

“Уралвагонзавод” – ориентиры перед размещением

Оцениваем доходность по 2 займу «Уралвагонзавод-Финанс» на уровне 10,4-10,6% годовых (купон 10,14-10,33% годовых)

Рекомендуем участвовать в аукционе на средства от продажи облигаций ТВЗ-1 (Тверской вагонстроительный завод)

Краткая характеристика компании

ФГУП “ПО Уралвагонзавод” – стратегическое предприятие железнодорожного машиностроения, расположенное в Свердловской области и специализирующиеся на производстве грузовых железнодорожных полувагонов, цистерн для перевозки нефтепродуктов и остающееся крупнейшим мировым производителем бронетанковой техники, в том числе танков Т-90С и Т-72С. 80% доходов предприятия приходится на полувагоны и цистерны, поставляемые на внутренний рынок в рамках сотрудничества с РЖД. Кроме того, Компанией успешно реализован заказ на поставку 300 танков Т90-С для Индии, и впервые после продолжительного перерыва получен заказ от Министерства Обороны Российской Федерации на поставку 14 танков Т90 для Вооруженных Сил РФ.

Преимущества

- Уверенное положение на рынке и уникальные разработки по ряду моделей специализированных цистерн, определяющих монопольное положение в этих сегментах. 70% рынка полувагонов (47% рынка СНГ), 35% рынка цистерн (24% рынка СНГ).
- Присутствие в основных сегментах железнодорожного машиностроения. Более того, по мере роста рынка и возникновения конкуренции за контракты от РЖД компания расширяет спектр производимой продукции и на сегодняшний день является уникальным разработчиком в некоторых направлениях.
- Конкурентоспособность на мировой арене поставляемой на экспорт военной спецтехники. Реализованный контракт 2002-2004 года с Индией на поставку 300 танков Т90-С, превосходящих мировые аналоги по всем основным параметрам, позволяет ожидать продолжения сотрудничества и новых экспортных поставок.
- Наличие перспектив развития и востребованность продукции Уралвагонзавод ввиду высокой изношенности подвижного состава у основного перевозчика страны – РЖД, стратегического партнера предприятия. Заключен долгосрочный контракт Уралвагонзавод на поставку новых вагонов взамен производимого в рамках реформирования предприятия и списания/замены изношенных составов. Несмотря на то, что объем заказа со стороны РЖД имеет свойство отклоняться от плана, объем закупок в 2004 году составил 6 тыс. шт., в 2005 – 8 тыс.шт. при планируемом объеме 13-14 тыс. вагонов. В 2006-2010 годы объем списания ж/д вагонов в РЖД сопоставим с планируемым заказом и составляет порядка 15-17 тыс. шт. ежегодно.

Финансовый анализ

- Структура себестоимости продукции Уралвагонзавод, 46,8% которой приходится на сырье и материалы металлургической отрасли. Основные поставщики сырья НТМК и ММК являются монополистами в востребованных “ПО Уралвагонзавод” профилях металла, поэтому их отпускные цены напрямую отражаются на себестоимости продукции предприятия. Зафиксированные в долгосрочных контрактах с РЖД отпускные цены в условиях колебания себестоимости услуг содержат риск снижения прибыльности предприятия.

- Финансовое состояние – высокая общая долговая нагрузка и доминирование краткосрочных обязательств в структуре долга.

Уралвагонзавод - Баланс, млн. рублей	2003	2004	2004/2003	1Q2005
Внеоборотные активы	4 099	5 294	29,15%	5 558
Оборотные активы	11 963	13 206	10,39%	14 601
Запасы	6 649	6 329	-4,81%	7 153
Дебиторская задолженность	4 189	5 329	27,21%	5 956
Ден. средства и эквиваленты	244	782	220,11%	567
Активы	16 062	18 500		20 159
Капитал и резервы	4 656	4 666	0,21%	4 696
Краткосрочные обязательства	11 399	13 533	18,72%	15 161
Краткосрочные займы	4 754	6 670	40,30%	7 453
Долгосрочные обязательства	6,7	301	-	301
Чистый Долг	4 761	6 971	46,43%	7 754
Выручка	22 000	24 153	9,79%	4 688
Операционная прибыль	2 296	574	-75,00%	239
Чистая прибыль	1 105	1,8	-99,84%	30
Операционная рентабельность	10,44%	2,38%		5,10%
Рентабельность по чистой прибыли	5,02%	0,01%		0,64%

Источник: финансовая отчетность эмитента по РСБУ.

