

«Промтрактор»: в ожидании хороших новостей

Итоги деятельности поручителей по облигационным займам в 2006 году

Орешкин Виктор, VOreshkin@eastcapital.ru

Общие сведения

Концерн «Тракторные заводы» (КТЗ) является крупнейшим российским производителем тракторной техники промышленного и сельскохозяйственного назначения, запчастей для тракторной техники и железнодорожной отрасли. Концерн контролирует более 80% рынка тяжелых тракторов, 60% рынка трубокладчиков, около 30% российского рынка легких тракторов и успешно конкурирует как с российскими, так и с крупными международными компаниями.

Главное стратегическое преимущество КТЗ – это кооперация производителей промышленной и сельскохозяйственной техники. Единая производственная и сервисная цепочка, совместная работа заводских конструкторских бюро позволяют оптимизировать расходы, избавить предприятия Концерна от избыточных производств. Наличие в Концерне двух научно-исследовательских институтов дает возможность разрабатывать и осваивать новые модели техники в кратчайшие сроки.

Техника, производимая на предприятиях КТЗ, представлена сегодня в России, СНГ и на рынках более чем 23-х стран мира, в числе которых Индия, Ирак, Канада, Египет, Мадагаскар, ряд стран Ближневосточного региона и Северной Африки, страны Балканского полуострова, Восточной Европы и Латинской Америки.

По заявлениям руководства Концерна его оценочная стоимость на конец 2006 года составляла 1,5-1,7 млрд. долл., а на конец 2007 года прогнозируется увеличение этой цифры до 2-2,3 млрд. долл. без учета возможного поглощения сторонних компаний. Согласно предварительным оценкам Концерна «Тракторные заводы», его выручка за 2006 год составила 917 млн. долл., EBITDA – около 119 млн. долл., а долг на конец года – порядка 500 млн. долл.

2006 год прошел для Концерна под знаком консолидации и реструктуризации. Шла интеграция последних крупных приобретений Концерна – Курганмашзавода (апрель 2005 г.) и Агромашхолдинга (апрель 2006 г.), была создана ООО «Компания корпоративного управления «Концерн «Тракторные заводы» и переданы ей функции по управлению предприятиями Концерна.

Несмотря на движение по пути к консолидации, КТЗ предпочитает привлекать средства на открытом рынке на конкретные предприятия/дивизионы. Данное утверждение подтверждает тот факт, что в структуре обоих займов совокупный объем обеспечения распределен между поручителями и их доли определены индивидуально. В этой связи, при оценке обеспеченности облигационных займов «Промтрактор-Финанс» следует опираться на показатели поручителей по займам.

Параметры облигационных займов ООО «Промтрактор-Финанс»

Параметр	Серия 01	Серия 02
Объем	1,5 млрд. руб.	3 млрд. руб.
Дата погашения	03.07.2008	18.10.2011
Оферта	12.07.2007	29.04.2008 24.10.2009
Ставка купона	9,75%	10,75%
Дюрация, лет	0,2	0,9 2,2
Текущая доходность	8,78%	9,26%; 10,24%
Текущая цена	100,2%	101,66%

Финансовые показатели поручителей по РСБУ

Компания	Промтрактор-Промлит		Промтрактор		ЧАЗ	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Выручка	2 619,6	3 082,4	3 996,0	5 232,9	4 894,9	5 697,8
EBITDA	235,3	239,3	638,2	989,8	512,4	752,8
EBIT	226,7	180,5	541,8	882,5	451,8	686,4
Чистая прибыль	143,8	60,7	201,5	458,6	122,1	299,9
Активы	1 619,4	1 734,4	5 676,2	7 804,0	3 952,2	6 612,1
Капитал	315,6	376,3	1 914,4	2 330,3	1 266,1	1 529,1
Займы и кредиты	882,9	757,2	3 105,9	2 793,3	2 052,5	1 892,2
Рентабельность EBITDA	9,0%	7,8%	16,0%	18,9%	10,5%	13,2%
Рентабельность EBIT	8,7%	5,9%	13,6%	16,9%	9,2%	12,0%
Чистая рентабельность	5,5%	2,0%	5,0%	8,8%	2,5%	5,3%
Долг/капитал	2,80	2,01	1,62	1,20	1,62	1,24
Долг/активы	0,55	0,44	0,55	0,36	0,52	0,29
Долг/выручка	0,34	0,25	0,78	0,53	0,42	0,33
Долг / EBITDA	3,75	3,16	4,87	2,82	4,01	2,51
Долг / EBIT	3,89	4,20	5,73	3,17	4,54	2,76
EBITDA / проценты	6,90	2,76	2,70	4,55	2,18	3,61
EBIT / проценты	6,65	2,08	2,29	4,05	1,92	3,29

Источник: КТЗ

Поручители по займам: ОАО «Промтрактор», ООО «Промтрактор-Промлит» и ОАО «Чебоксарский агрегатный завод»

КТЗ предоставил отчетность за 2006 г., составленную в соответствии с РСБУ: по ОАО «Промтрактор», ООО «Промтрактор-Промлит» и ОАО «Чебоксарский агрегатный завод». Промтрактор и ЧАЗ также готовят аудированную консолидированную отчетность в соответствии с МСФО, выход которой по итогам 2006 года ожидается в мае 2007 года. В консолидированные отчетности этих двух компаний входит ряд предприятий Концерна, в том числе в Группу «Промтрактор» входит ООО «Промтрактор-Промлит», а в Группу «ЧАЗ» – Курганмашзавод, являющийся одним из крупнейших активов КТЗ.

ОАО «Промтрактор» продемонстрировало по итогам 2006 года по сравнению с 2005 годом рост выручки на 31%, а EBITDA – на 56%. Собственный капитал на конец 2006 года вырос на 22%, а совокупный долг снизился на 10%. При этом активы выросли на 37%, правда в основном за счет роста краткосрочных финансовых вложений с одной стороны и прочей кредиторской задолженности – с другой.

Все относительные показатели Промтрактора в 2006 году существенно улучшились по сравнению с 2005 годом: рентабельность компании выросла, а долговая нагрузка снизилась. Покрытие долга EBITDA по итогам 2006 года составило всего 2,82х против 4,87х в 2005 году. Вместе с тем, учитываемые на забалансовых счетах обеспечения обязательств и платежей выданные выросли с 4,9 млрд. руб. до 6,7 млрд. руб., что говорит о росте обязательств КТЗ, обеспеченных Промтрактором (обязательства самого Промтрактора и других компаний Группы). По нашим оценкам, это на 90% залоги по собственным долгам и поручительства по облигационным займам ООО «Промтрактор-Финанс» (в соответствии с проспектом – 2,68 млрд.). Следовательно, максимальная сумма собственных долгов ОАО «Промтрактор» и обеспеченных им обязательствам третьих лиц составляет не более 5,8 млрд. руб., а соотношение данной суммы и EBITDA компании – 5,86х.

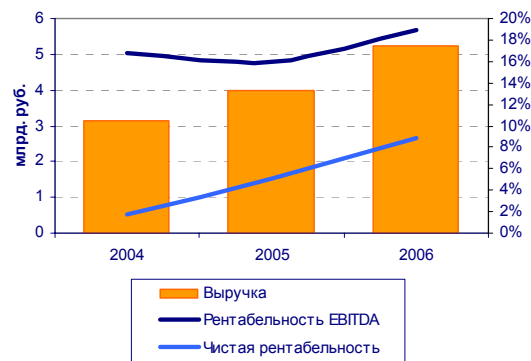
Выручка ООО «Промтрактор-Промлит» выросла по сравнению с 2005 годом на 18%. При этом сумма EBITDA компании практически не изменилась, а чистая прибыль снизилась более чем в 2 раза, что было вызвано преимущественно ростом себестоимости (в том числе существенным ростом расходов на амортизацию), а также расходов на уплату процентов. Активы выросли на 7% при росте собственного капитала на 19% и снижении уровня долга – на 14%.

Показатель покрытия долга EBITDA компании улучшился: по итогам 2006 года он составил 3,16х против 3,75х в 2005 году.

ОАО «Чебоксарский агрегатный завод» смогло добиться в 2006 году более чем 16% роста выручки по сравнению с уровнем 2005 года. EBITDA компании выросла на 45%, а чистая прибыль – в 2,4 раза. Активы ЧАЗ выросли на 67% при 20% росте собственного капитала и 8% снижении совокупного долга. В основном, рост активов был обусловлен ростом доходных вложений в материальные ценности и краткосрочных фин. вложений, а пассивов – ростом кредиторской задолженности перед прочими кредиторами.

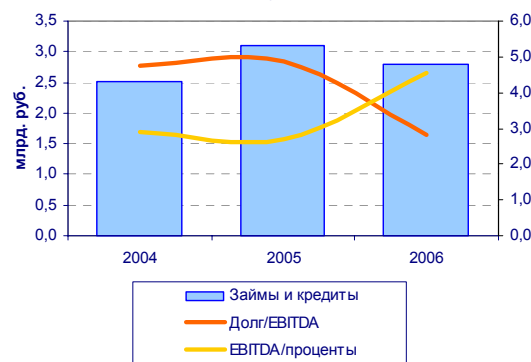
Как и в случае с Промтрактором, все относительные показатели ЧАЗа улучшились: чистая рентабельность выросла в 2 раза, соотношение долга и EBITDA снизилось в 1,6 раза и составило всего 2,54х. Также, по аналогии с Промтрактором, выросла сумма выданных обеспечений обязательств и платежей: с 1,9 млрд. руб. до 4,8 млрд. руб. Из этой суммы (по информации компании) 2,16 млрд. руб. – залоги по собственным кредитам, 1,8 млрд. руб. – поручительство по облигациям и 0,55 млрд. руб. – залоги по кредитам третьих лиц. Таким образом, максимальная сумма долговых обязательств, которая может прийти на ЧАЗ составляет порядка 3,8 млрд. руб., а ее соотношение с EBITDA – около 5,11х.

Динамика выручки и рентабельности ОАО «Промтрактор»



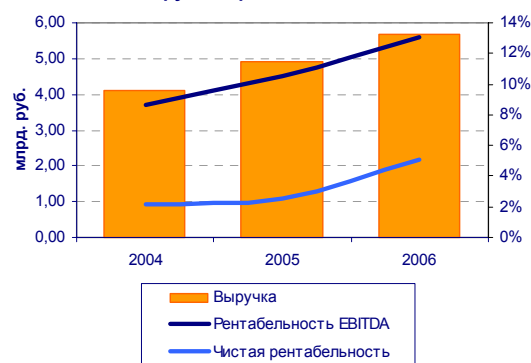
Источник: КТЗ

Динамика долговой нагрузки ОАО «Промтрактор»



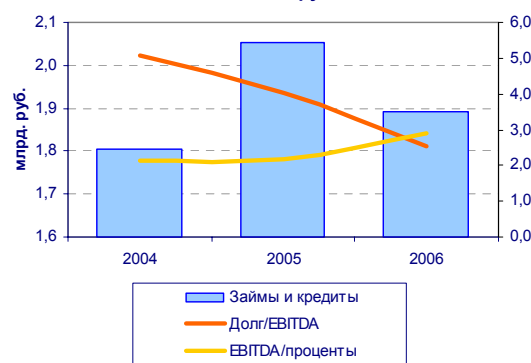
Источник: КТЗ

Динамика выручки и рентабельности ОАО «ЧАЗ»



Источник: КТЗ

Динамика долговой нагрузки ОАО «ЧАЗ»



Источник: КТЗ

Оценка реального уровня долговой нагрузки

Прогноз данных МСФО

На основе данных отчетности компаний «Промтрактор» и «Промтрактор-Промлит» по РСБУ можно оценить финансовые показатели Группы «Промтрактор» по МСФО. По нашей оценке, выручка Группы за 2006 год составит 7-7,5 млрд. руб., EBITDA – около 1,4-1,5 млрд. руб., EBIT – 1-1,2 млрд. руб., а совокупный долг на конец года – от 4 до 6 млрд. руб. Таким образом, показатель долг/EBITDA Группы «Промтрактор» по МСФО должен быть в диапазоне 3,0х-4,0х против 4,76 по итогам 2005 года.

Мы не делаем прогнозов данных по МСФО ЧАЗа, так как не считаем возможным использовать консолидированную отчетность Группы «ЧАЗ» за 2005 год в качестве основы для такой оценки. В апреле 2005 года в состав этой Группы вошел Курганмашзавод, что в значительной степени отразилось на итоговых показателях. Таким образом, консолидированная отчетность ЧАЗа за 2006 год впервые позволит адекватно оценить эффект от приобретения Курганмашзавода. Основываясь на том, что соотношение Долг/EBITDA по ОАО «ЧАЗ» за 2006 год составило не меньше 2,5х и не больше 5,1х, при оценке кредитоспособности Группы ЧАЗ мы ориентируемся на показатель долг/EBITDA по итогам 2006 года на уровне 4,0х-4,5х. Вместе с тем, консолидированная отчетность Группы «ЧАЗ» может преподнести некоторые сюрпризы. Дело в том, что в 2006 году начало работу совместное предприятие КТЗ и РЖД – «Промтрактор-Вагон», которое будет консолидировано в отчетности ЧАЗа. Выручка этого предприятия по итогам 2006 года составила порядка 2,5 млрд. руб.

Оценка на основе данных РСБУ

Простое сложение финансовых показателей поручителей дает объем выручки в сумме более чем 14 млрд. руб., EBITDA – около 2 млрд. руб. и долга – порядка 5,5 млрд. руб. Рост показателей забалансовых поручительств Промтрактора и ЧАЗа говорит о том, что реальная долговая нагрузка поручителей существенно больше номинальной. Наиболее консервативный способ ее оценки – просто добавить к имеющимся долгам поручителей суммарный объем облигационных займов, то есть предположить, что средства от их размещения не были переданы непосредственно поручителям, а были предоставлены напрямую иным компаниям Концерна. При такой оценке показатель Долг/EBITDA составляет не более 5,0х.

Итак, мы позитивно оцениваем данные отчетности по РСБУ поручителей и считаем, что выход консолидированной отчетности МСФО Группы «Промтрактор» и «ЧАЗ» подтвердит рост кредитоспособности основных поручителей по облигационным займам. Наш ориентир соотношения Долг/EBITDA поручителей по займам – 4х-4,5х.

Облигационные займы КТЗ

Облигации «Промтрактор-Финанс» являются высоколиквидным инструментом: за первые 4 месяца 2007 года оборот торгов бумагами первого займа превысил 1,2 млрд. руб. (79% номинального объема займа), а по второму займу – составил более 2,48 млрд. руб. (71% объема займа). При этом доходность облигаций за указанный период снизилась на 160 б.п. с 11% до 8,8% по первому займу (рост цены составил около 50 б.п.), а по второму займу – на 70 б.п. с 11% до 10,3% (рост цены – 150-160 б.п.).

Существенный рост цен облигаций «Промтрактор-Финанс», имевший место в последнее время, по нашему мнению может продолжиться еще некоторое время. Вместе с тем, мы не ожидаем значительного снижения доходности, так как ожидания улучшения финансового положения поручителей уже отчасти заложены в текущие уровни котировок данных бумаг. Доходность по 1-му займу «Промтрактор-Финанс» еще может снизиться, однако рост цены уже маловероятен ввиду короткой дюрации выпуска. Потенциал снижения доходности по второму займу «Промтрактор-Финанс» через 2-3 месяца, по нашему мнению, составляет порядка 40-50 б.п. до справедливого уровня около 9,7%-9,8% годовых, что соответствует росту цены на 70-90 б.п.

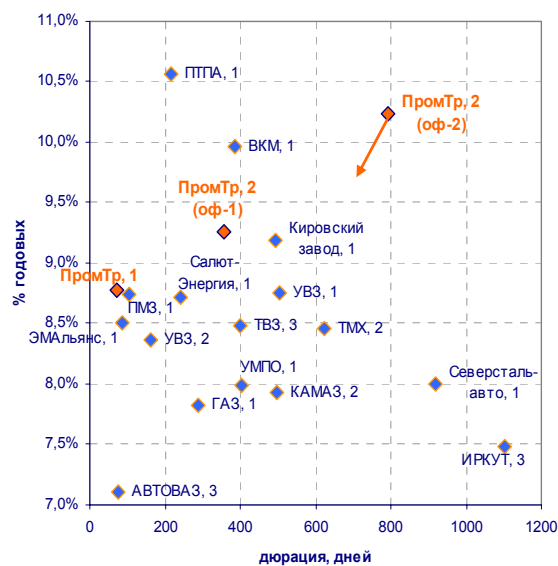
Ориентир показателя долг/EBITDA при оценке займов Промтрактор-Финанс – 4х-4,5х.

Сравнительные финансовые показатели компаний машиностроительного сектора, млн. руб.

