



КРЕДИТНЫЙ ОБЗОР

РОСКОНТРАКТ – ПО СЛЕДАМ ФЕДЕРАЛЬНОГО АГЕНТА

Росконтракт представляет собой конгломерат, специализирующийся в текстильной промышленности, машиностроении, сельскохозяйственном производстве и финансовой сфере

Компания занимает ведущее положение на российском рынке производства льноволокна и готовой ткани, контролируя около 21,9% и 37,0%, и имеет долю рынка хлопчатобумажной пряжи около 5,8% и 4,0% хлопчатобумажных тканей

Существующая структура активов Группы позволяет использовать эффект синергии между текстильным, сельскохозяйственным и машиностроительным сегментами, тем самым оптимизируя производственный процесс, сокращая издержки и улучшая рентабельность Группы

Более низкая долговая нагрузка и более высокая рентабельность Эмитента обуславливают размещение с доходностью ниже уровня, сопоставимого по дюрации выпуска РусТекстиль, но значительная доля и характер операций с ценными бумагами, сложная организационная структуры с высокой долей внутренних взаиморасчетов и дебютный характер выпуска дают основания оценить доходность при размещении в пределах 12,5%-13,0%

Положительные факторы кредитного качества эмитента

- Высокая степень интеграции между отдельными сегментами Группы
- Частичная диверсификация активов, позволяющая компенсировать возможное ухудшение финансовых результатов отдельных сегментов бизнеса Компании
- Улучшение операционных и финансовых результатов основных сегментов в 2004г.
- Высокопрофессиональный менеджмент

Факторы, ограничивающие кредитное качество эмитента

- Отсутствие консолидированной аудированной финансовой отчетности по международным стандартам
- Сложная организационная структура и высокая доля взаиморасчетов, осложняющая анализ финансовых потоков Группы
- Циклический характер основных сегментов Компании

Профиль компании

Группа Росконтракт (далее «Эмитент», «Компания» или «Группа») была создана в 1992г. как агент Правительства РФ по реализации широкого спектра текстильной, нефте-, металло- и агропромышленной продукции. В настоящее время, Компания представляет собой конгломерат, ведущий свою основную

Росконтракт '07

Размещение	последняя неделя августа-первая неделя сентября 2005 г.
Эмитент	ООО «Финансконтракт»
Поручители	ЗАО «Армагус», ОАО «Тверской завод технологической оснастки имени 1 мая», ОАО «Красавинский льнокомбинат им. В. Грибанова», ООО «Льнообъединение им. И.Д. Зворыкина»
Объем выпуска	700 млн руб.
Погашение	2 года
Оферта	1 год
Купон	квартальный. ставка купона на весь срок обращения определяется на конкурсе
Организатор	КБ Евразия-Центр
Со-организатор	ФК УРАЛСИБ

Основные финансовые показатели Росконтракта

млн руб.	2003	2004	2005F
Выручка	4 425	6 545	6 872
Рост выручки	-	48%	5%
ЕБИТДА	474	917	1 076
Норма ЕБИТДА	10,7%	14,0%	15,7%
Активы	9 375	11 662	н/д
Капитал	4 237	5 155	н/д
Долг*	3 767	3 816	н/д
Долг/ Капитал	0,9	0,7	н/д
Долг/ Активы	40,2%	39,9%	н/д
Долг/ Ebitda	8,0	4,2	н/д
ЕБИТДА/ проценты	3,7	2,6	н/д

Источники: Росконтракт

2003-2004 - неаудированная управленческая отчетность

2005 - прогнозы Компании



деятельность в текстильной промышленности, машиностроении, сельскохозяйственном производстве и финансовой сфере.

Существующая структура активов Группы в текстильном, сельскохозяйственном и частично в машиностроительном сегментах характеризуется высокой степенью синергии, тем самым, оптимизируя производственный процесс и увеличивая его рентабельность.