Ввиду многопрофильности предприятия рентабельность всей компании сильно варьируется в зависимости от наличия заказа в том или ином из его подразделений. Снижение показателей рентабельности по итогам 2004 года, в первой половине 2005 года объясняется, с одной стороны, завершением в 2003-2004 году контракта на поставку крупной партии танков Т90-С для Индии, являющееся одним из наиболее рентабельных направлений деятельности компании, с другой - колебаниями цен на рынке металлов, являющихся основным сырьем для ПО Уралвагонзавод и определяющих себестоимость продукции.

В остальном, несмотря на рост выручки по итогам 2004 года более чем на 9,7%, отметим сильное снижение прибыли предприятия, вызванное значительным ростом процентных расходов на обслуживание долга компании. Доля собственных средств в валюте баланса составляет немногим более 23% и говорит о значительном объеме привлеченных финансовых ресурсов. Более того, важно обратить внимание на практически полное доминирование краткосрочных обязательств в структуре долга (96%).

Показатели долговой нагрузки	2003	2004	1Q2005
Текущая ликвидность	1,05	0,98	0,96
Быстрая ликвидность	0,39	0,45	0,43
Доля собственных средств в валюте баланса	28,99%	25,22%	23,29%
Доля краткосрочного во всем объеме долга	99,94%	97,82%	98,05%
Доля краткосрочного долга в чистом	100%	96%	96%
Чистый долг/Активы	29,64%	37,68%	38,46%

Источник: финансовая отчетность эмитента по РСБУ.

Финансовое положение предприятия заставляет менеджмент обратиться к изменению структуры долга в пользу увеличения доли долгосрочных обязательств, путем размещения 5 летнего облигационного займа, что позволит снизить стоимость используемых компанией финансовых ресурсов. Основной целью размещения облигационного займа в размере 3 млрд. рублей объявлено рефинансирование существующей кредитной задолженности.

Проводя рыночное позиционирование облигационного займа, рассмотрим ФГУП Уралвагонзавод с сравнении с другими компаниями железнодорожного машиностроения, представленными на рынке, - Тверской Вагоностроительный Завод и Трансмашхолдинг. Все три компании являются стратегическими партнерами РЖД, на долю которого приходится от 30-85% объема поставляемой продукции. Тем не менее, предприятия обладают различной специализацией, что осложняет их сравнение по операционным показателям.

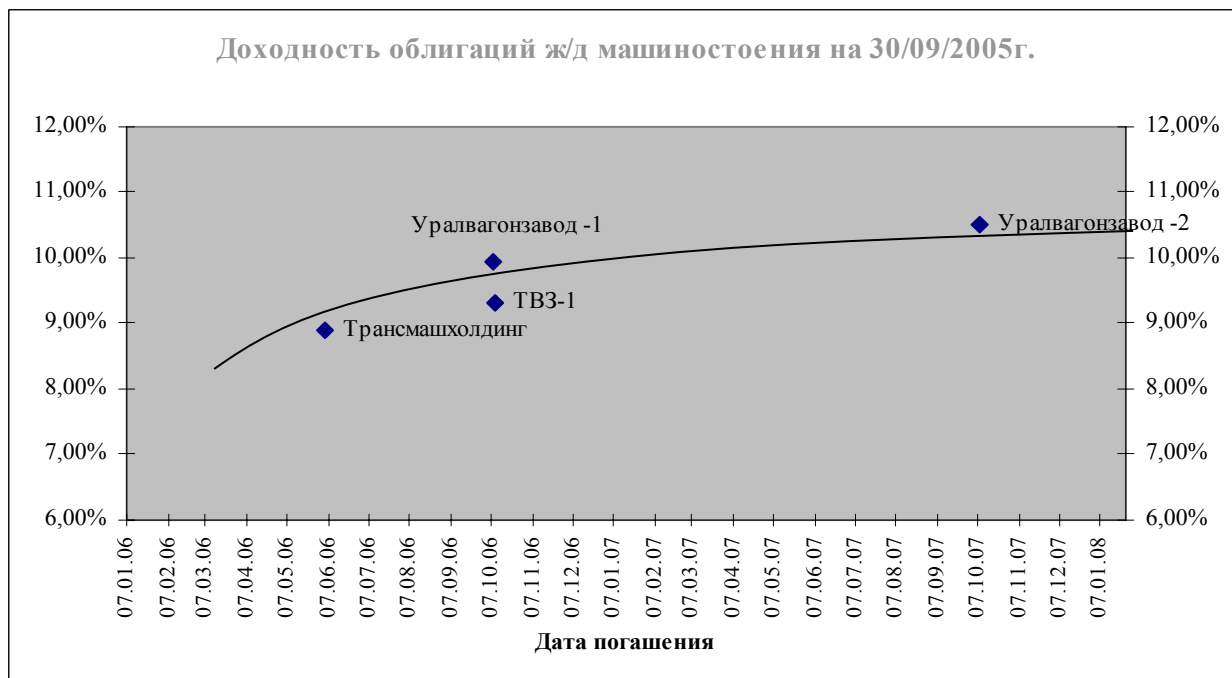
Так, Тверской вагоностроительный завод специализируется на выпуске пассажирских магистральных вагонов и является одним из предприятий Трансмашхолдинга, который

кроме него объединяет еще 5 предприятий железнодорожного машиностроения. Их совокупная доля на рынке железнодорожного машиностроения варьируется от 16% в сегменте грузовых вагонов до 62% в сегменте локомотивы и 85% на рынке пассажирских вагонов. Уралвагонзавод занимает доминирующее положение в сегменте грузовых полувагонов (70%) и специализированных цистерн (35%).

Сравнение - конец 2004, млн. руб.	ТВЗ	Уралвагонзавод	Трансмашхолдинг*
Выручка	8 154	24 153	5 045
Прибыль от операционной деятельности	461	574	226
Чистая прибыль	86	2	-14
Операционная рентабельность	5,65%	2,38%	4,48%
Рентабельность по чистой прибыли	1,05%	0,01%	-0,28%
Активы	4 104	18 501	6 674
внеоборотные	904	5 294	1 718
оборотные	3 200	13 206	4 957
Капитал	858	4 666	2 340
Долгосрочные обязательства	871	301	310
Краткосрочные обязательства	2 375	13 533	4 024
Капитал/Активы	20,91%	25,22%	35,06%

*В связи с отсутствием информации о консолидированной отчетности Трансмашхолдинга по итогам 2004 года, приводятся данные из финансовой отчетности по итогам 1 полугодия 2004 года.

Относительное финансовое состояние Уралвагонзавод и показатели эффективности бизнеса компании несколько уступают аналогичным показателям ТВЗ и Трансмашхолдинг, однако превосходство в масштабах деятельности предприятия и отраслевая близость компаний позволяет говорить о незначительных различиях в уровне кредитного риска по трем эмитентам.



Оцениваем справедливый уровень доходности по второму выпуску облигаций Уралвагонзавод на уровне 10,40-10,60%, рекомендуем покупку займа на средства от продажи первого выпуска ТВЗ.

Аналитическую записку подготовили:

*Помощник аналитика отдела анализа рынка долговых
обязательств Инвестиционного банка КИТ Финанс*

Кубарь Илья

Тел. (812) 326-13-05 (доб. 1225)

E-mail: I.Kubar@web-invest.ru

Начальник отдела анализа рынка долговых

обязательств Инвестиционного банка КИТ Финанс

Малиновский Владимир

Тел. (812) 326-13-05 (доб. 1750)

E-mail: V.Malinovskiy@web-invest.ru

Инвестиционный банк КИТ Финанс

Россия, 125009 Москва, ул. Бол. Никитская, д.17, корп. 2,
тел.: (095) 771-65-37

Россия, Санкт-Петербург,
Невский пр. д. 38
тел. (812) 326-1305, (812) 326-1350

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как oferta к заключению сделок. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать вышеприведенную информацию как можно более достоверной и полезной, мы не претендуем на ее полноту и точность. Ни «Вэб-инвест Банк», ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обозрении. Любые вложения в ценные бумаги, упоминаемые в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Стоимость или доход от любых операций с ценными бумагами, упомянутыми в настоящей публикации, могут изменяться вследствие изменений процентных ставок. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов.