

Стройтрансгаз Третий выпуск облигаций

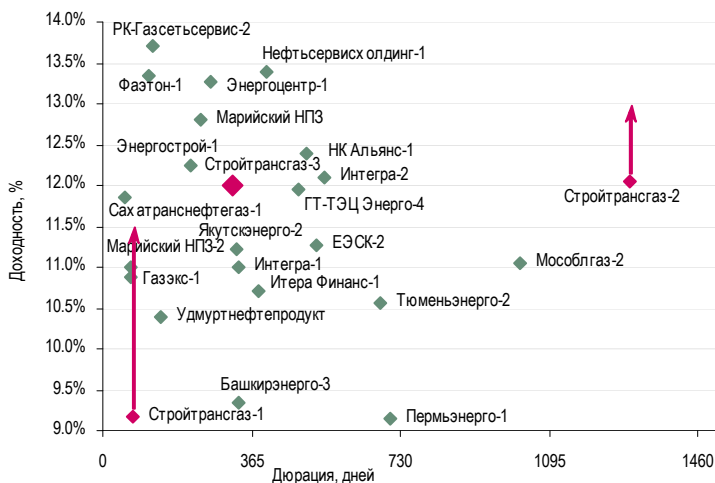
- Компания **Стройтрансгаз**, один из ведущих подрядчиков в строительстве трубопроводов и объектов нефтегазодобычи, планирует разместить третий выпуск облигаций 17 апреля. Объем выпуска составит 5 млрд руб.
- По нашему мнению, **доходность к оферте через один год на уровне 12% является привлекательной** относительно обращающихся обязательств компании, **однако не дает достаточной компенсации за возросшие риски**.
- Газпром больше не является основным клиентом компании**. Из-за этого выручка Стройтрансгаза в 2007 г. сократилась на 17.3% до 38 млрд руб., а доля заказов Газпрома уменьшилась с 70% в 2006 г. до 8%.
- Главная задача – поиск новых заказов**. В 2007 г. Стройтрансгазу удалось частично компенсировать снижение объема заказов со стороны Газпрома за счет контрактов с нефтяными компаниями и заказов на строительство за рубежом. Тем не менее, мы не уверены, что компании удастся успешно решить эту проблему в среднесрочной перспективе, поскольку в нефтегазовой отрасли она является лишь одним из многих подрядчиков.
- Долговая нагрузка удвоилась и достигла критического уровня**. Объем долга в 2007 г. вырос на 85.5% до 21.9 млрд руб., а долговые коэффициенты существенно ухудшились: соотношение Долг/ЕБИТДА (без учета лизинговых операций) достигло 10.3 против 3.8 в 2006 г., а коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА составил 8.7 (2.9 годом ранее).
- Рентабельность сокращается**. Валовая рентабельность снизилась с 8.7% в 2006 г. до 7.5% в 2007 г.; а операционная рентабельность уменьшилась с 5.8% до 3.9%. По нашему мнению, из-за необходимости конкурировать с другими подрядчиками Стройтрансгаз вынужден предлагать клиентам более выгодные условия, что приводит к снижению рентабельности.
- Низкая прозрачность ограничивает кредитное качество**. Стройтрансгаз имеет 20 дочерних и 12 аффилированных компаний, но не готовит консолидированную отчетность. Большое количество операций с дочерними компаниями и другими связанными сторонами может существенно исказить финансовые результаты. Финансовые вложения, особенно займы, выданные с низкой ставкой, вызывают серьезное беспокойство, а наличие существенного объема непрофильных активов ухудшает восприятие кредитного качества Стройтрансгаза.

