

9 декабря 2010

Рынок облигаций | ОАО «Уралвагонзавод» Первичное размещение выпуска УВЗ-1

	УВЗ-1
Кредитный рейтинг	-
Объем эмиссии:	3 млрд. руб.
Гос. рег. номер:	4-01-55004-F
Дата размещения:	16.12.2010
Оферта:	18.12.2012
Дата погашения:	07.12.2017
Купон (ориентир организаторов):	9.5-10.0% (полугодовой)
УТР (Dur)	9.73-10.25(1.87)
Мин. Купон (ДОФР ПКБ)	9.5%

ОАО «Уралвагонзавод» готовится к размещению выпуска облигаций объемом 3 млрд. руб. Ориентир ставки по полугодовому купону составляет 9,5-10%. Мы предлагаем участвовать в первичном размещении облигаций ОАО «Уралвагонзавода» по следующим причинам:

1. значительное улучшение кредитного качества компании в 2010 г.
2. самый низкий уровень долговой нагрузки по показателю Net Debt/OIBDA среди эмитентов машиностроительной отрасли с гос. участием
3. компания на 100% принадлежит государству и выполняет важную функцию как в рамках ВПК, так и в рамках гражданского строительства (обновление вагонного парка)
4. при прочих равных условиях, компании обеспечена благоприятная бизнес-среда на ближайшие несколько лет (портфель заказов сформирован полностью на ближайшие два года)
5. нижняя граница ориентира организаторов предполагает премию в размере 85-115 б.п. к схожим по кредитному качеству машиностроительным предприятиям, оперирующим в ВПК. По сути, эта премия складывается за отсутствие рейтинга от международных агентств и является адекватной компенсацией для инвесторов.

Бизнес продолжит стремительно развиваться в условиях цикла пост-кризисного восстановления экономики

В настоящий момент НПК Уралвагонзавод реализует как военные, так и гражданские проекты. По оценкам самой компании доля военной компоненты в выручке за 2010 г. составит 42% (снижение за год с 66%). При этом более 80% производимой техники поставляется на экспорт в рамках посреднического соглашения с «Рособоронэкспортом».

УВЗ единственный в стране производит наиболее современный российский танк Т-90, являющийся глубокой модернизацией танка Т-72Б (1985 г.), который в свою очередь является глубокой модернизацией танка Т-72А (1979 г.) В 2008-2009 гг. на вооружение в армию РФ поставлялось по 63 танка. Судя по информации в СМИ аналогичный объем будет поставлен и 2010 г. Однако стоит отметить, что по крайней мере в стадии обсуждения находится вопрос об отказе в будущем от закупок Т-90 для нужд российской армии, как не отвечающего современным требованиям. В то же время, на Уралвагонзаводе ведется разработка засекреченной модели «Объект 195». Достоверной информации об этой модели в данный момент получить нельзя, однако взятый курс на технологическую модернизацию российской армии дает основания полагать, что в будущем эта модель будет поставляться в сухопутные силы РФ.

В производстве вагонов УВЗ также занимает лидирующие позиции на российском рынке. Доля по оценке самой компании составляет около 30%. В основном компанией производятся полувагоны и цистерны, на которых приходится половина совокупного парка вагонов.

Вагонный парк РФ составляет около 1 млн. вагонов при среднем возрасте 18 лет. Крупнейшие перевозчики подошли к тому моменту, когда модернизация парка вагонов является необходимым условием для продолжения бизнеса. Косвенно это подтверждается 100%-ым заполнением портфеля заказов на 2011 г. и началом формирования портфеля на последующие годы. Крупнейшими клиентами УВЗ являются РЖД и Globaltrans, что не удивительно, учитывая лидирующие позиции на рынке этих перевозчиков и крупнейшую долю по производству самого УВЗ. В целом, лидерство на рынке производства вагонов ставит УВЗ в благоприятные условия в рамках пост-кризисного растущего цикла в экономике.

