



# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

### ВАГОНМАШ: размер имеет значение?

Рекомендация	Покупать
Текущая цена	104,46
Справедливая цена	106,10

Выпуск	ВАГОНМАШ, 1
Объем займа, млн. руб.	300
Ставка купона, %	13,5
Выплата купонов	2 раза в год
Дюрация к погашению, лет	1,75
Доходность к погашению, %	11,29

ВАГОНМАШ является одной из наиболее динамично растущих компаний сегмента вагоностроения. По итогам 2005 года выручка предприятия выросла на 135%, EBITDA увеличилась в 4,4 раза, чистая прибыль - в 2,5 раза. Уровень рентабельности предприятия сопоставим с рентабельностью Уралвагонзавод (УВЗ) и Тверской вагоностроительный завод (ТВЗ) и превосходит Рузхиммаш (РХМ). По уровню долговой нагрузки компания сопоставима с Тверским вагоностроительным заводом и Рузхиммашем и имеет лучшее покрытие чем УВЗ.

В настоящий момент сопоставимые по дюрации облигации машиностроительных предприятий имеют спрэд к кривой Москвы в 185-290 б.п., в то время как облигации ВАГОНМАШа - 480-500 б.п.

Основная проблема оценки справедливого уровня доходности ВАГОНМАШа заключается в несопоставимости масштабов деятельности рассматриваемых предприятий. Так, выручка УВЗ составляет порядка 25 млрд. руб. против 2 млрд. руб. у ВАГОНМАШа; выручка РХМ и ТВЗ находится на уровне 8 и 11 млрд. руб. соответственно. Вместе с тем, по уровню рентабельности, динамике основных финансовых показателей, текущей ликвидности, структуре и уровню покрытия долгового портфеля ВАГОНМАШ либо сопоставим с компаниями отрасли, либо несколько превосходит их.

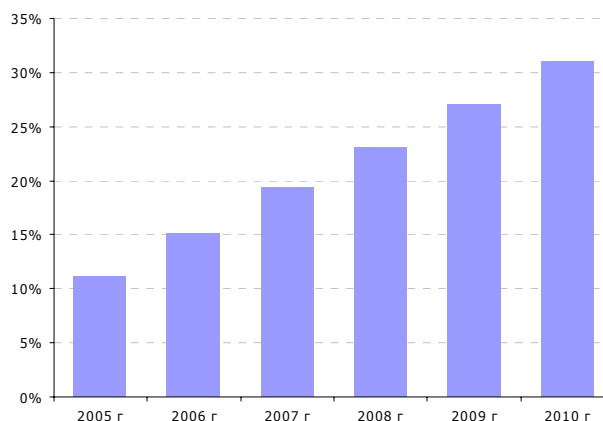
Мы считаем, что текущие уровни доходности на вторичном рынке 1-го выпуска ВАГОНМАШ не соответствуют финансовому состоянию предприятия и оцениваем потенциал сужения спреда относительно кривой Москвы до 380-400 б.п., что соответствует доходности к погашению 10,20-10,40% годовых; потенциал роста цены - 1,64 п.п.

В данном обзоре мы хотели бы обратить внимание инвесторов на недооцененные облигации машиностроительных компаний 3-го эшелона.

ЗАО «ВАГОНМАШ» - одно из ведущих вагоностроительных предприятий России. Потенциал развития компании связан с сильным износом вагонного парка страны (вагоны метрополитена, пассажирские вагоны) и стремительным ростом сегмента перевозок.

**Значительный износ парка вагонов метрополитена будет способствовать росту объемов заказов в ближайшие годы.**

Основная статья доходов компании - производство, реализация и обслуживание вагонов метро (порядка 50-55% в 2005 году). Несмотря на фиксированную емкость данного сегмента (по сути, ограничен локальными рынками нескольких городов РФ и СНГ), общий износ вагонного парка на сегодняшний день превышает (или близок) 30 лет, что предполагает значительный потенциал роста ремонтного направления и требует значительного объема ввода новой техники. Согласно данным компании, к 2010 году доля вагонов метрополитена с выработанным ресурсом достигнет 31%; для сравнения - сейчас это цифра находится на уровне 11%.