Основные финансовые показатели

Млн руб., если не указано иное	2005	2006	2007
Выручка	23 380	45 923	37 971
Себестоимость реализации	20 468	41 910	35 121
Валовая прибыль	2 911	4 012	2 850
Валовая рентабельность	12.5%	8.7%	7.5%
Операционная прибыль	1 656	2 665	1 491
Операционная рентабельность	7.1%	5.8%	3.9%
Процентные расходы	1 575	989	1 586
ЕБИТДА	2 262	3 101	2 120

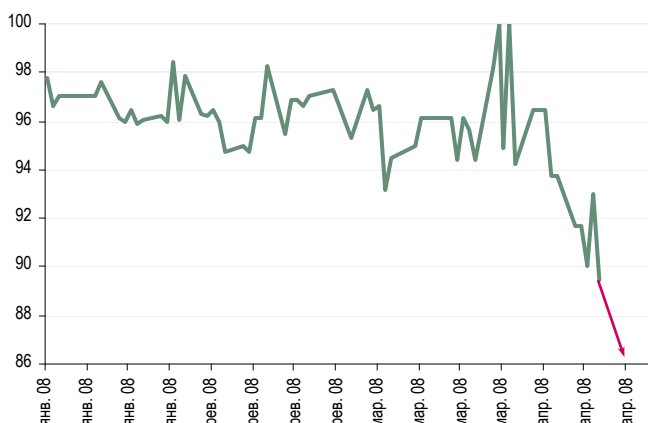
Итого активы	49 978	46 260	58 244
Финансовые активы (без учета денежных средств)	18 527	13 722	17 480
Долг	11 987	11 783	21 857
Долг/ЕБИТДА	5.30	3.80	10.31
Чистый долг	4 704	9 104	18 488
Чистый долг/ЕБИТДА	2.08	2.94	8.72

Рисунок 1. Доходность облигаций нефтегазовых и энергетических компаний



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Динамика котировок облигаций Стройтрансгаз-2



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Основная проблема: поиск новых заказов

После того как Стройтрансгаз потерял Газпром в качестве основного заказчика, ему пришлось искать новых клиентов. В 2007 г. компании это практически удалось – по данным отчетности, выручка снизилась всего на 17%. Выручка от выполнения заказов нефтяных компаний составила 58% общего объема, а от строительства объектов за границей – 21%. В числе новых клиентов Стройтрансгаза были ЛУКОЙЛ, Транснефть, сирийская Syrian Gas Company, алжирская Sonatrach и индийская Reliance. Тем не менее, формирование портфеля заказов на будущие периоды по-прежнему остается серьезной задачей.

По данным маркетинговой документации к эмиссии, в ближайшие годы Стройтрансгаз планирует увеличить выручку, рассчитывая на заказы Газпрома (в связи с началом новых крупных проектов), увеличение количества контрактов в энергетической отрасли и значительный портфель заказов от компаний нефтяной промышленности и иностранных клиентов. Мы предпочитаем занять консервативную позицию и хотим увидеть, насколько успешной будет деятельность компании в новых условиях. Наше мнение относительно позиций компании в ключевых сегментах представлено ниже.

Контракты Газпрома. У Газпрома есть собственный генеральный подрядчик Газпромстройинжиниринг, и почти все капитальное строительство осуществляется этой компанией. Мы сомневаемся, что Стройтрансгазу удастся получить значительный объем работ в качестве генподрядчика. Скорее всего, компания сможет стать только субподрядчиком.

Энергетический сектор. Стройтрансгаз сейчас мало известен в российском энергетическом секторе и имеет небольшой опыт строительства новых мощностей. Единственным объектом, который был построен Стройтрансгазом в качестве генподрядчика, стала Юго-Западная ТЭЦ (мощностью 540 мегаватт) в Санкт-Петербурге. В строительстве Калининской АЭС компания выступает как один из подрядчиков. Эти два объекта пока являются единственными крупными проектами, и мы не уверены, что Стройтрансгазу удастся стать одним из ведущих генеральных подрядчиков в данном секторе.

Нефтяной сектор. Выручка от выполнения заказов нефтяных компаний в 2007 г. составила 58% общего объема. Ключевым клиентом является ЛУКОЙЛ (выручка от заказов нефтяного гиганта составляет 29% доходов Стройтрансгаза). Тем не менее, нефтяная компания имеет тесные связи с другой инженерно-строительной компанией ГлобалСтрой-Инжиниринг, ранее дочерней компанией ЛУКОЙЛа – ЛУКОЙЛ-Нефтегазстрой. Во второй половине 2007 г. ЛУКОЙЛ и ГлобалСтрой-Инжиниринг подписали четырехлетний контракт стоимостью USD1062 млн и USD833 млн на 2008 г. и 2009 г. соответственно. Мы полагаем, что Стройтрансгаз будет играть лишь второстепенную роль в строительных проектах ЛУКОЙЛа.

Зарубежные заказы. Будущую динамику иностранных контрактов предсказать довольно сложно, так как в данном вопросе велик вес политических факторов. В прошлом компания Стройтрансгаз получала достаточно крупные международные контракты, но, с другой стороны, следует подчеркнуть, что они были заключены исключительно благодаря политической поддержке и с компаниями из таких стран как Алжир и Сирия, где отсутствует реальная конкуренция со стороны крупнейших инжиниринговых компаний нефтегазовой отрасли. Кроме того, такие контракты не всегда являются рентабельными для российских компаний, стремящихся выйти на новые рынки. Согласно данным отчетности Стройтрансгаза, именно это имело место в случае с Syrian Gas Company – показатели рентабельности сирийского сегмента в 2006 г. и 2007 г. оказались отрицательными: валовая рентабельность составила -11.7% и -2.7% соответственно, а рентабельность на уровне операционной прибыли сегмента была еще ниже.

Другие негативные факторы

Невысокая прозрачность. Мы считаем, что это является основным ограничительным фактором для кредитного качества компании.

Стройтрансгаз публикует самостоятельную отчетность только по российским стандартам учета, и хотя он имеет большое количество аффилированных и дочерних компаний, их результаты не публикуются и не консолидируются в отчетность.

Кроме того, для компании характерен большой объем операций со связанными сторонами. Например, нам не ясно назначение кредита, предоставленного оффшорной компании Jumar&CO объемом 4.5 млрд руб. по ставке 2%, и экономическая обоснованность данной операции.

Стройтрансгаз также располагает большим объемом непрофильных активов. Совокупная стоимость финансовых активов возросла с 13.7 до 17.5 млрд руб., что эквивалентно 30% активов компании, занимающейся строительством! Наряду с кредитами, выданными связанным сторонам, эти активы также включают в себя векселя неизвестных третьих лиц. Другим примером является строительство жилой недвижимости для последующей продажи или аренды (по данным на первое января 2008 г., 1.6 млрд руб.).

Наконец, структура акционеров компании также непрозрачна. Ранее считалось, что Стройтрансгаз принадлежит менеджменту, однако похоже, что это уже не так. Один из организаторов размещения предполагает, что Стройтрансгаз в настоящий момент контролируется дочерними компаниями Газпрома. Недавние изменения в совете директоров косвенно подтверждают это, поскольку пять из одиннадцати членов совета связаны с Газпромом, а еще четыре представляют государственные компании.

Высокая долговая нагрузка. Согласно представленным финансовым показателям по РСБУ, соотношение Долг/ЕБИТДА компании достигло 10.3 на конец 2007 г., а общий объем долга составил 22 млрд руб. (на 10 млрд руб. больше по сравнению с предыдущим годом).

Основной причиной роста долга стало увеличение оборотного капитала: товарно-материальных запасов на 4.6 млрд руб. и краткосрочной дебиторской задолженности на 2.3 млрд руб. Несмотря на то, что такой рост может быть оправдан рядом факторов (хотя мы считаем, что увеличение товарно-материальных запасов на фоне снижения выручки является достаточно спорным решением), мы не видим причин для увеличения финансовых вложений (на 3.8 млрд руб.), которые также были профинансированы за счет наращивания долга.

Поскольку Стройтрансгаз приобретает часть оборудования по лизингу, отчетность по РСБУ некорректно отображает долг компании, процентные расходы и амортизацию. Мы не проводим корректировку, поскольку не располагаем информацией, необходимой для расчетов, однако корректировки, осуществленные организаторами размещения (очевидно, на основании данных, предоставленных компанией), выглядят довольно странно: показатель ЕБИТДА за 2007 г. был увеличен на 1.3 млрд руб., а долг – на 2.09 млрд руб., что соответствует отношению лизинговых платежей за год к задолженности по лизингу на уровне 60%. Аналогичное значение прогнозируется и в будущем, и мы не можем найти объяснение столь высокому соотношению.

На начало года 65.7% финансовых обязательств Стройтрансгаза (14.4 млрд руб.) было краткосрочным с погашением в 2008 г. Из этой суммы 3 млрд руб. приходится на первый выпуск облигаций, срок погашения которого наступает в июне. Согласно проспекту эмиссии, компания планирует использовать поступления от нового размещения для рефинансирования первого выпуска долговых обязательств и части краткосрочных кредитов. Принимая во внимание преобладание краткосрочных обязательств в структуре долга Стройтрансгаза, в настоящий момент компания в значительной степени зависит от банковских кредитов и готовности финансовых институтов рефинансировать долг.

Факторы поддержки

В то же время, мы отмечаем некоторые факторы, которые могут оказать положительное влияние на кредитное качество компании. Прежде всего, это повышение прозрачности и улучшение корпоративного управления. Консолидированная отчетность Стройтрансгаза может оказаться более благоприятной, чем самостоятельные показатели.

Мы видим некоторый потенциал в «расчистке» баланса компании, что позволило бы высвободить некоторый объем денежных средств и снизить долговую нагрузку. Такие меры могут включать погашение займов, выданных аффилированным компаниям, или продажу непрофильных активов. Например, Стройтрансгаз владеет 62.3%-ным пакетом акций компании Уралнефтегазпром, резервы которой составляют 432 млн бнэ, и, по нашим расчетам, ее стоимость исходя из объема резервов может составлять USD430-860 млн, что сопоставимо с объемом долга компании. Однако учитывая низкое качество корпоративного управления, мы бы не полагались на возможные поступления от продажи непрофильных активов при оценке кредитного качества.

Если Стройтрансгаз действительно контролируется аффилированными компаниями Газпрома и Газпромбанка, как считают некоторые участники рынка, было бы как нельзя кстати, если бы собственники компании пролоббировали для нее новые контракты. Мы придерживаемся консервативной точки зрения в данном вопросе и хотели бы прежде увидеть реальные результаты.

В целом, наша оценка отчетности компании за 2007 г. и ее перспектив является умеренно негативной. Ориентир по доходности выпуска облигаций на уровне 12% выглядит достаточно интересно в сравнении с доходностью первых двух выпусков Стройтрансгаза. Привлекательность облигаций зависит от уверенности инвесторов в обеспеченности компании заказами в будущем. Как мы уже отмечали, мы занимаем осторожную позицию в этом вопросе и считаем, что даже такая относительно высокая доходность не является достаточной компенсацией за увеличившиеся риски компании. Если ранее статус основного генерального подрядчика Газпрома и гарантированный поток выручки позволяли инвесторам не слишком беспокоиться насчет некоторых вызывающих опасение факторов, то сейчас участникам рынка стоит потребовать более существенной премии. Мы вновь подчеркиваем, что в финансовом секторе по такой доходности можно легко найти облигации эмитентов с рейтингом Ba3/BB-, которые можно рефинансировать в Банке России (например, бумаги УРСА Банка, Промсвязьбанка, ХКФ Банка) и которые, с нашей точки зрения, несут меньший риск, чем долговые инструменты Стройтрансгаза.

Информация о размещении нового выпуска облигаций Стройтрансгаза уже оказала негативное влияние на обращающиеся обязательства компании, особенно долгосрочный выпуск Стройтрансгаз-2 с погашением в 2012 г. Компания обеспечила себе портфель заказов на 2008 г., но не располагает ими на 2009 и последующие годы, поэтому долговые инструменты со сроком погашения в 2012 г. несут существенно больший бизнес-риск. Если новый годовой выпуск будет размещен с доходностью к погашению на уровне 12%, доходность облигаций Стройтрансгаз-2, по нашим оценкам, должна составлять 13%, что предполагает дальнейшее снижение котировок до 86.75%.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина
Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия
Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Агеева

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Склиар

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джефффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко

Рынок акций Средней Азии, стратегия
+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Расконов
Андрей Марков

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Анна Кучеревская

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилл
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100