Кредитный профиль: 2010 г. может стать годом абсолютных рекордов по неконсолидированной выручке, операционной прибыли и чистой прибыли

Таблица 1. Финансовые показатели УВЗ по РСБУ

тыс. руб., если не указано иное	2005	2006	2007	2008	2009	2010IIIQ
Текущие активы	17 442 123	26 622 216	27 113 517	36 430 535	30 267 733	31 575 800
Активы	23 579 046	33 664 865	40 774 310	60 346 153	58 497 140	67 555 460
Долгосрочные об-ва	8 306 823	14 445 556	14 317 572	20 018 194	12 650 779	14 556 438
Краткосрочные об-ва	10 580 517	14 462 222	21 592 890	32 156 225	37 740 382	23 130 152
Обязательства, всего	18 887 340	28 907 778	35 910 462	52 174 419	50 391 161	37 686 590
Выручка	24 758 346	27 995 571	39 995 571	37 506 731	36 272 386	35 837 246
Операционная прибыль	1 496 573	2 282 697	677 596	612 243	2 487 447	6 146 704
Проценты к уплате	1 213 739	1 584 902	2 189 854	2 234 978	5 193 259	2 844 906
EBIT/Sales	0.06X	0.08X	0.02X	0.02X	0.07X	0.17X
Sales/Assets	1.05X	0.83X	0.98X	0.62X	0.62X	0.71X
Debt/Assets	0.80X	0.86X	0.88X	0.86X	0.86X	0.56X
CA/CL	1.65X	1.84X	1.26X	1.13X	0.80X	1.37X
Debt/Sales	0.76X	1.03X	0.90X	1.39X	1.39X	0.79X
Debt/EBIT	12.62X	12.66X	53.00X	85.22X	20.26X	4.60X
IntExp/EBIT	0.81X	0.69X	3.23X	3.65X	2.09X	0.46X
OIBDA, тыс.руб.	1 855 919	2 737 743	1 424 496	1 189 407	3 982 394	8 687 208
OIBDA Margin	7.5%	9.8%	3.6%	3.2%	11.0%	24.2%
Net Income, тыс.руб.	50 621	34 478	108 226	-6 115 062	-7 160 204	2 670 164
NI Margin	0.2%	0.1%	0.3%	-16.3%	-19.7%	7.5%
Fin. Debt, тыс.руб.	10 225 468	16 673 289	16 439 066	36 071 654	37 937 109	27 578 060
Fin. Debt/OIBDA	5.51X	6.09X	11.54X	30.33X	9.53X	2.38X

Источник: данные компании и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

За 9 месяцев 2010 г. УВЗ удалось существенно улучшить собственное кредитное качество. Ключевыми моментами, приведшими к «развороту» стали следующие события:

1. увеличение уставного капитала на 19 млрд. руб. 10 млрд. руб. приходится на имущественный взнос в рамках реализации антикризисных мер, 8,2 млрд. руб. – передача в собственность УВЗ акций 6 компаний как продолжения процесса акционирования и укрупнения компании (напомним, что в 2008 г. форма собственности

- была изменена с ФГУП на ОАО). Еще одна инъекция на 0,8 млрд. руб. была совершена в рамках финансирования государственных капитальных вложений
- государственные гарантии по кредитам в объеме 10 млрд. руб. (решение принято госкомиссией по поддержке стратегических предприятий и организаций ОПК). Кроме того, УВЗ частично субсидируются процентные расходы по кредитам, полученным в российских банках в 2008-2010 гг., в размере 2/3 от ставки рефинансирования ЦБ в рамках пакета антикризисных мер, утвержденных Правительством РФ.
 - УВЗ удалось сократить краткосрочную процентную задолженность с 25 до 13 млрд. руб., при этом весь финансовый долг компании сократился на 27% до 27,6 млрд. руб.
 - операционные показатели показали бурное восстановление. После 2 лет чистых убытков в этом году уже вряд ли что-то помешает получить компании чистую прибыль. При этом уровень чистой рентабельности, судя по всему, будет исторически максимальным для УВЗ. То же самое можно сказать и о марже OIBDA.
 - в результате, показатель Financial Debt/OIBDA снизился до 2,4X, что является одним из самых низких показателей в отрасли.

Позиционирование выпуска и прогнозные уровни

Предлагаемый организаторами уровень YTP даже по нижней границе предполагает премию к сглаженной кривой ОФЗ в размере 360 б.п. Среди эмитентов машиностроительной отрасли с гос. участием эта премия является почти максимальной. Больше премия складывается только по низколиквидному выпуску УМПОЗ – 433 б.п.

Таблица 2. Эмитенты машиностроительной отрасли с гос. участием*

млрд. руб., если не указано иное	Уралвагонзавод	УМПО	Иркут	ГСС** (АХК Сухой)
Кредитный рейтинг	Нет	Нет	Moody's: Ba2	Fitch: BB
Assets	67,5	29,0	75,7	201,5
Net Debt	27,0	15,4	37,4	10,0
Sales	35,8	14,2	31,6	34,1
OIBDA	8,7	3,3	6,4	2,5
OIBDA margin	24,2%	22,8%	20,4%	7,4%
Net Debt/OIBDA	2,34X	3,54X	4,35X	3,95X
Current Ratio	1,37X	2,12X	2,05X	2,28X
Current Financial Debt Share	47%	21%	27%	38%
Спред	360-412 б.п.	433 б.п.	245 б.п.	275 б.п.

Источник: данные компаний и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

* расчеты по неконсолидированной отчетности РСБУ за 9 месяцев 2010 г. как наиболее актуальной информации (кроме данных по АХК Сухой)

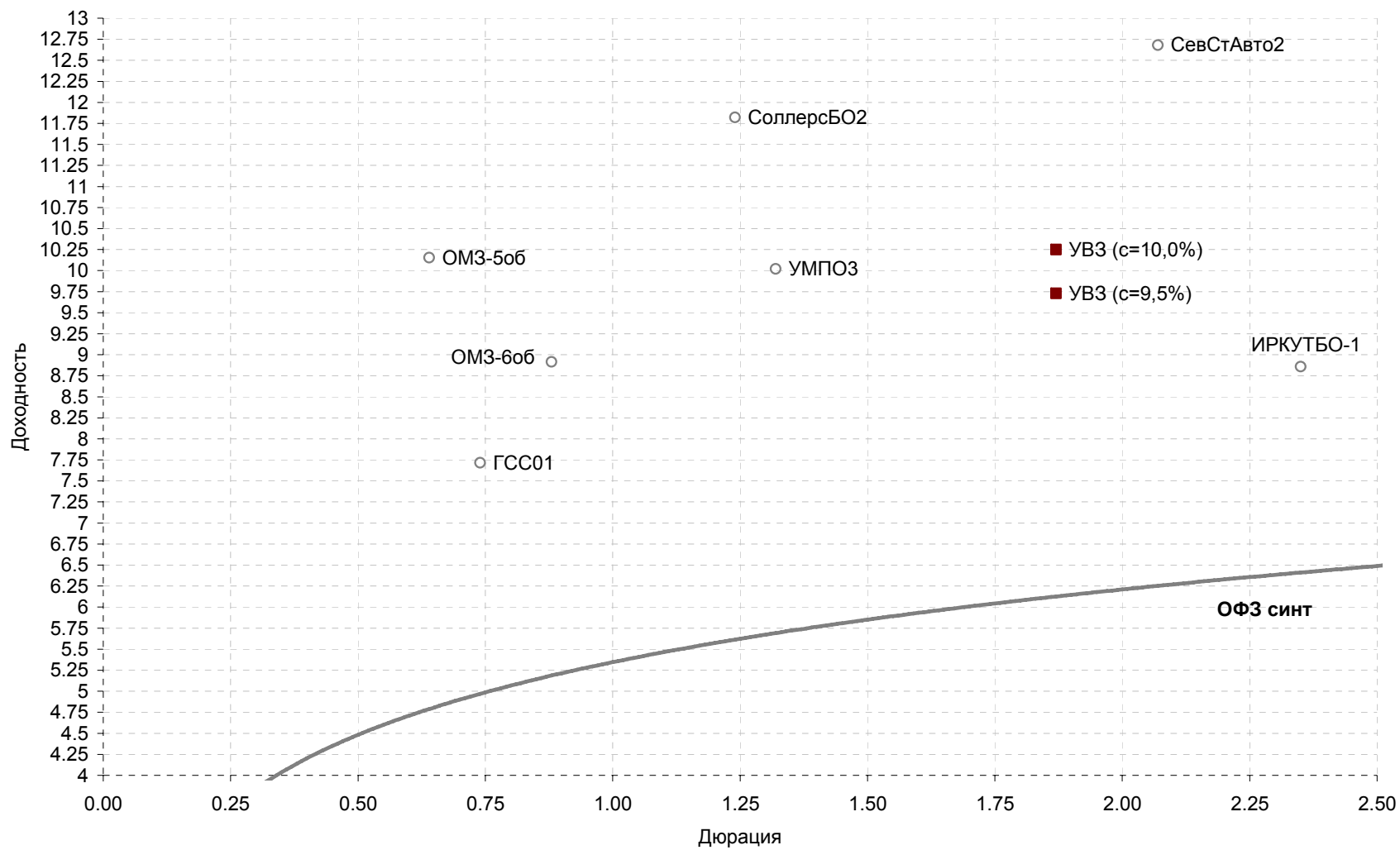
** по отчетности поручителя по выпуску - ОАО АХК Сухой - за 2009 г. Более свежая отчетность поручителя отсутствует.

Что касается минусов УВЗ, за которые инвесторы вправе требовать премию, являются, на наш взгляд, следующие моменты: отсутствие кредитного рейтинга от международного агентства, более низкий коэффициент текущей ликвидности и более высокая доля краткосрочного долга. В части последних двух пунктов за истекшие 9 месяцев УВЗ уже сделал довольно много: коэффициент текущей ликвидности вырос с 0,8 до 1,4. Доля краткосрочного долга снизилась с 67% до 47%. Мы полагаем, что эти коэффициенты после размещения облигационного займа и фактического рефинансирования части «короткого» долга продолжат улучшаться и дальше. Что касается отсутствия кредитного рейтинга, то на наш взгляд премия по нижней границе диапазона организаторов предлагает адекватную компенсацию инвесторам.

Таким образом, мы рекомендуем участвовать в первичном размещении облигаций УВЗ по нижней границе ориентира организаторов (YTP=9,73).

Бизин Алексей
ведущий аналитик

Позиционирование выпуска УВЗ-1



Источник: ММВБ и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

Критерии для вынесения рекомендаций по акциям

Покупать – потенциал роста бумаги выше или равен 10% от текущей цены.

Держать – потенциал роста бумаги находится в диапазоне от –10% до 10% от текущей цены.

Продавать – потенциал роста бумаги ниже –10% от текущей цены.

Критерии для вынесения рекомендаций по облигациям

Покупать – помимо получения купонного дохода вероятно сужение спреда (более 20 б.п.) за счет улучшения инвестиционного качества эмитента.

Держать – кредитное качество позволяет рассчитывать на исполнение обязательств, однако в ходе торгов на вторичном рынке возможно значительное изменение цены, не обладает существенным потенциалом сужения спреда.

Риск – выпуск низкого инвестиционного качества: вероятные трудности с исполнением обязательств.

Методологическая информация

Вероятность финансовых затруднений (ВФЗ) – агрегированный показатель кредитного качества, оценивающий вероятность возможных проблем с обслуживанием текущего долга.

Показатель рассчитывается на основе финансовых коэффициентов:

EBIT/Sales	Debt/Sales
Sales/Assets	Debt/EBIT
Debt/Assets	Interest Expenses/EBIT
Current Assets/Current Liabilities	

Таблица соответствия значения ВФЗ литерному значению кредитного качества

A	A-	B	B-	C	C-	D	D-
0-15%	15-20%	20-30%	30-35%	35-40%	40-45%	45-50%	>50%

Справедливый спред по выпуску рублевых облигаций определяется на основе регрессионной модели Аналитического управления ОАО Банк «Петрокоммерц». В отдельных случаях, оговариваемых особо, оценка справедливого спреда производится по существующим аналогам эмитента.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Головная организация:
127051, г. Москва, ул. Петровка, д. 24
Телефон: +7(495) 411-6411
Факс: +7(495) 623-3607
Интернет: www.pkb.ru
E-mail: welcome@pkb.ru

Аналитическое управление:
191036, Санкт-Петербург, пр. Суворовский, д. 2 Б., лит. А
Телефон: +7(812) 332-3751
Факс: +7(812) 332-3751
Интернет: www.pkb.ru
E-mail: research@pkb.ru

Аналитическое управление

Потребительский сектор / Химия
Строительство
Дорофеев Евгений, к.э.н, доцент
dorofeev.e.a@pkb.ru

Сырьевые рынки / Экономика
Сурикова Наталья, MA in Economics
surikova.n.v@pkb.ru

Телекоммуникации / Медиа
Машиностроение
Бизин Алексей
bizin.a.v@pkb.ru

Денежный рынок / Валютный рынок
Харлампиев Дмитрий, к.э.н
kharlampiev.d.n@pkb.ru

Настоящий материал был подготовлен специалистами ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц».

Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. ОАО Банк «Петрокоммерц» не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и ОАО Банк «Петрокоммерц» оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.

ОАО Банк «Петрокоммерц» осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. ОАО Банк «Петрокоммерц» обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов ОАО Банк «Петрокоммерц» не допускается без получения предварительного письменного согласия ОАО Банк «Петрокоммерц». Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.

© 2010 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.