Эмитент	Пром-трактор	ЧАЗ	Кировский завод	ПМЗ	ТМХ
Период	2006	2006	2006	9м2006	9м2006
Выручка	5 232,9	5 697,8	9 736,3	5 274,0	34 879,8
EBITDA	989,8	752,8	877,4	н.д.	н.д.
EBIT	882,5	686,4	720,8	293,3	3 933,6
Чистая прибыль	458,6	299,9	511,9	106,3	1 503,5
Активы	7 804,0	6 612,1	6 370,7	7 206,0	50 870,7
Капитал	2 330,3	1 529,1	4 187,0	1 363,4	12 174,0
Займы и кредиты	2 793,3	1 892,2	910,8	2 946,7	23 547,4
Рентабельность EBITDA	18,9%	13,2%	9,0%	н.д.	н.д.
Рентабельность EBIT	16,9%	12,0%	7,4%	5,6%	11,3%
Чистая рентабельность	8,8%	5,3%	5,3%	2,0%	4,3%
Долг/капитал	1,20	1,24	0,22	2,16	1,93
Долг/активы	0,36	0,29	0,14	0,41	0,46
Долг/выручка	0,53	0,33	0,09	0,42	0,51
Долг / EBITDA	2,82	2,51	1,04	н.д.	н.д.
Долг / EBIT	3,17	2,76	1,26	7,53	4,49
EBITDA / проценты	4,55	3,61	50,10	н.д.	н.д.
EBIT / проценты	4,05	3,29	41,16	1,79	4,10

Источник: данные компаний
* Предварительные данные

Котировки облигаций компаний машиностроительного сектора



Источник: ФБ ММББ, CBonds

Дирекция корпоративных финансов

Управляющий директор

Червов Андрей
ACHervov@eastcapital.ru

Управляющий директор

Семенов Алексей
ASemenov@eastcapital.ru

Исполнительный директор

Кулак Ростислав
RKulak@eastcapital.ru

Директор
(организация долговых займов)

Громов Алексей
AGromov@eastcapital.ru

Директор
(инвестиционное консультирование,
слияния и поглощения)

Рожков Дмитрий
DRozhkov@eastcapital.ru

Директор
(структурирование сделок)

Виричев Антон
AVirichev@eastcapital.ru

Аналитика

Степаненко Алексей
AStepanenko@eastcapital.ru

Орешкин Виктор
VOreshkin@eastcapital.ru

Саватеева Анастасия
ASavateeva@eastcapital.ru

Структурирование и
сопровождение эмиссий

Шведова Александра
AShvedova@eastcapital.ru

Серова Ольга
OSerova@eastcapital.ru

Юридическое консультирование

Скороходов Евгений
ESkorohodov@eastcapital.ru

Управление продаж долговых инструментов

Директор

Рожков Дмитрий
Rozhkov@eastcapital.ru

Сысоева Олеся
ASisoeva@eastcapital.ru

Павленко Анатолий
APavlenko@eastcapital.ru

Шихов Юрий
YShikhov@eastcapital.ru

Россия, 125009, Москва,
ул. Краснопресненская, д.18Б
Телефон: +7 495 792 59 57
Факс: +7 495 792 51 19
E-mail: investbank@eastcapital.ru
Internet: www.eastcapital.ru

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ БЫЛ ПОДГОТОВЛЕН ОБЩЕСТВОМ С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИСТ КЭПИТАЛ» С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ИСТОЧНИКОВ, КОТОРЫЕ ОН СЧЁЛ ДОСТОВЕРНЫМИ И ТОЧНЫМИ, НО ТОЧНОСТЬ ИЛИ ПОЛНОТА КОТОРЫХ НЕ МОЖЕТ БЫТЬ ГАРАНТИРОВАНА БЕЗ ДОПОЛНИТЕЛЬНОГО АНАЛИЗА. ИНФОРМАЦИЯ И СУЖДЕНИЯ, СОДЕРЖАЩИЕСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, МОГУТ БЫТЬ ПОДВЕРГНУТЫ ИЗМЕНЕНИЯМ БЕЗ УВЕДОМЛЕНИЯ ОБ ЭТОМ И ПРЕДНАЗНАЧЕНЫ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ. НИ НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ, НИ КАКИЕ ЛИБО ЗАЯВЛЕНИЯ, КОГДА-ЛИБО СДЕЛАННЫЕ (УСТНО ИЛИ ИНЫМ ОБРАЗОМ) В СВЯЗИ С НАСТОЯЩИМ ДОКУМЕНТОМ, НЕ ЯВЛЯЮТСЯ ПРЕДЛОЖЕНИЕМ, ПРИГЛАШЕНИЕМ ИЛИ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ ПРИОБРЕСТИ ИЛИ ПРОДАТЬ КАКИЕ-ЛИБО ЦЕННЫЕ БУМАГИ ИЛИ ЗАКЛЮЧИТЬ КАКУЮ-ЛИБО СДЕЛКУ. ПОТЕНЦИАЛЬНЫМ КОНТРАГЕНТАМ РЕКОМЕНДУЕТСЯ ПРОВЕСТИ САМОСТОЯТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ И/ИЛИ ПОЛУЧИТЬ НЕЗАВИСИМЫЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫЕ КОНСУЛЬТАЦИИ И СДЕЛАТЬ СВОИ СОБСТВЕННЫЕ ВЫВОДЫ ОТНОСИТЕЛЬНО ЭКОНОМИЧЕСКИХ ВЫГОД И РИСКОВ ДАННОЙ СДЕЛКИ, А ТАКЖЕ ЮРИДИЧЕСКИХ, НОРМАТИВНЫХ, КРЕДИТНЫХ, НАЛОГОВЫХ И АУДИТОРСКИХ ВОПРОСОВ, ВОЗНИКАЮЩИХ В СВЯЗИ СО СПЕЦИФИКОЙ ИХ СИТУАЦИИ. РАСПРОСТРАНЕНИЕ НАСТОЯЩЕГО ДОКУМЕНТА НЕ ОБЯЗЫВАЕТ ОБЩЕСТВО С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИСТ КЭПИТАЛ» ЗАКЛЮЧАТЬ КАКУЮ БЫ ТО НИ БЫЛО СДЕЛКУ. ЛЮБОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ БУДЕТ СДЕЛАНО ПОЗДНЕЕ ПРИ УСЛОВИИ ЗАКЛЮЧЕНИЯ КОНТРАКТА, НАЛИЧИЯ УДОВЛЕТВОРЯЮЩЕЙ ТРЕБОВАНИЯМ ДОКУМЕНТАЦИИ, А ТАКЖЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ПРЕДЫДУЩИХ СДЕЛОК И СИТУАЦИИ НА РЫНКЕ. ИНФОРМАЦИЯ ОБ ЭМИТЕНТЕ И ПОРУЧИТЕЛЯХ, СОДЕРЖАЩАЯСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, БЫЛА ПРЕДОСТАВЛЕНА ЭМИТЕНТОМ И ПОРУЧИТЕЛЯМИ СООТВЕТСТВЕННО. ОБЩЕСТВО С ОГРАНИЧЕННОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТЬЮ «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИСТ КЭПИТАЛ» НЕ ДАЁТ НИКАКИХ ГАРАНТИЙ НИ В ОТНОШЕНИИ КАКИХ БЫ ТО НИ БЫЛО ВОПРОСОВ, НИ В ОТНОШЕНИИ ТОЧНОСТИ ИЛИ ПОЛНОТЫ КАКОЙ БЫ ТО НИ БЫЛО ИНФОРМАЦИИ, СОДЕРЖАЩЕЙСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ ИЛИ КОГДА-ЛИБО ПРЕДОСТАВЛЕННОЙ УСТНО ИЛИ ИНЫМ ОБРАЗОМ В СВЯЗИ С НАСТОЯЩИМ ДОКУМЕНТОМ, ПРИ ЭТОМ ПРЯМО ИСКЛЮЧАЕТСЯ КАКАЯ БЫ ТО НИ БЫЛО ОТВЕТСТВЕННОСТЬ (ЗА НЕБРЕЖНОСТЬ ИЛИ ИНОЕ) В ОТНОШЕНИИ ЛЮБЫХ ТАКИХ ВОПРОСОВ ИЛИ ИНФОРМАЦИИ, ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ СЛУЧАЕВ МОШЕННИЧЕСТВА ИЛИ ПРЕДНАМЕРЕННОГО НЕИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ РАСПРОСТРАНЯЕТСЯ И ПРЕДНАЗНАЧЕН ДЛЯ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО НА ТЕРРИТОРИИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ.