ДВТГ готовит вагон облигаций

Анна Чепракова, Иван Макаров

На российский рынок облигаций впервые выходит независимый частный железнодорожный грузоперевозчик — ОАО «Дальневосточная транспортная группа» (ДВТГ). От имени SPV — ООО «ДВТГ-Финанс» — группа займет 1 млрд руб. Контролируя всего 2% отечественного рынка грузоперевозок, ДВТГ, тем не менее, занимает в отрасли седьмое место по масштабам бизнеса. Такая ситуация могла бы показаться странной, если бы почти 70% рынка не занимала естественная монополия — государственное ОАО «Российские железные дороги» (РЖД). Дисбаланс на рынке железнодорожных грузоперевозок взялось искоренять государство. В ожидании демонополизации сектора ДВТГ строит далеко идущие планы.

Оперируя вагонным парком численностью более 10 тыс. единиц, ДВТГ входит в десятку лидеров среди частных независимых перевозчиков и занимает около 2% рынка железнодорожных грузоперевозок России. Крупнейшие конкуренты компании — лидеры отрасли компании «Северстальтранс», располагающая парком из 39.8 тыс. грузовых вагонов и 66 локомотивов, и «Новая перевозочная компания», управляющая 23 тыс. собственных и арендованных вагонов, а также «ЮКОС-Транссервис» (16 тыс. вагонов), «ОТЭКО» (15 тыс. вагонов), «Трансгарант» (12 тыс. вагонов), «Евросиб СПб-Транспортные системы» (11 тыс. вагонов), Всего же на рынке работает

57 частных операторов, каждый из которых обладает собственным парком свыше одной тысячи вагонов. Все эти перевозчики, как и ДВТГ, работают в непростых и отчасти даже экстремальных условиях, так как сектор грузовых железнодорожных перевозок в России пока нельзя назвать в полном смысле этого слова рыночным.

Независимые транспортные компании вынуждены конкурировать не только между собой, но и с игроком заведомо более тяжелой весовой категории — государственной РЖД. Последняя пока остается основным оператором сектора и владеет крупнейшим парком подвижного состава и локомотивов. Грузовой парк РЖД состоит из более чем 600 тыс. вагонов, тогда как под контролем независимых операторов по итогам 2006 года находилось в общей сложности около 330 тыс. вагонов. При этом около четверти подвижного состава, находящегося под управлением частных компаний, принадлежит кэптивным операторам, перевозящим грузы своих материнских корпораций. Это, в частности, компания «Северстальтранс», работающая на «Северсталь», «ММК-Транс», обслуживающая Магнитогорский металлургический комбинат. Кэптивные компании не ориентированы на предоставление услуг сторонним грузоотправителям. А потому конкурировать с РЖД остальным частным оператором приходится, обладая совокупным парком всего порядка 250 тыс. вагонов, что почти в три раза меньше размера подвижного состава госкомпании. Впрочем, некоторые из опрошенных Cbonds Review финансистов не склонны так уж драматизировать ситуацию в отрасли, отмечая, в частности, что сравнивать РЖД и частных перевозчиков по общему показателю количества вагонов некорректно.

Так или иначе, помимо численности вагонного парка в неравной конкурентной борьбе с монополистом против частных перевозчиков играет и то обстоятельство, что РЖД является одновременно и перевозчиком, и оператором транспортной инфраструктуры. Госкомпания контролирует все железнодорожные пути и большую часть инфраструктуры (погрузочно-разгрузочные терминалы, ремонтные депо). Неудивительно, что частные компании периодически обвиняют РЖД в дискриминации независимых перевозчиков в доступе к объектам инфраструктуры.

Государство озаботилось проблемой демонополизации рынка грузовых железнодорожных перевозок еще в 2001 году, когда постановлением Правительства Российской Федерации была утверждена Программа структурной реформы на железнодорожном транспорте. Но активные действия по превращению железнодорожной отрасли в рыночный сегмент экономики чиновники начали предпринимать только в последние два года. В рамках реформы РЖД из госкомпании планируется выделить два грузовых оператора и вывести в уставный капитал каждого из них по 50% грузового вагонного парка РЖД. Первая грузовая компания может быть образована осенью 2007 года в форме стопроцентной «дочки» РЖД, вторая грузовая компания появится в 2009–2010 годах. Первую из новообразованных грузовых компаний планируется в 2009–2010 годах вывести на открытый рынок акций, в результате чего она станет публичной и будет «играть на равных» с другими независимыми грузовыми операторами. После IPO первой грузовой «дочки» РЖД доля грузовых вагонов в собственности ОАО «РЖД» должна будет составлять менее 50% от общего числа грузовых вагонов, находящихся в собственности российских перевозчиков. При этом в перспективе деятельность ОАО «РЖД» будет сконцентрирована на вагоноремонтных мощностях.

В настоящее время на рынке уже работают две грузовые «дочки» РЖД: компания «Трансконтейнер», крупнейший оператор в сфере контейнерных перевозок, и «Рефсервис» — монополист в области перевозок в изотермических и рефрижераторных вагонах. Не позднее первого полугодия 2008 года, а возможно, уже в 2007 году «Трансконтейнер» планирует выйти на IPO. После IPO «Трансконтейнера» и первой грузовой компании все владельцы подвижного состава, перевозчики будут частными компаниями, хотя, конечно, контроль РЖД над выделенными из ее состава «дочками» сохранится. Группа ДВТГ является активным лоббистом интересов частных транспортных компаний и пытается влиять на ход реформы РЖД. Так, в прошлом году ДВТГ распространила открытое письмо, в котором критиковала предложение РЖД выделить из ее структуры только одну грузовую компанию. Впоследствии под давлением профессионального сообщества и профильных министерств план реструктуризации РЖД был скорректирован. Но в том, что РЖД сохранит «особые отношения» с выделенными из ее состава грузовыми компаниями, не сомневается большинство независимых участников рынка.

К ВАГОНАМ ПРИКУПЯТ ЛОКОМОТИВОВ

Несмотря на жесткую конкуренцию и давление монополиста, ДВТГ удается наращивать обороты и увеличивать собственный парк подвижного состава. Группе принадлежит 42% от общего числа подвижного состава, находящегося под ее управлением, 51% вагонного парка она арендует, в том числе в аренде с обязательным поэтапным выкупом находится 23% парка, остальными 7% подвижного состава группа владеет на условиях лизинга. Компания активно пополняет парк собственных вагонов. Численность подвижного состава под управлением ДВТГ сегодня составляет более 10 тыс. единиц, к началу 2008 года за счет приобретения в собственность новых вагонов парк ДВТГ вырастет до 15 тыс. единиц, а к 2009 году — до 25 тыс. С начала 2006 по конец 2007 года группа планирует потратить на приобретение новых вагонов порядка $300 млн, а в 2008–2009 годах — около $500 млн.

>>> Группа ДВТГ является активным лоббистом интересов частных транспортных компаний и пытается влиять на ход реформы РЖД. <<<

Еще примерно $120 млн пойдет на покупку 30 новых локомотивов. До конца нынешнего года запланировано приобретение 5 локомотивов, в 2008 году — 10 локомотивов, в 2009 — 15 локомотивов. Сейчас ДВТГ пользуется локомотивами РЖД и перечисляет РЖД большую часть своей прибыли, оставляя себе лишь «вагонную составляющую» (плата грузоотправителя за пользование подвижным составом), если осуществляет перевозки собственным составом, или «экспедиторское вознаграждение», если эксплуатирует состав РЖД. Планы компании

создать собственный локомотивный парк связаны с надеждой на изменение тарифного регулирования отрасли и выделение в тарифе так называемой «локомотивной составляющей». Минтранс РФ обещает к 2009–2010 годам внести коррективы в законодательную базу в части определения «услуг локомотивной тяги» и сформировать обоснованные тарифы на перевозки собственными поездными формированиями. Для этого существующая тарифная система будет дополнена тарифом на перевозку с использованием собственного локомотива в дополнение к уже существующим тарифам на перевозку в вагоне РЖД и собственном вагоне. С введением нового тарифа деятельность независимых операторов, по мнению некоторых участников рынка, станет рентабельнее, а эксплуатация собственных локомотивов позволит увеличить скорость поездных формирований и сократить время доставки грузов клиентам.

От рисков операторской деятельности группа страхуется путем диверсификации своего подвижного состава: наличие в парке вагонов разных типов позволяет избежать «болезненной» зависимости от грузоотправителей из конкретных отраслей. Сейчас в вагонном парке ДВТГ есть и цистерны для перевозки нефти и нефтеналивных грузов, и полувагоны, и платформы для перевозки леса, и платформы для перевозки контейнеров, и собственно контейнеры различной вместимости. Таким образом, компания может перевозить самые разнообразные грузы — от наливных, таких как нефть, и навалочных, таких как уголь, до контейнерных. Последнее особенно важно, учитывая наметившуюся в последнее время тенденцию «к контейнеризации» грузов. В дальнейшем одним из главных направлений деятельности группы, по информации Cbonds Review, будет осуществление именно контейнерных перевозок. Но пока контейнерные перевозки формируют лишь 6.5% выручки группы, а основную часть доходов генерирует транспортировка наливных грузов — 65.6% от общего объема денежных поступлений. В основном это выручка от перевозки продуктов нефтехимии — одной из самых рентабельных отраслей транспортного бизнеса на сегодня. Действующая система железнодорожных тарифов предусматривает трехуровневую ставку: наиболее высокая ставка применяется при перевозке нефтепродуктов, черных и цветных металлов, товаров народного потребления. Поэтому именно этот сегмент стал осваиваться независимыми операторами в первую очередь. Сегодня частные компании выполняют уже более 60% перевозок нефти и нефтепродуктов, около 70% — химикатов различного назначения. ДВТГ занимает 6.2% российского рынка нефтеперевозок (37% в Дальневосточном регионе), 15% рынка грузоперевозок по Транссибирской магистрали и 5% российского рынка контейнерных перевозок.

Помимо контейнерных перевозок ДВТГ видит большой потенциал в перевозке автомобилей. В связи с этим группа даже намерена обзавестись собственным парком автомобилевозов.

>>> Пока контейнерные перевозки формируют лишь 6.5% выручки группы, а основную часть доходов генерирует транспортировка наливных грузов — 65.6% от общего объема денежных поступлений. <<<

СВОЯ ИСТОРИЯ С ГЕОГРАФИЕЙ

Исторически ДВТГ действительно создавалась как группа компаний-операторов, функционирующих в Дальневосточном регионе. Начало группе положили в 2000 году компании ООО «Дальнефтетранс» и ООО «Дальлестранс», занимавшиеся, соответственно, перевозкой нефти и нефтепродуктов, а также леса и лесопродукции на арендованном подвижном составе. Одним из основателей компании была Раиса Паршина, которая сейчас является председателем совета директоров ДВТГ, и группа нынешних топ-менеджеров группы. Уже в 2000 году началось приобретение состава в собственность. В 2002 году группа активно занялась контейнерными перевозками, в ее структуре появилась компания, специализирующаяся на перевозке грузов в контейнерах и на открытом подвижном составе — ООО «Востоктранскомпани» (ВТК). Тогда же была создана компания «Юрганз» — основной балансодержатель ДВТГ, владеющий большей частью подвижного состава группы. Носитель сегодняшнего бренда группы — ОАО «ДВТГ» — появился лишь в 2003 году. Компания была учреждена созданными ранее «Востоктранскомпани», «Дальлестранс» и «Дальнефтетранс». Но сегодня определение «дальневосточная» не вполне соответствует географии деятельности ДВТГ: компания перевозит грузы не только по маршрутам на территории Дальнего Востока, но также по железнодорожным магистралям Северного Кавказа, Урала, Сибири и Центрально-Европейского региона. Ключевые международные рынки ДВТГ — это Дальний Восток (Китай, Южная Корея, Япония), Ближний Восток (Иран), Средняя Азия (Казахстан, Узбекистан, Киргизия, Таджикистан, Туркмения), Восточная Европа и страны СНГ. Активы группы ДВТГ на 1 января 2007 года составили более 9 млрд руб., в структуре активов наибольший удельный вес — порядка 73% — занимают внеоборотные активы. Примерно на 85% они сформированы подвижным составом, находящимся на балансе компании «Юрганз». Около 40% основных средств этой компании находятся у нее в собственности, 60% приобретено по лизинговым договорам.

