

14 апреля 2010

Содержание

• Интегра – краткосрочный долг больше не проблема**Стр 1**

• Интегра – краткосрочный долг больше не проблема

Вчера группа компаний Интегра проинформировала инвесторов о привлечении трехлетнего кредита от Сбербанка в объеме 2.46 млрд рублей. Данные средства будут использованы Итегрой на рефинансирование краткосрочной задолженности (в первую очередь досрочное погашение кредита от ЕБРР). Полностью рефинансировав краткосрочный долг (порядка US\$72 млн по состоянию на конец 2009 года), Интегра будет в состоянии осуществить весь объем запланированных на 2010 год инвестиций (US\$60–70 млн) за счет операционного денежного потока. С учетом законтрактованных заказов на 2010 год в объеме US\$529 млн и умеренного прогноза по рентабельности 16% (см. наш отчет от 04.03.2010), EBITDA Интегры по результатам 2010 года должна составить не менее US\$85 млн.

В последнее время, в прессе упоминались иски со стороны нынешних акционеров МК Уралмаш с целью выяснить легитимность продажи Интегре активов по производству бурового оборудования в 2005 году, а также правомерность использования ей бренда «Уралмаш». В беседе с нами представители компании отметили, что хотя они и не видят существенных рисков в этих претензиях, негативный новостной фон сказывается на объеме заказов, полученных Интегрой в данном сегменте бизнеса. Стоит отметить, что в 2009 году результаты бизнеса по производству бурового оборудования составляли порядка 11% от совокупного показателя EBITDA. В 2010 году объем законтрактованных заказов в сегменте машиностроения составляет US\$ 48 млн, и даже в том случае если они будут расторгнуты, EBITDA компании в 2010 году окажется на уровне не менее US\$77 млн.

Помимо этого, компания также сообщила о получении двухлетней необеспеченной кредитной линии от банка «VTB Bank (Deutschland) AG» в размере 40 млн. долл. США. По словам представителей компании, данная линия будет использована, прежде всего, на финансирование оборотного капитала. С учетом этого факта валовый долг Интегры на сегодняшний день может составлять порядка US\$270 млн, а чистый долг – US\$235 млн (основываясь на запасе наличности на 01.01.2010). В таком случае, с учетом весьма консервативного прогноза по EBITDA, мы полагаем, что долговая нагрузка компании в 2010 году окажется на уровне 3.5x Долг/EBITDA или 3x Чистый Долг/EBITDA.

Мы все-таки не склонны переоценивать риски бизнеса Интегры на фоне существенного восстановления нефтяных цен в 2010 году и, как следствие, размораживания инвестиционных программ нефтяных компаний. По этой причине, мы полагаем, что даже с исключением машиностроительного бизнеса объем заказов компании в текущем году может превысить US\$600 млн. В таком случае, при более оптимистичном сценарии долговая нагрузка компании окажется на уровне 2.7x Долг/EBITDA или 2.3 Чистый Долг/EBITDA (выше нашего прогноза, озвученного ранее). Стоит отметить, что после погашения кредита ЕБРР, ключевым кредитором компании (помимо держателей рублевых облигаций) будет являться Сбербанк. С одной стороны, это ставит Интегру в зависимость от решений основного кредитора, однако с другой позволяет надеяться на лояльность, проявляемую Сбербанком в отношении большинства своих заемщиков в кризисный период.

В целом мы полагаем, что кредитный профиль Интегры по-прежнему выглядит привлекательно для инвесторов с аппетитом к риску бумаг компаний второго эшелона, не включенных в ломбардный список ЦБ. На сегодняшний день доходность единственного рублевого выпуска Интегры составляет порядка 13.1% к погашению при дюрации 1.4 года. Такой уровень доходности, по нашему мнению, вполне соответствует уровню рисков, присущих бизнесу компании.

Интегра рефинансировала весь краткосрочный долг и сможет осуществить все инвестиции в 2010 году за счет собственных средств

Иски со стороны акционеров Уралмаша не несут существенной угрозы для бизнеса компании

С учетом привлечения еще одного кредита долговая нагрузка Интегры возрастет в 2010 году

Но мы не склонны переоценивать риски бизнеса компании...

... и полагаем, что они полностью отражены в текущих котировках ее рублевых бумаг.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко		(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
Выпуск облигаций		
Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Операции на рынке облигаций

Организация облигационных займов

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.