Структура собственности

Государству, в лице Российского фонда федерального имущества (РФФИ), принадлежит 20,95% Компании, оставшиеся 79,05% принадлежат физическим и юридическим лицам, значительная часть из которых, по нашей оценке, представлена либо менеджментом Компании, либо лицами, аффилированными с руководством Компании. Согласно решению правительства РФ, 20,95% акций Компании, находящиеся в федеральной собственности, включены в программу приватизации федерального имущества на 2005г.

Текстильный сегмент

Текстильный сегмент является основным источником продаж, на долю которого приходится около 3,538 млрд руб. или 54,1% от консолидированной выручки в 2004г.

В текстильный комплекс входят 7 предприятий, два из которых специализируются на производстве хлопчатобумажной пряжи и суровой ткани (полуфабрикат), три – на производстве льняной пряжи и ткани, и одно, специализирующееся исключительно на пошиве конечной продукции.

В общем объеме производимой продукции, на долю хлопчатобумажной и льняной продукции приходится около 48% и 52% соответственно. Закупка сырья для производства хлопчатобумажных изделий производится исключительно за рубежом, в то время как в производстве льняной пряжи и тканей используется около 72% импортируемого льноволокна.

Около 96% продаж приходится на экспортные поставки в страны ЕС, США и Канаду. Реализация экспортной продукции осуществляется через две торговые компании – Тексконтракт и Roscontract (Hong Kong) Ltd, в то время как продажи на внутреннем рынке проходят только через Тексконтракт.

Экспортные продажи через Roscontract осуществляются по принципу внешнего толлинга, когда хлопковое волокно и льноволокно ввозится в Россию исключительно для переработки и последующего экспорта продукции, произведенной из данного сырья. Данная схема освобождает Компанию от выплаты НДС и пошлины на импорт сырья. 92,1% продаж предприятий данного сегмента осуществляется через Тексконтракт и Roscontract.

В рамках продолжающейся модернизации производственных мощностей, предприятия данного сегмента оснащаются западным оборудованием третьего поколения, что позволяет добиваться наиболее эффективного использования инвестиционных средств и сдерживания операционных издержек, сохраняя при этом высокое качество продукции.

Машиностроительный сегмент

Продажи данного сегмента составили около 567,5 млн руб. или 8,7% от консолидированной выручки в 2004г.

В машиностроительный комплекс входят три завода, производящих главным образом трубопроводную арматуру для нефтяной, химической, газовой, энергетической отраслей промышленности, а также сельскохозяйственные машины для льняного производства и

Государству, в лице Российского фонда федерального имущества (РФФИ), принадлежит 20,95% Компании

Текстильный сегмент является основным источником продаж, на долю которого приходится 54,1% от консолидированной выручки в 2004г.

Продажи машиностроительного сегмента составили около 8,7% от консолидированной выручки в 2004г.



различные виды оснастки. 85,2% продаж предприятий комплекса осуществляется через Тексконтракт. Весь объем продукции данного сегмента реализуется на внутреннем рынке.

Агропромышленный сегмент

Выручка данного сегмента Компании составила около 156,4 млн руб. или 2,4% от консолидированной выручки Группы в 2004г. занимающихся выращиванием льна, 6 льнозаводов, 2 зерновых предприятия и молочный завод. Общая площадь сельскохозяйственных земель Компании, расположенных преимущественно в Тульской, Калужской, Смоленской, Брянской и Вологодской областях, составляет около 87 тыс. га., из которых 77 тыс. га. находятся в долгосрочной аренде (39-49 лет). Группа также имеет в аренде 28 тыс. га. лесных угодий.

Создание собственной сырьевой базы по производству тресты (сырье для производства льноволокна) обеспечивает около 28% сырьевой потребности Компании, тем самым уменьшая зависимость от внешних поставщиков. Группа ставит своей задачей увеличить долю тресты собственного производства до 50% в долгосрочной перспективе.

Эффективное использование обрабатываемых земель требует ежегодной ротации посевных культур, что объясняет наличие таких активов как животноводство и молочное производства.

Трейдinговая деятельность

Около 1,587 млрд руб., или 24,3%, и 353,6 млн руб., или 5,4%, приходится на продажи ценных бумаг и цветных металлов соответственно.

Группа эффективно использует профессиональные ресурсы, сосредоточенные в аффилированном МКБ Евразия-Центр, по осуществлению операций с ценными бумагами и цветными металлами, тем самым создавая дополнительный источник прибыли. Портфель ценных бумаг сосредоточен главным образом в российских государственных ценных бумагах, акциях качественных российских компаний и облигациях стран с развивающейся экономикой.

Краткий финансовый обзор

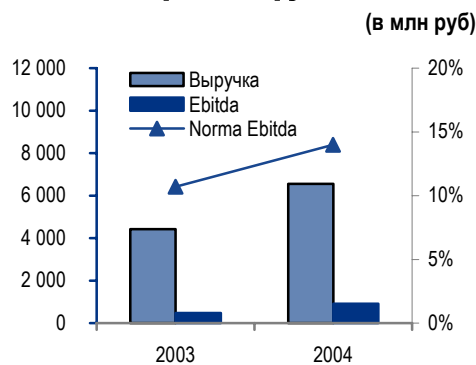
Ввиду существенной доли межгрупповых продаж, анализ финансовых показателей отдельных компаний Группы не представляет аналитической ценности. В связи с этим мы обращаем внимание инвесторов на консолидированную управленческую отчетность Группы (которая не включает результаты МКБ Евразия-Центр, но отражает результаты торговых компаний Группы):

- Консолидированная выручка Компании в 2004г. выросла на 47,9% до 6,544 млрд руб по сравнению с 4,425 млрд руб в 2003г. Рост выручки произошел главным образом за счет роста продаж практически всех основных сегментов Группы, по-прежнему отражая здоровый спрос на продукцию Компании. Мы также обращаем внимание на стремительный рост торговли цветными металлами, продажи которых выросли в 2004г более чем в 6 раз. Данные операции имеют исторические корни и ранее находились в основе деятельности Компании. В данный момент Группа проводит аккуратно выбранные и высоко доходные разовые операции, опираясь на предыдущий опыт и проверенные коммерческие отношения.

Создание собственной сырьевой базы по производству тресты обеспечивает около 28% сырьевой потребности Компании

Группа эффективно использует профессиональные ресурсы, сосредоточенные в аффилированном МКБ Евразия-Центр

Динамика роста выручки и Ebitda



Источник: Росконтракт



- Ebitda Группы в 2004г. составила порядка 917,2 млн руб., что на 93,6% выше соответствующего показателя в 2003г., норма Ebitda таким образом увеличилась на 3,3% до 14,0%. Значительное улучшение объясняется положительными результатами торговли ценными бумагами.
- Совокупный долг Группы на конец 2004г. составил около 4,6 млрд руб., из которых на долю кредитов МКН Евразия-Центр пришлось около 59%, часть из которых представляют собой внутригрупповой долг. По нашим оценкам, размер внутреннего долга на конец 2004г. составил около 832 млн руб. и соответственно совокупный внешний долг составил около 3,8 млрд руб. Таким образом долговая нагрузка, за вычетом внутреннего долга, в выражении Долг/Ebitda составила около 4,2х, указывая на повышенную долговую нагрузку. Однако следует отметить, что вложения в ценные бумаги, которые на конец 2004г. составили около 2,7 млрд руб., могут создать частичный источник ликвидности в случае острой необходимости.
- Кредитный портфель Группы сосредоточен среди четырех кредиторов – Евразия-Центр, НИКойл, ПСБ и Сбербанк, на долю которых приходилось около 58%, 30%, 9% и 2% соответственно.

Прогноз основных финансовых показателей

Менеджмент Компании делает достаточно сдержанные прогнозы на 2005г.:

- Консолидированная выручка Группы прогнозируется на уровне 6,8 млрд руб., или на 5% процентов выше объема продаж в 2004г., преимущественно отражая негативную конъюнктуру в хлопчатобумажном секторе в начале года. Компания ожидает, что положение в секторе должно улучшиться во второй половине 2005г.
- Ebitda ожидается на уровне 1,1 млрд руб., что на 17% выше этого показателя в 2004г., таким образом норма Ebitda составит около 15,7%.
- Мы ожидаем, что совокупный долг Группы вырастет по сравнению с уровнем предыдущего года, хотя точный размер его увеличения оценить достаточно сложно. Увеличение произойдет в результате эмиссии данного облигационного выпуска, около 50% которого будет направлено на финансирование инвестиционной программы, и привлечения дополнительных кредитных средств. Таким образом по нашей консервативной оценке, совокупный долг Компании может установиться на уровне около 5 млрд руб., что соответствует показателю Долг/Ebitda порядка 4,7х.

Ожидаемый прайсинг

Несмотря на то, что в бизнесе Группы превалирует текстильный сегмент, значительные трансакции с ценными бумагами осложняют выбор сопоставимых с эмитентом компаний. Однако, если сравнивать Группу с компаниями текстильного сектора, то логично, что выбор падает на компанию Русский Текстиль, чьи облигации находятся сейчас в обращении. Бумаги РусТекстиль с дюрацией 0,91 торгуются с доходностью около 12,5%. Мы считаем, что более слабые кредитные показатели и рентабельность Русского Текстиля обуславливают доходность Росконтракта с сопоставимой дюрацией на более низком по сравнению с Русским Текстилем уровне с дисконтом около 100-150 б.п., но, принимая во внимание объем и характер операций с ценными бумагами, сложную организационную

Компания прогнозирует выручку в 2005г. на уровне 6,8 млрд руб. и Ebitda – 1,1 млрд руб.

Росконтракт в сравнении с компанией

"Русский текстиль"

2004г., млн руб.	Росконтракт	РусТекстиль
Выручка	6 545	6 359
ЕБИТДА	917	158
Норма ЕБИТДА	14,0%	2,5%
Суммарные активы	11 662	4 812
Собств капитал	5 155	2 011
Общий долг*	3 816	1 435
Долг/Капитал*	74,0%	71,4%
Долг/Активы*	32,7%	29,8%
Долг/ЕБИТДА	4,2	9,1
ЕБИТДА/Проценты	2,6	1,2
Рейтинг Уралсиб	С+	С-

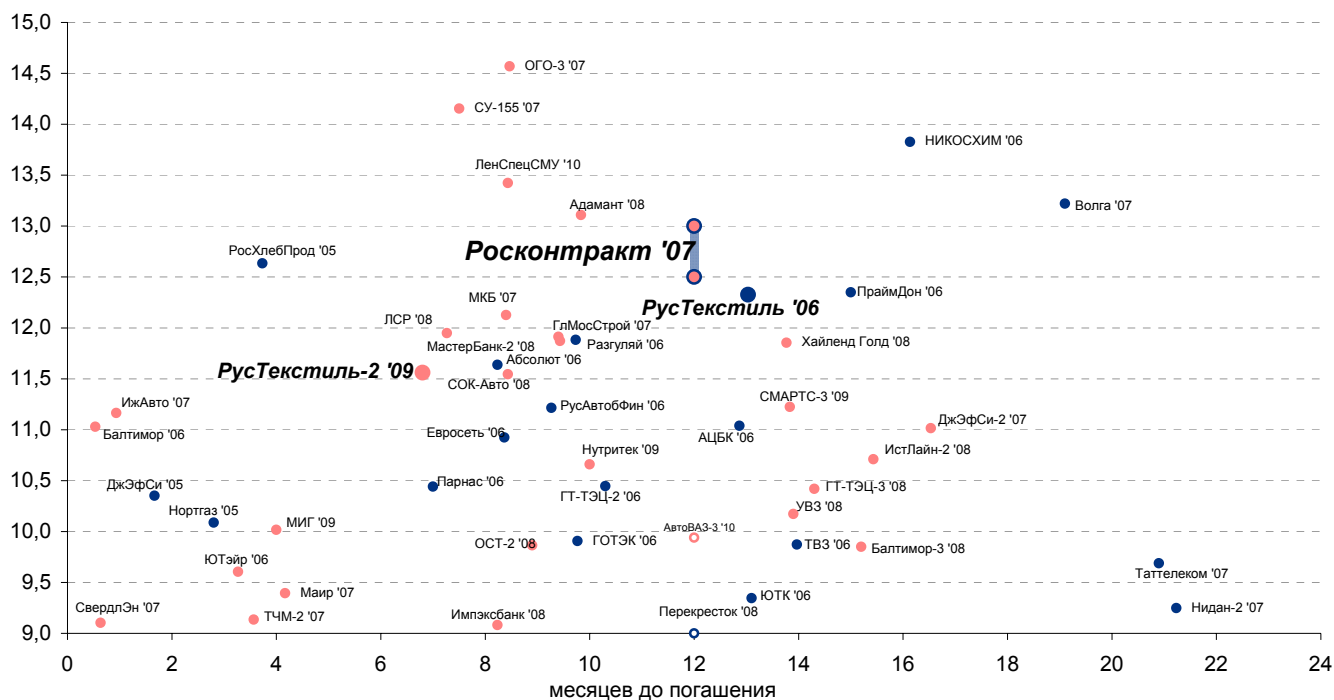
Источники: данные компаний

* Росконтракт - за вычетом внутреннего долга



структуру с высокой долей внутренних взаиморасчетов и дебютный характер выпуска, мы ожидаем, что доходность при размещении должна установиться в пределах 12,5%-13,0%. Ставка купона будет зафиксирована на весь срок обращения выпуска (2 года), что предоставляет возможность оценить доходность бумаги сразу к двум точкам, делая ее привлекательной как для краткосрочных инвесторов, так и инвесторов с более длительным инвестиционным горизонтом. Кроме того, фиксированный купон гарантирует дополнительный апсайд за счет роста цены в случае дальнейшего снижения процентных ставок на рынке.

Рублевые корпоративные облигации (18 августа 2005г.)



**Бизнес-блок операций с долговыми инструментами****Руководитель бизнес-блока**

Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Сергей Шемардов, клиентский менеджер, she_sa@uralsib.ru

Андрей Дабижа, трейдер по еврооблигациям, dab_ay@uralsib.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru

Андрей Борисов, трейдер РЕПО, bor_av@uralsib.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru

Борис Гинзбург, старший аналитик, bginzburg@uralsib.ru

Татьяна Архипова, клиентский менеджер, tarkhipova@uralsib.ru

Анастасия Залеская, аналитик, zal_av@uralsib.ru

Александр Чекин, аналитик, atchekine@uralsib.ru

Управление рынков долгового капитала**Руководитель управления**

Дмитрий Волков, vda@uralsib.ru

Илья Зимин, директор, zimmin@uralsib.ru

Дарья Солюшкина, ст. специалист, son_da@uralsib.ru

Гузель Тимошкина, ст. специалист, tim_gg@uralsib.ru

Аналитическое управление**Руководитель управления**

Петру Вадува, vad_pe@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Стратегия

Петру Вадува, руководитель управления, vad_pe@uralsib.ru

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@uralsib.ru

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@uralsib.ru

Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@uralsib.ru

Металлургия/Машиностроение

Вячеслав Смольянинов, ст. аналитик, smo_vb@uralsib.ru

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@uralsib.ru

Телекоммуникации

Константин Чернышев, ст. аналитик, che_kb@uralsib.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud_sa@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_ca@uralsib.ru

Алексей Кормщиков, аналитик, kog_an@uralsib.ru

Марина Лукашова, аналитик, luk_mr@uralsib.ru

Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@uralsib.ru

Анна Юдина, аналитик, udi_an@uralsib.ru

Банки

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@uralsib.ru

Потребительский сектор

Марат Ибрагимов, ст. аналитик, ibr_my@uralsib.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Редактирование/Полиграфия/ПереводМарк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),
bra_ms@uralsib.ruКристофер Роуз, редактор (англ. яз.),
ros_ch@uralsib.ruЮлия Прокопенко, ст. редактор,
pro_ja@uralsib.ruАндрей Пятигорский, ст. редактор,
pya_ae@uralsib.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru_jo@uralsib.ru

Интернет / Базы данных

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@uralsib.ru

Кирилл Братанич, специалист, bra_kv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2005