ДОХОДНЫЙ ВОСТОК

Налаживать связи с клиентами ДВТГ предпочитает в местах их «обитания», а потому открывает филиалы в регионах, где расположены предприятия, генерирующие стабильные грузопотоки. Специально под этих клиентов группа готова создавать погрузочно-разгрузочные терминалы. Стратегически важными рынками с точки зрения привлечения клиентов для ДВТГ являются, безусловно, Корея и Китай. Китайский офис группы находится в городе Тяньцзинь. На границе с Китаем ДВТГ строит терминальный комплекс «Забайкальск-Маньчжурия». Запустить его группа собирается во второй половине 2007 года. Терминал будет обрабатывать контейнерные и лесные грузы и станет одним из немногих сухопутных железнодорожных контейнерных терминалов на российско-китайской границе.

Корейское представительство группы работает в Сеуле, где сосредоточены офисы производителей автомобилей, бытовой техники и электроники. Во многом благодаря своему офису в Сеуле ДВТГ совместно с корейской транспортной компанией Pantos Logistic обслуживает грузопоток южнокорейской LG Electronics Inc. В мае этого года партнеры запустили контейнерный железнодорожный терминал в подмосковном поселке Тучково. Основной целью его постройки стало обслуживание контейнерных грузов завода LG, расположенного вблизи терминала. Корейцы владеют 51% терминала, у ДВТГ, соответственно, 49%. Кроме того, ДВТГ работает с экспедиторами Южной Кореи, которые обслуживают в области контейнерных перевозок корейские компании Samsung и Daewoo.

В августе прошлого года ДВТГ приобрела 90% акций ОАО «Находкинский морской рыбный порт». По оценкам экспертов, сумма сделки составила менее $10 млн; в порту ведется перевалка леса, металлов, автомобилей. Этот порт на восточной границе России особенно удобен для обработки импортных и транзитных грузов из Южной Кореи. ДВТГ предполагает модернизировать и увеличить его мощности с нынешнего уровня, который составляет менее 1 млн тонн грузов в год, до 2.8 млн тонн. Группа уже строит планы по привлечению в порт грузопотоков южнокорейских автопроизводителей. В частности, сейчас уже ведутся переговоры с одной из крупнейших корейских автомобильных компаний.

Объем инвестиций, которые группа намерена направить на проект развития порта, как и сроки его реализации, в ДВТГ не называют. Возможно, потому, что прежние хозяева актива оспаривают законность покупки. В марте этого года им даже удалось добиться наложения ареста на 88% акций Находкинского моррыбпорта, принадлежащие ДВТГ. Правда, ДВТГ практически сразу добилась его снятия, что свидетельствует о способности компании эффективно противостоять подобным вызовам. По информации Cbonds Review, сейчас группа реализует предпроектную стадию проекта: уточняется ТЭО для проектных работ, с тем, чтобы можно было подписывать контракт на проектирование и строительные работы в порту.

Один из филиалов ДВТГ действует в Ташкенте, столице Узбекистана. Сюда из-за дешевой рабочей силы приходят крупные транснациональные компании; например, Daewoo уже давно работает в Узбекистане. ДВТГ ожидает, что свои сборочные производства здесь откроют и другие компании. В Узбекистане на базе контейнерной площадки «Ташкент-Товарная» ДВТГ эксплуатирует собственный контейнерный терминал, оператором этого терминала выступает компания AZIA TRANS TERMINAL, совместное предприятие ДВТГ и «Узжелдорконтейнер». К сентябрю 2007 года ДВТГ планирует завершить техническую модернизацию этого инфраструктурного объекта. AZIA TRANS TERMINAL активно сотрудничает с корейской General Logistic, осуществляя перевалку грузов в страны Центральной Азии (Иран, Пакистан и т.д.).

СО СТРУКТУРОЙ РАЗБЕРУТСЯ ПОЗЖЕ

ДВТГ пока не до конца раскрывает структуру собственности группы. Крупнейшими акционерами компании являются две фирмы — ООО «Транслэнд» (21.43%) и ООО «Протекс» (13.57%). Остальные пакеты акций распределены между тремя юридическими и десятью физическими лицами (см. таблицу). Конечными бенефициарами компании частично являются ее топ-менеджеры.

Организационная структура группы, как и структура собственности, тоже пока не слишком прозрачна. Основным балансодержателем группы выступает «Юрганз» (на конец 1 полугодия 2007 года парк подвижного состава в оперативном управлении этой компании составлял более 6 тыс. единиц). Новые приобретения делаются в основном на ОАО «ДВТГ» и специально созданное в структуре группы ООО «Рэйл Инвест». В инвестиционном меморандуме, подготовленном ИБ «КИТ Финанс» к займу ДВТГ, говорится, что ООО «Рэйл Инвест» — компания, обслуживающая терминал группы в Забайкальске. Из этого же документа следует, что в собственности ООО «Рэйл Инвест» находится 168 единиц подвижного состава, в том числе 140 цистерн и 28 фитинговых платформ. В материалах компании отмечается, что «ООО «Рэйл Инвест» не является акционером ОАО «ДВТГ», но входит в группу, так как доли предприятия находятся в собственности менеджмента и близких к менеджменту физических лиц. По информации Cbonds Review, сейчас ДВТГ активно ведет процесс реорганизации. Планируется, что до конца 2007 года группа окончательно примет вид холдинга, в котором доли компаний, входящих в группу и все основные активы, будут консолидированы холдинговой компанией — ОАО «ДВТГ».

Состав акционеров группы ДВТГ по состоянию на 31 декабря 2006 года

Акционер	Доля в капитале на 31 декабря 2006 г., %
ООО «Транслэнд»	21.43%
ООО «Протекс»	13.57%
Гугля Н.В.	11.43%
ООО «Астелли»	7.29%
Безлепкин С.М.	7.29%
ООО «Центраст»	7.14%
Глотова К.С.	7.14%
Кирюхин Н.Т.	7.00%
Солозубова В.Г.	4.29%
Сухинина Е.С.	4.29%
ООО «Энерголюкс»	4.14%
Булгаков Е.В.	1.43%
Матвеев Ю.Ф.	1.14%
Елезов Е.А.	0.86%
Шихалева И.С.	0.86%
Островская О.С.	0.70%

ЗАЙМ НА РЕФИНАНСИРОВАНИЕ

Во второй половине июля 2007 года группа ДВТГ от имени своего SPV ООО «ДВТГ-Финанс» под поручительство ОАО «ДВТГ» планирует разместить облигационный выпуск размером 1 млрд руб., дополнительное поручительство по займу предоставят ООО «Юрганз» и ООО «Дальнефтетранс». Организуют размещение ИБ «КИТ Финанс» и ИК «Ист Кэпитал». Практически весь заем пойдет на рефинансирование кредитной задолженности ДВТГ. Приняв решение о выходе на облигационный рынок, ДВТГ занялась повышением собственной привлекательности в глазах инвесторов: сейчас компания KPMG заканчивает аудит консолидированной отчетности группы по МСФО за 2005–2006 годы, до конца текущего года группа рассчитывает получить кредитный рейтинг одного из мировых рейтинговых агентств.

Выпуск облигаций на внутреннем рынке как инструмент привлечения финансирования пока еще не пользуется большой популярностью у железнодорожных операторов. До сих пор бонды выпускала лишь кэптивная «ММК-Транс» и государственная РЖД. Эмиссия крупнейшего частного грузового железнодорожного оператора ОАО «Новая перевозочная компания» была аннулирована в связи с неразмещением, так что ДВТГ можно по праву назвать пионером на рынке облигаций среди частных независимых железнодорожных грузоперевозчиков. Адекватных бенчмарков для определения справедливой доходности бумаг ДВТГ на российском рынке облигаций на сегодняшний день нет. Объемы выпусков РЖД находятся в диапазоне 4–10 млрд рублей, ставка купона последнего из размещенных выпусков госкомпании составляет 7.55% годовых, но, само собой, сравнивать ДВТГ с РЖД крайне некорректно, учитывая разные масштабы бизнеса и статус этих компаний. Объем займа «ММК-Трансфинанс» составлял всего 650 млн руб., этот выпуск является «закрытым» и практически не торгуется.

Группа активно использует заемные средства на расширение парка и инфраструктурные проекты. В прошлом году задолженность группы по МСФО составила более 8 млрд руб., выручка — 13 млрд руб.

Задолженность ДВТГ сформирована в основном за счет приобретения подвижного состава. В обеспечение кредитных ресурсов ДВТГ в большинстве случаев предоставляет залог в виде собственного вагонного парка. В настоящее время около 90% всего подвижного состава группы находится в залоге. Правда, как отмечают некоторые эксперты, при оформлении залога как правило учитывается балансовая стоимость вагонов, в то время как их рыночная цена обычно в несколько раз выше, при том, что вторичный рынок вагонов высоколиквиден. К тому же, срок эксплуатации вагонов составляет около 25 лет, в то время как срок кредитов, по которым они выступают в качестве залога, всего лишь несколько лет.

Показатели долговой нагрузки ДВТГ, тыс. руб.

	2005	2006
EBITDA	909 563	1 481 665
Чистый финансовый долг	4 649 989	8 285 318
Активы	5 518 814	9 370 115
Выручка	11 248 801	13 599 525
Долг/Активы	84.3%	88.4%
Долг/Выручка	41.3%	60.9%
Долг/EBITDA	5.1x	5.6x

Источник: данные ОАО «ДВТГ», расчеты «КИТ Финанс»

По информации Cbonds Review, в настоящее время ДВТГ привлекает кредиты в крупнейших российских банках под ставку 9–10% годовых. Очевидно, что, желая заместить их облигационным займом, топ-менеджеры группы рассчитывают на меньшую стоимость привлекаемых средств. Впрочем, на открытом рынке группе из железнодорожной отрасли будет сложно разместить свой дебютный займ по цене ниже 9% годовых. Очевиден и другой риск — займ ДВТГ, как и выпуск «ММК-Трансфинанс», может также оказаться в итоге «закрытым», а основную его часть выкупят на себя организаторы.

Мнение

Ростислав Кулак,
содиректор департамента операций на финансовых рынках,
ИК «Ист Кэпитал»

Как вы оцениваете место ДВТГ на рынке грузовых железнодорожных перевозок? Какие риски присутствуют в бизнесе данного эмитента?

Компания входит в семерку крупнейших железнодорожных операторов. Если же рассматривать только независимых операторов (без учета государственных и кэптивных структур), то в пятерку крупнейших. На приоритетных и наиболее важных для развития компании направлениях и регионах компания имеет значимые (с учетом монополии РЖД) доли: 6.2% российского рынка нефтеперевозок, 37% рынка нефтеперевозок в Дальневосточном округе, 15% грузоперевозок по Транссибирской магистрали, 5% российского рынка контейнерных перевозок.

Основной риск для компании — это неблагоприятное изменение системы регулирования отрасли, в особенности в части тарифов. При этом для минимизации данного риска компания активно развивает терминально-логистическое направление деятельности, которое будет направлено не только на более эффективное обслуживание собственного грузооборота, но также на обслуживание потоков сторонних операторов и диверсификацию доходной базы компании.

Каковы перспективы рынка грузовых железнодорожных перевозок в свете реформы РЖД?

Перспективы развития для частных перевозчиков в первую очередь связаны с возможным выделением из тарифа так называемой «локомотивной составляющей», на величину которой перевозчики могут экономить на тарифе при использовании собственных локомотивов.

Что касается возможных рисков создания и выделения из состава РЖД государственной транспортной компании, то хотя она и попадет в условия боле выгодного тарифного регулирования с РЖД, однако по-прежнему останется крупной «неповоротливой» компанией с изношенным по сравнению с частниками составом. Кроме того, в настоящее время фактором конкурентного преимущества независимых перевозчиков выступает не только ценовое (возможность предоставления меньшего тарифа), но и качественное превосходство (стабильность доставки, дополнительные сервисы по перевалке и терминальному обслуживанию грузов).

Отметим, что сейчас государство и частные операторы предпринимают активные меры по возвращению транзитного грузопотока через Россию, который с начала 90-х годов упал в разы.

Как вы оцениваете степень финансовой устойчивости данного заемщика? Насколько приемлем уровень долговой нагрузки компании, на ваш взгляд?

Уровень долговой нагрузки компании находится на приемлемом для транспортной отрасли уровне. Активное развитие компании в последние несколько лет потребовало привлечения финансовых ресурсов, и именно это объясняет преобладание долга в структуре пассивов. При этом необходимо отметить, что большая часть подвижного состава компании была приобретена до 2005 года, с тех пор стоимость вагонов значительно выросла на фоне роста цен на металлы. Таким образом, реальная стоимость чистых активов компании значительно превосходит балансовую.

Какие из уже размещенных рублевых облигаций российских компаний вы считаете бенчмарками для определения доходности облигаций эмитента ООО «ДВТГ-Финанс»? На какую доходность может объективно рассчитывать эмитент?

В качестве единственного бенчмарка в полном понимании этого слова, от которого можно отталкиваться для прайсинга, может быть РЖД. Исходя из гораздо меньших размеров бизнеса ДВТГ, большего уровня долговой нагрузки и того факта, что ДВТГ не является госкомпанией, справедливый спред к РЖД для ДВТГ, с нашей точки зрения, составляет 450–500 б.п.

Для компании наиболее близким аналогом можно считать «ММК-Транс». Справедливый спред ДВТГ к данной компании оценивается нами на уровне 50–100 б.п., однако в настоящее время ММК практически не торгуется, поэтому сложно использовать его для оценки.

В чем, с вашей точки зрения, заключается инвестиционная привлекательность данного эмитента?

Можно выделить несколько причин:

- значительный масштаб бизнеса (большая выручка), рост операционной рентабельности;
- наличие отчетности по МСФО;
- наличие терминальных мощностей в собственности, ориентация перевозок на активно возрастающий транзитный грузооборот;
- отсутствие предложения облигаций железнодорожных операторов (РЖД не в счет) на долговом рынке; могут выступить неплохой альтернативой представителям другого сектора транспортной отрасли — авиакомпаниям.

Мнение

Александр Ермак ,

главный аналитик долговых рынков,
заместитель начальника аналитического
управления, БК «РЕГИОН»

ДВТГ входит в число крупнейших частных независимых железнодорожных грузоперевозчиков и занимает лидирующие позиции в отдельных секторах рынка и по ряду направлений грузоперевозок (нефтеперевозка, контейнерные перевозки, Транссиб). Основными рисками для компании, как мне кажется, являются высокая конкуренция, продолжающаяся реформа РЖД (которая в ближайшие годы напрямую коснется рынка грузовых перевозок), государственное регулирование тарифов на железнодорожные перевозки. С другой стороны, достаточно широкая диверсификация перевозимых грузов, относительно большой и разнообразный собственный подвижной состав, широкая география перевозок как по России, так и за рубеж способствуют снижению рисков компании.

ДВТГ показывает опережающие темпы роста основных производственных показателей по сравнению с отраслью в целом. При этом нельзя не отметить, что за последние два года темпы роста грузооборота железнодорожным транспортом снизились до 3–5% против 8–10% в предыдущие два года. Тем не менее, перспективность дальнейшего развития отрасли железнодорожных перевозок, их экономическая целесообразность и эффективность не вызывают сомнения. В настоящее время доля независимых перевозчиков составляет порядка 33%, и она постоянно растет.

На рынке рублевых облигаций сейчас представлены ценные бумаги РЖД, безусловного лидера отрасли, и «ММК-Транс», кэптивного грузоперевозчика, обслуживающего грузопотоки ММК. По масштабам бизнеса (выручке, активам) ДВТГ почти втрое превосходит «ММК-Транс», но показатели эффективности деятельности существенно ниже: рентабельность по EBITDA у ДВТГ составляет порядка 11% против 33% у «ММК-Транс» и 24% у РЖД. Компанию ДВТГ характеризует низкий уровень финансовой независимости и ликвидности: отношение собственного капитала к активам составляет всего 0.03, коэффициент текущей ликвидности — 0.51 (против ___ и 0.9 у «ММК-Транс»). В качестве основного риска ДВТГ можно назвать ее высокую долговую нагрузку: доля финансового долга в активах по итогам 2006 г. составляет 88% активов и, согласно прогнозам на ближайшие три года, не опустится ниже 81%. Отношение финансового долга к EBITDA у ДВТГ составляет 5.6х, в то время как у «ММК-Транс» — 4,4х, а у РЖД — 0,4х.

В настоящее время облигации «ММК-Транс» с дюрацией менее года торгуются со спредом к аналогичным по дюрации бумагам РЖД на уровне порядка 500 б.п. С учетом текущего финансового состояния ДВТГ я оцениваю справедливый спред к облигациям РЖД не менее 650–700 б.п., что соответствует доходности на один год в размере 12.5–13.0% годовых.