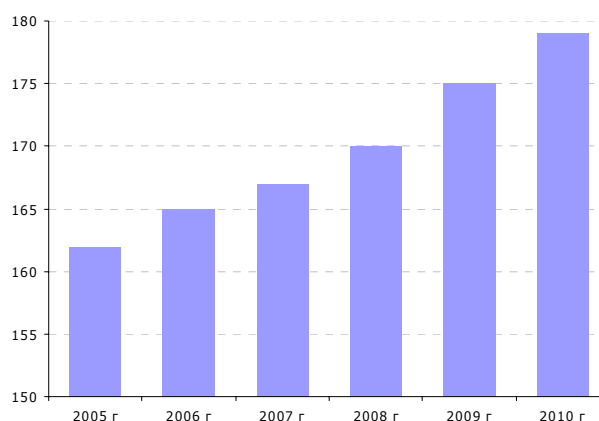
Степень выработанности парка вагонов метрополитена, %. Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

Дополнительным фактором, способствующим расширению масштабов производства, является активизировавшиеся работы по строительству новых метрополитенов в ряде городов России и стран СНГ (Алматы, Донецк, Казань, Красноярск, Пермь и пр.).

Понятно, что на фоне резкого старения вагонного парка, требуется постоянный ввод новых единиц техники и модернизация старых. В настоящий момент производственные мощности ВАГОНМАШа (совокупные) являются избыточными: позволяют производить порядка 350-ти вагонов различного назначения, в то время как в 2005 г. совокупный объем производства составил 146 ед. (54 ж/д вагоны, 92 вагоны метрополитена).

**Вторая статья доходов - производство и реализация ж/д вагонов так же имеет потенциал роста на фоне роста сегмента перевозок и значительного износа ж/д парка.**

Вторая значимая статья доходов компании - реализация магистральных вагонов. Перспективы сегмента связаны с быстрым развитием сегмента пассажирских перевозок и, как и в случае с перевозками посредством метро, - стремительным старением парка. Согласно оценкам РЖД, к 2010 г. рост пассажирооборота составит 8-10% (179 млрд. пасс.-км.).



Объем пассажирских перевозок, млрд. пасс.-км. Источник: РЖД.

Стоит отметить, что на сектор перевозок ж/д транспортом традиционно приходится значительная доля общих перевозок - около 40-50%. Высокие ожидаемые темпы роста отрасли ставят перед перевозчиками вопрос об увеличении пассажирского парка до 30 тыс. вагонов (сейчас порядка 24 тыс. при этом к 2010 г. ожидается списание 8-10 тыс. вагонов различных типов). Дополнительно стоит отметить, что в настоящий момент средняя степень износа пассажирского парка составляет 50-55%, при этом к 2010 году данная цифра может возрасти на треть.

С учетом высоких темпов роста сегмента и предполагаемой скорости выбытия парка, ежегодная потребность перевозчиков в вагонах пассажирского подвижного состава будет составлять порядка 1000-1200 ед. (с учетом стран СНГ). Недавно принятая, инвестиционная программа РЖД предусматривает приобретение до 2010 года подвижного состава для пассажирских поездов на сумму 440 млрд. рублей из которых порядка 60 млрд. рублей предполагается потратить на приобретение новых пассажирских вагонов и 240 млрд. руб. - на ремонт вагонов различных типов.

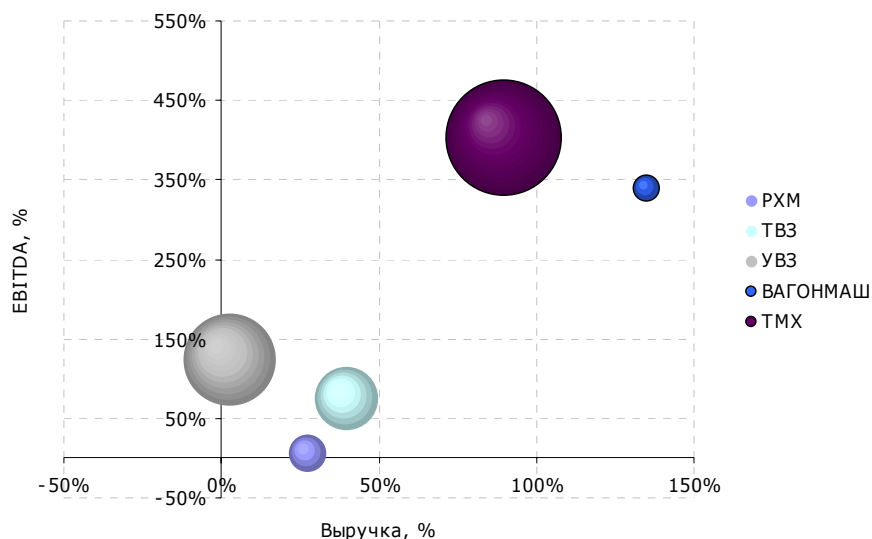
На наш взгляд, в совокупности указанные факторы будут способствовать расширению объемов производства компании и обеспечат стабильный портфель заказов вплоть до 2010 г.

**Одна из наиболее динамично растущих компаний сегмента; в 2005 году выручка увеличилась на 135%, EBITDA - в 4,4 раза, чистая прибыль - в 2,5 раза.**

В качестве компаний-аналогов для ВАГОНМАШа были выбраны: Трансмашхолдинг (электропоезда, локомотивы, грузовые вагоны, вагоны метро), Тверской вагоностроительный завод (пассажирское вагоностроение), Рузхиммаш (специальное вагоностроение) и Уралвагонзавод (специальное вагоностроение).

В 2005 году ВАГОНМАШ продемонстрировал неплохую динамику основных финансовых показателей. Выручка компании выросла на 135% и составила 2078 млн. руб. Себестоимость росла меньшими темпами, что позволило предприятию существенно улучшить рентабельность. Так, маржа операционной прибыли возросла практически вдвое и составила 6,9%, маржа EBITDA увеличилась до 7,1%, чистая прибыль выросла в 2,5 раза. Интересно отметить, что по темпам прироста основных финансовых показателей ВАГОНМАШ значительно опередил компании-аналоги.

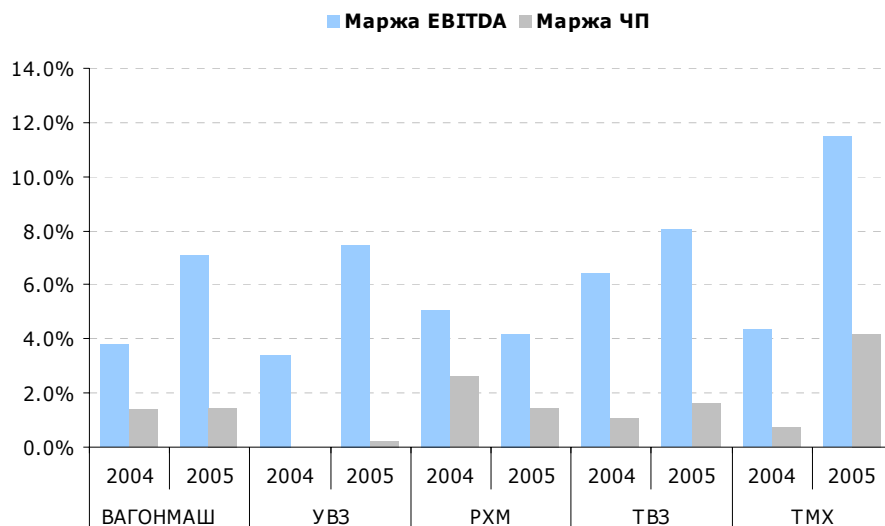
В 2006 году ВАГОНМАШ намерен довести продажи до 2,40 млрд. руб. (+15% относительно прошлого периода), в 2007 - до 3,05 млрд. руб. (+27%), в 2008 году - до 3,88 млрд. руб. (+27%). Столь существенный рост финансовых показателей обусловлен усилением рыночных позиций компании. Согласно данным компании, в 2005 году были переданы заказчикам поезда для вновь построенного метрополитена г. Казань, а также для метрополитенов Санкт-Петербурга, Минска, Киева и других городов России и стран СНГ. Кроме того, были поставлены первые вагоны для ФГУП «Почта России» в рамках проекта по обновлению парка почтово-багажных вагонов.



Динамика выручки и EBITDA. Размер круга соответствует EBITDA. Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН». Для TMX используется EBIT.

