равно пяти, выпуск оборачивается в течение 81 дня.

Выпуск	Объем, млн. руб.	Дюрация, лет	Доходность, %	Ср. кол-во сделок за торг. сессию, шт.	Средний объем торгов за торг. сессию, млн. руб.	Средняя оборачиваемость, торг. сессий
Промтрактор-Ф, 1	1 500	0,96	10,01	5.0	18.5	81
Рузхиммаш (ВКМ-Финанс,1)	1 000	0,42	7,97	4.5	10.8	93
ТВЗ,1	750	0,27	8,69	3.8	7.6	99
ТВЗ, 3	1 000	1,86	9,46 (аукц.)	-	-	-
УВЗ,1	2 000	0,25	8,59	5.3	21.7	92
УВЗ, 2	3 000	1,18	9,26	7.1	41.3	73
Мотовилих. з-ды, 1	1 500	0,99	9,23	5.4	30.5	49

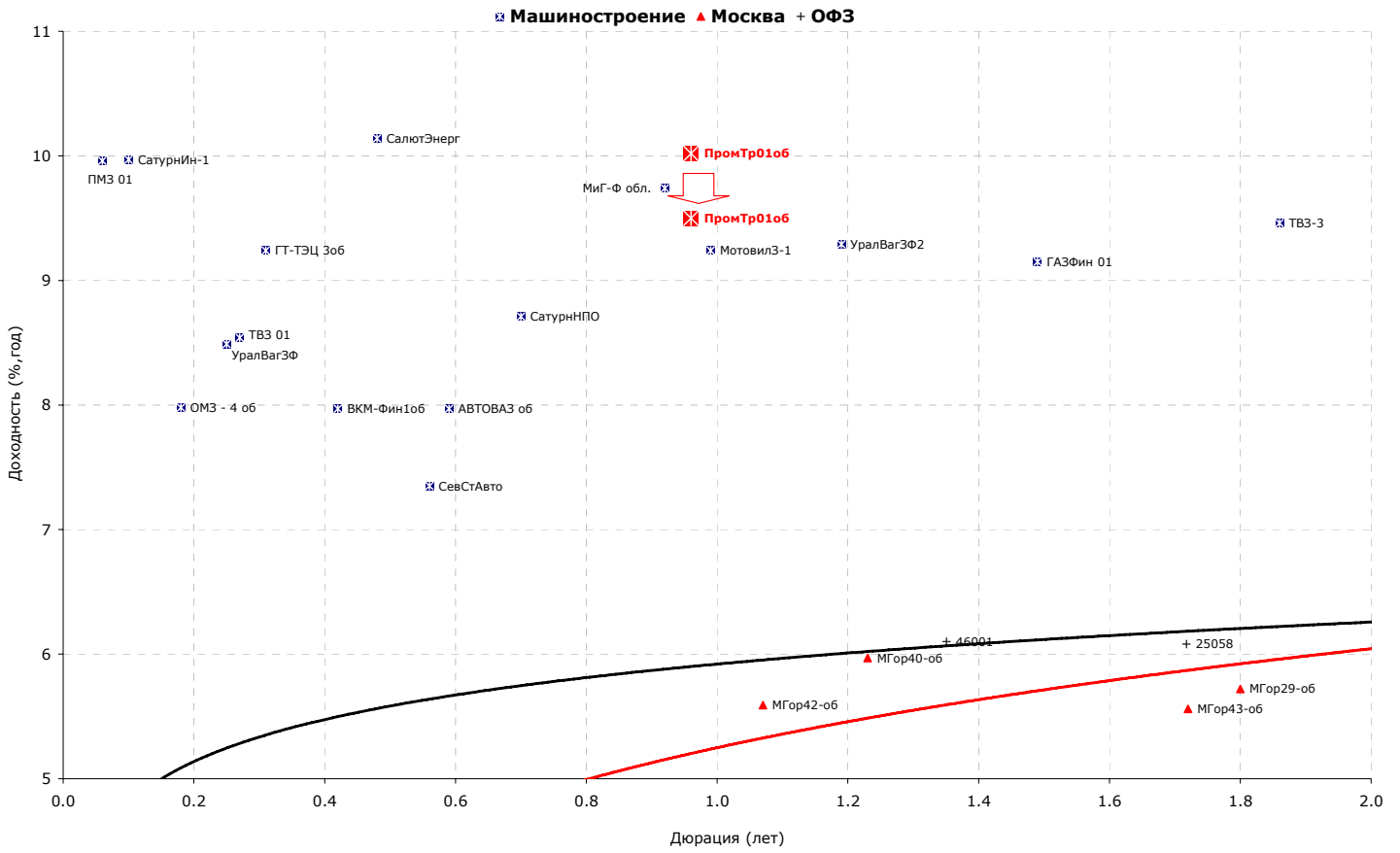
Основные параметры обращающихся бумаг. Источник: ММВБ, ГК «РЕГИОН».

### **Сопоставимые по дюрации бумаги машиностроительных компаний дешевле на 70 б.п.**

В настоящий момент облигации Промтрактора торгуются с доходностью к годовой оферте на уровне 10,0%, что соответствует спреда к безрисковой кривой в 390 б.п. В то же время сопоставимые по дюрации бумаги Мотовилихинских заводов торгуются с эффективной доходностью к оферте 9,24% годовых, 2-й выпуск УВЗ - 9,26% годовых. Короткие выпуски ВКМ-Финанс (РХМ), УВЗ-1, ТВЗ-1 торгуются на уровне 8,0-8,50% годовых (дюрация меньше 0,5 лет). На аукционе по размещению 3-го выпуска ТВЗ, состоявшемся в конце июня ставка первого купона была зафиксирована на уровне 9,25%, что соответствует эффективной доходности к двухлетней оферте 9,46% годовых.

Стоит отметить, что по темпам роста основных финансовых показателей Промтрактор вполне сопоставим с предприятиями отрасли; по уровню долговой нагрузки немного отстает от ТВЗ, но в то же время превосходит РХМ и частично УВЗ. Негативным моментом выступает меньший размер эмитента (Промтрактор), в то время как размер Группы Промтрактор сопоставим с размером ТВЗ и превосходит размер РХМ и Мотовилихинских заводов. Вторым ощутимым минусом выступает отсутствие консолидированной структуры Группы.

**На основе проведенного финансового анализа предприятий машиностроительного сегмента, мы считаем, что текущий уровень доходности 1-го выпуска Промтрактора не соответствует финансовому положению предприятия и рекомендуем покупать облигации эмитента. По нашим оценкам справедливый уровень доходность к годичной оферте составляет 9,40-9,60%, что соответствует потенциалу сужения спреда на 40-60 б.п. Рекомендация - покупать.**



RUR млн.	Группа Промтрактор (Оц.)			Промтрактор			Чебоксарский завод агрегатов			Промтрактор-Промлит		
	2004	РСБУ 2005	%	2004	РСБУ 2005	%	2004	РСБУ 2005	%	2004	РСБУ 2005	%
Стандарты												
Выручка	7 653.0	9 873.0	29.0%	3 145.6	3 996.0	27.0%	4 099.9	4 895.0	19.4%	2 004.9	2 618.5	30.6%
ЕВИТ	н/д	н/д	-	213.3	521.8	144.6%	354.7	464.4	31.0%	139.5	251.1	80.0%
ЕВИТДА	866.1	1 386.7	60.1%	308.8	625.6	102.0%	408.2	525.2	28.7%	144.5	259.8	79.8%
ЧП	216.8	467.8	115.8%	55.9	201.5	260.7%	88.8	124.4	40.2%	72.1	156.6	117.1%
% расходы	-	-	-	302.8	337.4	11.4%	168.0	236.6	40.8%	24.3	34.1	40.3%
Активы	-	-	-	5 173.3	5 676.1	9.7%	3 454.4	3 953.0	14.4%	1 244.2	1 643.3	32.1%
СК	-	-	-	1 727.7	1 914.4	10.8%	1 190.5	1 269.5	6.6%	171.8	328.4	91.2%
Долг	-	-	-	2510.4	3105.9	22.1%	1804.0	2052.5	12.0%	787.8	882.9	9.0%
краткоср.	-	-	-	1423.3	1840.6	29.3%	1211.9	1200.6	-0.9%	462.2	613.9	32.8%
долгоср.	-	-	-	1087.1	1265.3	16.4%	592.1	851.9	43.9%	325.6	269.0	-17.4%
Долг/Активы	-	-	-	0.49	0.55	-	0.52	0.52	-	0.63	0.54	-
Долг/СК	-	-	-	1.46	1.62	-	1.52	1.62	-	4.59	2.69	-
Выручка/Долг	1.50	1.63	-	1.25	1.29	-	2.27	2.38	-	2.54	2.97	-
Долг/ЕВИТ	-	-	-	11.77	5.95	-	5.09	4.42	-	5.65	3.52	-
Долг/ЕВИТДА	5.89	4.35	-	8.13	4.96	-	4.42	3.91	-	5.45	3.40	-
ЕВИТ%	-	-	-	0.70	1.55	-	2.11	1.96	-	5.74	7.37	-
ЕВИТДА%	1.75	2.28	-	1.02	1.85	-	2.43	2.22	-	5.95	7.62	-
ДФД/ФД	-	-	-	43.30%	40.74%	-	32.82%	41.51%	-	41.33%	30.47%	-
Маржа ЕВИТ	н/д	н/д	-	6.78%	13.06%	-	8.65%	9.49%	-	6.96%	9.59%	-
Маржа ЕВИТДА	11.31%	14.04%	-	9.82%	15.66%	-	9.96%	10.73%	-	7.21%	9.92%	-
Маржа ЧП	2.83%	4.74%	-	1.78%	5.04%	-	2.17%	2.54%	-	3.60%	5.98%	-
ROE	-	-	-	3.30%	11.06%	-	7.63%	10.12%	-	53.17%	62.64%	-
ROA	-	-	-	7.66%	10.64%	-	8.78%	11.12%	-	9.81%	14.94%	-
К. ликв.	-	-	-	1.26	1.31	-	1.05	1.20	-	1.00	0.97	-
К. ср. ликв.	-	-	-	0.81	0.90	-	0.51	0.66	-	0.49	0.47	-
К. абс. ликв.	-	-	-	0.40	0.47	-	0.15	0.17	-	0.22	0.17	-

Ключевые финансовые показатели и коэффициенты. Источник: данные компаний, оценки ГК «РЕГИОН».

RUR млн.	Уралвагонзавод			Рузхиммаш			Тверской вагоностроительный завод			Группа Мотовилихинские э-ды		
	2004	РСУБ 2005	%	2004	РСУБ 2005	%	2004	РСУБ 2005	%	2004	РСУБ 2005	%
Выручка	24 153.5	24 758.3	2.5%	6 227.1	7 942.2	27.5%	8 154.3	11 376.0	39.5%	4 502.6	5 236.6	16.3%
ЕБИТ	574.5	1 496.6	160.5%	297.6	314.4	5.6%	461.4	836.3	81.3%	499.9	410.0	-18.0%
ЕБИТДА	827.8	1 855.9	124.2%	315.9	334.5	5.9%	522.1	912.7	74.8%	639.6	н.д.	-
ЧП	1.8	50.621	в 27,9 раз	164.4	113.3	-31.1%	85.7	184.2	115.0%	150.6	34.3	-77.2%
% расходы	767.0	1 213.7	58.2%	0.0	116.3	100.0%	215.9	257.3	19.2%	182.2	238.2	30.8%
Активы	18 501.0	23 579.0	27.4%	2 246.42	2 699.9	20.2%	4 104.8	6 248.8	52.2%	5 596.2	6 617.1	18.2%
СК	4 752.1	4 811.1	1.2%	752.8	865.5	15.0%	957.0	1 111.2	16.1%	3 115.4	3 159.8	1.4%
Долг	6 961.2	10 225.5	46.9%	801.2	1 287.6	60.7%	1 954.6	3 478.4	77.9%	1 370.8	2 394.4	68.5%
краткоср.	6 670.3	6 883.0	3.2%	801.2	601.4	-24.9%	1 180.0	2 703.8	129.1%	1 209.8	2 392.4	97.7%
долгоср.	290.9	3 342.5	в 11.5 раз	0.0	686.2	100.0%	774.6	774.6	0.0%	161.0	2.0	-98.7%
Долг/Активы	0.38	0.43	-	0.36	0.48	-	0.48	0.56	-	0.24	0.36	-
Долг/СК	1.46	2.13	-	1.06	1.49	-	2.04	3.13	-	0.44	0.76	-
Выручка/Долг	3.47	2.42	-	7.77	6.17	-	4.17	3.27	-	3.28	2.19	-
Долг/ЕБИТ	12.12	6.83	-	2.69	4.10	-	4.24	4.16	-	2.74	5.84	-
Долг/ЕБИТДА	8.41	5.51	-	2.54	3.85	-	3.74	3.81	-	2.14	н.д.	-
ЕБИТ/%	0.75	1.23	-	-	2.88	-	2.14	3.25	-	2.74	1.72	-
ЕБИТДА/%	1.08	1.53	-	-	2.70	-	2.42	3.55	-	3.51	н.д.	-
ДФД/ФД	4.18%	32.69%	-	0.00%	53.29%	-	39.60%	22.27%	-	11.75%	0.08%	-
Маржа ЕБИТ	2.38%	6.05%	-	4.78%	3.96%	-	5.66%	7.35%	-	11.10%	7.83%	-
Маржа ЕБИТДА	3.43%	7.50%	-	5.07%	4.21%	-	6.40%	8.02%	-	14.21%	н.д.	-
Маржа ЧП	0.00%	0.20%	-	2.64%	1.43%	-	1.05%	1.62%	-	3.35%	0.66%	-
ROE	0.04%	1.06%	-	24.52%	14.00%	-	9.52%	17.82%	-	5.01%	1.09%	-
ROA	4.40%	5.59%	-	9.77%	11.29%	-	9.72%	7.93%	-	7.34%	4.90%	-
К. ливн.	0.98	1.67	-	1.20	1.88	-	1.41	1.20	-	1.18	0.95	-
К. ср. ливн.	0.45	0.82	-	0.29	0.64	-	0.40	0.40	-	0.69	0.54	-
К. абс. ливн.	0.06	0.07	-	0.06	0.04	-	0.04	0.15	-	0.37	0.23	-

Ключевые финансовые показатели и коэффициенты. Источник: данные компаний, оценки ГК «РЕГИОН».

## 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](http://www.regiongroup.ru)

### Операции с акциями

#### Руководитель департамента:

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

#### Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Маргарита Петрова (доб.333; e-mail: rita\_petrova@regnm.ru)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@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)

Никита Фраш (доб. 137; e-mail: frash@regnm.ru)

Рифат Летфуллин (доб. 504; e-mail: letfullin@regnm.ru)

Орловский Максим (доб.534; e-mail: orlovskiy@renm.ru)

### Операции с векселями

Павел Голышев (доб.303; e-mail: golyshev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб.301; e-mail: vvs@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб.463; e-mail: lenash@regnm.ru),

Новикова Валентина (доб.543; e-mail: valentine@regnm.ru)

### Организация программ долгового финансирования

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

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

### Аналитическое и информационное обслуживание

#### Директор по аналитике и информации:

Анатолий Ходоровский (доб.538; e-mail: khodorovsky@regnm.ru)

#### Анализ финансовых рынков:

Александр Ермак (долговой рынок) (доб.405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Константин Комиссаров (долговой рынок) (доб.428; e-mail: komissarov@regnm.ru)

#### Отраслевой и макроэкономический анализ:

Валерий Вайсберг (доб.143; e-mail: vva@regnm.ru)

Евгений Шаго (доб.336; e-mail: shago@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)

Нестерова Анна (доб.549; e-mail: nesterova@regnm.ru)

### Доверительное управление

Сергей Малышев (доб.120; e-mail: smalyshev@regnm.ru),

Данила Шевырин (доб.178; e-mail: she\_dv@regnm.ru),

Екатерина Колотыркина (доб.180; e-mail: kolot@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.