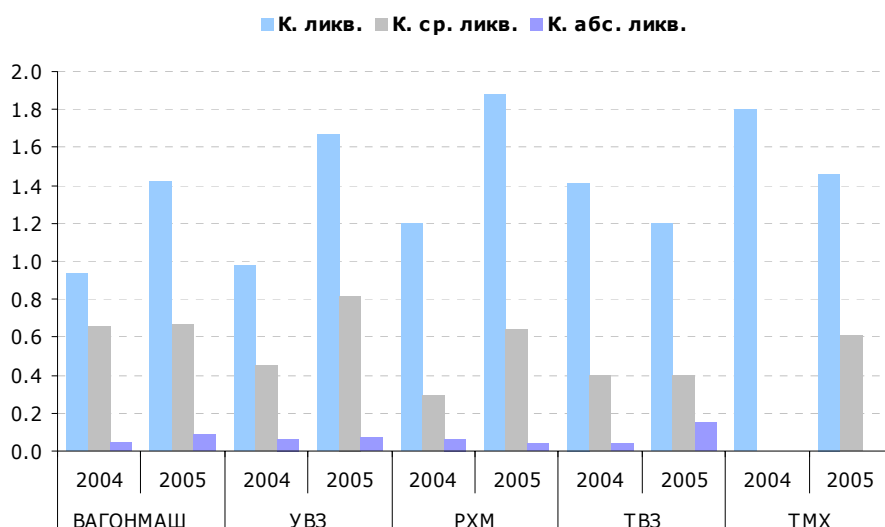
**Показатели рентабельности и текущей ликвидности соответствуют отраслевым значениям.**

По показателям рентабельности компания сопоставима с Уралвагонзаводом и ТВЗ. Причем маржа чистой прибыли превышает сопоставимый показатель рассматриваемых предприятий. По показателям рентабельности ВАГОНМАШ опережает Рузхиммаш, но отстает от Трансмашхолдинга.



Рентабельность производства. Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН». Для ТМХ используется EBIT.

Текущая ликвидность, в целом, соответствует отраслевым показателям; динамика - позитивная. В частности коэф. текущей ликвидности в 2005 г. вырос до 1,42 с 0,94, коэф. срочной ликвидности остался неизменным, коэф. абсолютной ликвидности - вырос до 0,09 с 0,05.

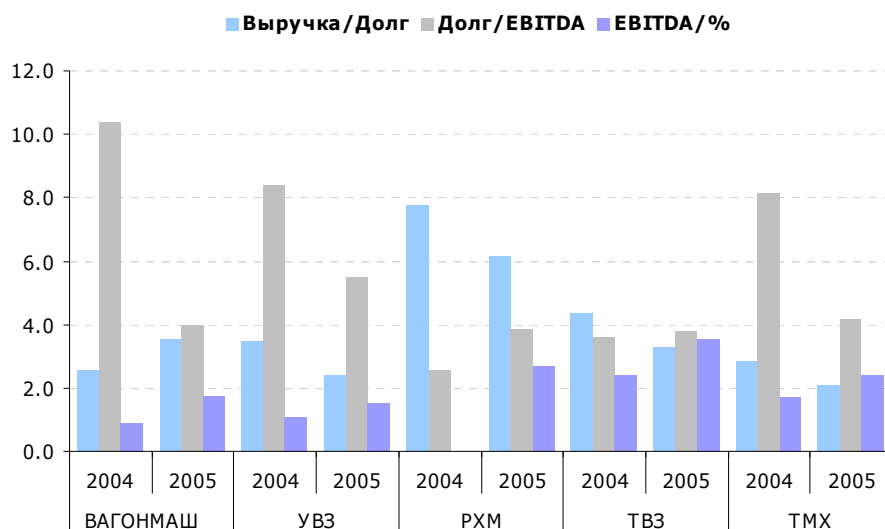


Текущая ликвидность. Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН».

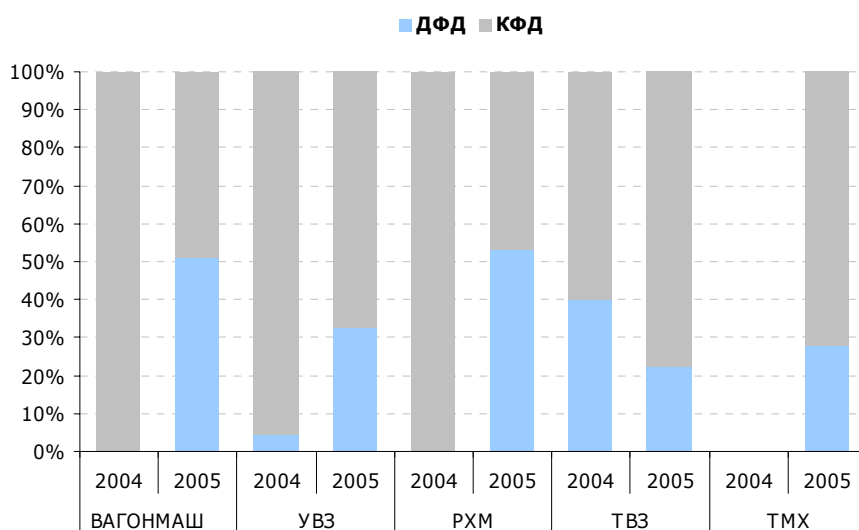
**Уровень долговой нагрузки - умеренный; наиболее близкий аналог по данному показателю - ТВЗ.**

Уровень долговой нагрузки компании можно охарактеризовать как умеренный. Важно подчеркнуть, что в отчетном периоде компании удалось значительно улучшить, как структуру долгового портфеля, так и уровень его покрытия. В частности, покрытие финансового долга выручкой выросло до 3,56х с 2,55х в 2004 году; отношение финансового долга к прибыли до уплаты налогов, процентов и амортизации снизилось с 10,38х до 3,97х (более чем в 2,5 раза), уровень покрытия процентных платежей EBITDA вырос до 1,77х с 0,91х. В отчетном периоде ВАГОНМАШ значительно улучшил структуру долгового портфеля: если в 2004 г. вся задолженность формировалась за счет краткосрочных займов, то в 2005 г. уже 51% портфеля приходился на долгосрочные займы.

На наш взгляд, по уровню долговой нагрузки, наиболее близким аналогом ВАГОНМАШа является Тверской вагоностроительный завод. В частности, компании сопоставимы по уровню покрытия долга выручкой (3,56х и 3,27х соответственно); больший показатель покрытия имеет только Рузхиммаш (6,17х). По покрытию долга операционной прибылью и EBITDA компания сопоставима с ТВЗ и Рузхиммашем (3,97х против 3,85х и 3,81х соответственно). Интересно отметить, что УВЗ имеет гораздо худшие показатели покрытия (5,51х). В первом квартале текущего года у компании резко выросли краткосрочные займы - на 184,8 млн. руб., что несколько ухудшило структуру долгового портфеля. Интересно отметить, что примерно на такую же сумму (229,8 млн. руб.) выросли запасы.



Долговая нагрузка. Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН». Для ТМХ используется ЕБИТ.



Структура долгового портфеля. Источник: данные компаний, ГК «РЕГИОН». Для ТМХ используется EBIT.

**Резюмирую вышесказанное, хотелось бы отметить высокие темпы роста финансовых показателей компании в 2005 г., улучшение структуры и покрытия долгового портфеля. Основываясь на прогнозах развития сектора ж/д перевозок и текущего состояния вагонного парка, включая парк метрополитена, можно предположить, что положительная динамика основных финансовых показателей ВАГОНМАШа в ближайшие годы сохранится.**

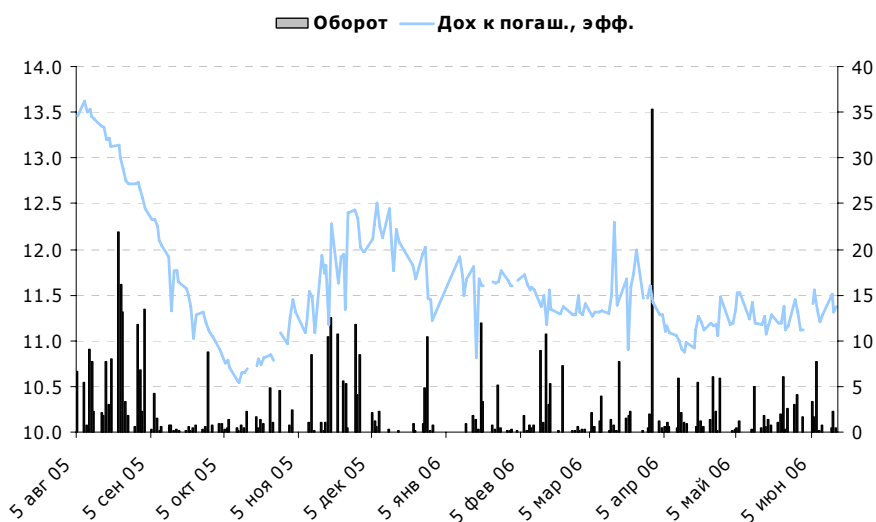
Несмотря на небольшой объем займа, вторичный рынок бумаг компании можно назвать относительно ликвидным. Так, среднее количество сделок с начала года составляет 9,3, что выше аналогичных показателей рассматриваемых компаний. Средний объем за торговую сессию с начала года составил 2,15 млн. руб., что соответствует оборачиваемости на уровне 140 дней - по данному критерию компания отстает от рассматриваемых предприятий.

Выпуск	Объем, млн. руб.	Дюрация, лет	Доходность, %	Ср. кол-во сделок за торг. сессию, шт.	Средний объем торгов за торг. сессию, млн.	Средняя оборачиваемость, торг. сессий
ВАГОНМАШ,1	300	1,75	11,29	9.36	2.15	140
Рузхиммаш (ВКМ-Финанс,1)	1 000	0,46	8,37 оф.	4.50	10.81	93
ТВЗ,1	750	0,34	9,95	3.81	7.61	99
ТВЗ, 3	1 000	1,87	9,46 оф. (аукц.)	-	-	-
УВЗ,1	2 000	0,28	8,95 оф.	5.30	21.67	92
УВЗ, 2	3 000	1,22	9,06 оф.	7.12	41.28	73

Основные характеристики выпусков. Источник: ММВБ, ГК «РЕГИОН».

**С момента выхода на вторичные торги по бумагам компании наблюдалась тенденция к снижению доходности.**

С момента выхода бумаги на вторичные торги наблюдалась тенденция снижения доходности, при достаточно стабильных объемах. В настоящий момент облигации компании торгуются с эффективной доходностью к погашению 11,29%, дюрация 1,75 лет. Данный уровень доходности соответствует спреду к кривой доходности Москвы в 480-500 б.п., спред к сопоставимым по длине 2-му выпуску УВЗ составляет 220-230 б.п., к 3-му выпуску ТВЗ - 185 б.п.



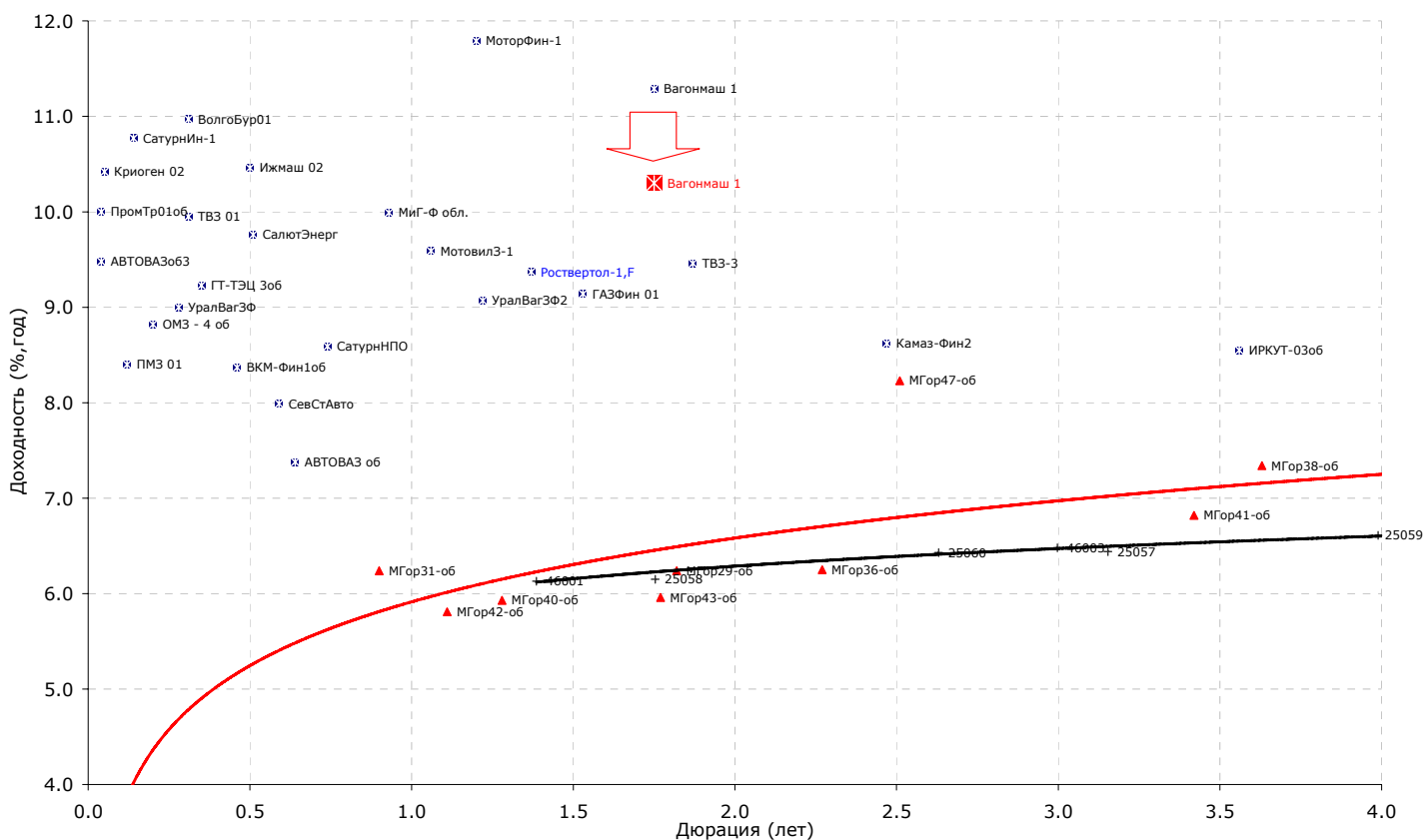
Итоги торгов: эфф. доходность к погашению, % (лев. шк.), совокупный объем торгов, млн. руб. (прав. шк.). Источник: ММВБ, ГК «РЕГИОН».

Облигации вагоностроительных компаний торгуются в диапазоне 8,40-9,50% с погашением 0,3-1,9 лет. Так, бумаги ТВЗ-1 и РХМ (ВКМ-Финанс,1) торгуются на уровне 9,95% и 8,37% соответственно. В силу короткого срока обращения (0,34 и 0,46 лет) они не могут служить ориентиром при расчете справедливой доходности. Более длинные бумаги УВЗ-2 (дюрация 1,26 лет) торгуются с эффективной доходностью к оферте 9,06%; спред к Москве - 280-290 б.п. Доходность по 2-му выпуску ТВЗ (оферта - 1,87 лет) была зафиксирована на уровне 9,46%; спред к Москве - 290 б.п. В связи с тем что практически весь объем 1-го выпуска облигаций Трансмашхолдинга был досрочно погашен, мы не рассматриваем облигации данного эмитента.

Основная проблема оценки справедливого уровня доходности ВАГОНМАШа заключается в несопоставимости масштабов деятельности рассматриваемых предприятий. Так, выручка УВЗ составляет порядка 25 млрд. руб. против 2 млрд. руб. у ВАГОНМАШа; выручка РХМ и ТВЗ находится на уровне 8 и 11 млрд. руб. соответственно. Вместе с тем, по уровню рентабельности, динамике основных финансовых показателей, текущей ликвидности, структуре и уровню покрытия долгового портфеля ВАГОНМАШ либо сопоставим с компаниями отрасли, либо несколько превосходит их.

Резюмируя вышесказанное, мы считаем, что текущие уровни доходности на вторичном рынке 1-го выпуска ВАГОНМАШ не соответствуют финансовому состоянию предприятия и оцениваем потенциал сужения спреда относительно кривой Москвы до 380-400 б.п., что соответствует доходности к погашению 10,20-10,40% годовых; потенциал роста цены - 1,64 п.п.

❖ Машиностроение ▲ Москва + ОФЗ



RUR млн.	ВАГОНМАШ			Уралвагонзавод			Рузхиммаш			Тверской вагоностроительный завод		
	2004	2005	%	2004	2005	%	2004	2005	%	2004	2005	%
Стандарты												
Выручка	885.2	2 077.9	134.7%	24 153.5	24 758.3	2.5%	6 227.1	7 942.2	27.5%	8 154.3	11 376.0	39.5%
ЕБИТ	28.9	142.8	393.3%	574.5	1 496.6	160.5%	297.6	314.4	5.6%	461.4	836.3	81.3%
ЕБИТДА	33.4	147.1	340.3%	827.8	1 855.9	124.2%	315.9	334.5	5.9%	522.1	912.7	74.8%
ЧП	12.1	30.4	150.1%	1.8	50.621	<b>в 27.9 раз</b>	164.4	113.3	-31.1%	85.7	184.2	115.0%
% расходы	36.8	83.1	125.6%	767.0	1 213.7	58.2%	0.0	116.3	100.0%	215.9	257.3	19.2%
Активы	898.5	973.9	8.4%	18 501.0	23 579.0	27.4%	2 246.42	2 699.9	20.2%	4 104.8	6 248.8	52.2%
СК	106.3	138.8	30.6%	4 752.1	4 811.1	1.2%	752.8	865.5	15.0%	957.0	1 111.2	16.1%
Долг	346.7	584.1	68.4%	6 961.2	10 225.5	46.9%	801.2	1 287.6	60.7%	1 954.6	3 478.4	77.9%
краткоср.	346.7	284.1	-18.1%	6 670.3	6 883.0	3.2%	801.2	601.4	-24.9%	1 180.0	2 703.8	129.1%
долгоср.	0.0	300.0	100.0%	290.9	3 342.5	<b>в 11.5 раз</b>	0.0	686.2	100.0%	774.6	774.6	0.0%
Долг/Активы	0.39	0.60	-	0.38	0.43	-	0.36	0.48	-	0.48	0.56	-
Долг/СК	3.26	4.21	-	1.46	2.13	-	1.06	1.49	-	2.04	3.13	-
Выручка/Долг	2.55	3.56	-	3.47	2.42	-	7.77	6.17	-	4.17	3.27	-
Долг/ЕБИТ	11.97	4.09	-	12.12	6.83	-	2.69	4.10	-	4.24	4.16	-
Долг/ЕБИТДА	10.38	3.97	-	8.41	5.51	-	2.54	3.85	-	3.74	3.81	-
ЕБИТ/%	0.79	1.72	-	0.75	1.23	-	-	2.88	-	2.14	3.25	-
ЕБИТДА/%	0.91	1.77	-	1.08	1.53	-	-	2.70	-	2.42	3.55	-
ДФД/ФД	0.00%	51.36%	-	4.18%	32.69%	-	0.00%	53.29%	-	39.60%	22.27%	-
Маржа ЕБИТ	3.27%	6.88%	-	2.38%	6.05%	-	4.78%	3.96%	-	5.66%	7.35%	-
Маржа ЕБИТДА	3.78%	7.08%	-	3.43%	7.50%	-	5.07%	4.21%	-	6.40%	8.02%	-
Маржа ЧП	1.37%	1.46%	-	0.00%	0.20%	-	2.64%	1.43%	-	1.05%	1.62%	-
ROE	12.18%	24.79%	-	0.04%	1.06%	-	24.52%	14.00%	-	9.52%	17.82%	-
ROA	5.91%	13.16%	-	4.40%	5.59%	-	9.77%	11.29%	-	9.72%	7.93%	-
К. ликвид.	0.94	1.42	-	0.98	1.67	-	1.20	1.88	-	1.41	1.20	-
К. ср. ликвид.	0.66	0.67	-	0.45	0.82	-	0.29	0.64	-	0.40	0.40	-
К. абс. ликвид.	0.05	0.09	-	0.06	0.07	-	0.06	0.04	-	0.04	0.15	-

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.