

Рублевые корпоративные облигации

16 января 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Уралвагонзавод: время продать вагоны » *стр. 3*
- ГидроОГК: рекомендуем зафиксировать прибыль » *стр. 4*

Индикаторы

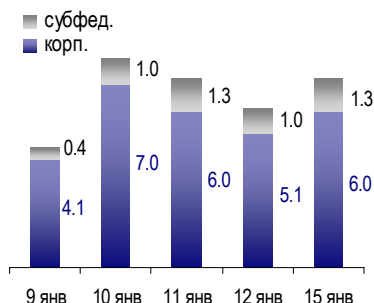
Долларов США за Евро	1.2935	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.5844	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 52.36	- 0.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.69%	0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.79%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	425.1	- 49.0
Остатки на д/с, млрд руб.	329.5	- 9.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 145.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ЗАВТРА

- Аукцион ОФЗ-ПД 26199 (12 млрд руб., дюрация 4.7 лет)

Объем торгов на ММВБ

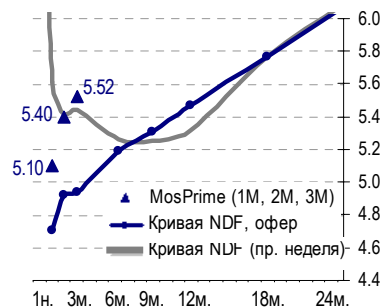


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

18 янв	Аукцион ОБР-3 (40 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007)
22 янв	Уплата НДС
24 янв	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (10 млрд руб., дюрация 12.7 лет)
25 янв	Уплата акцизов, НДС
29 янв	Уплата налога на прибыль
31 янв	Перечисление платежей за пользование недрами в 4 кв. 2006 г.
7 фев	Уплата ФОР

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	100.00	+ 24	5.8	7.90%
АИЖК-8	99.70	+ 15	5.0	*7.91%
ГидроОГК-1	103.35	+ 4	3.8	7.34%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-3	102.19	+ 19	0.7	*7.87%
Копейка-1	100.25	+ 10	1.3	9.53%
Копейка-2	99.30	+ 10	1.9	*9.38%

Лидеры падения

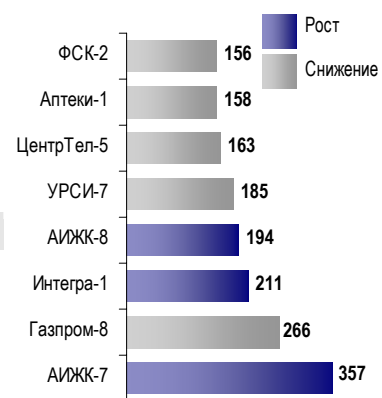
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	104.20	- 25	2.7	6.80%
Мосэнерго-1	100.10	- 10	2.4	*7.63%
Газпром-8	100.25	- 7	4.1	7.05%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русснефть	98.79	- 31	1.8	*10.20%
МОЭСК-1	100.71	- 23	3.9	8.01%
Иркут-3	103.90	- 14	3.1	7.64%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.70	-	6.41	0.19	124	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.45	100.50	7.65	1.04	185	180	↔
ОМК	30/11	Покупать	101.80	101.90	7.97	1.34	208	200	↓ 10
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.20	102.30	7.98	1.36	209	200	↔
ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.30	102.85	7.35	3.83	107	120	↑ 15
ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	100.07	100.35	8.59	1.02	280	250	↓ 30
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.20	99.65	9.20	2.18	313	340	↑ 25
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.90	1.37	301	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.80	100.45	7.99	3.87	171	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.50-99.65	8.69	1.54	275	290-300	↑ 15-25
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.60	99.95-100.40	8.85	2.34	276	240-260	↓ 15-35
Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.20	100.50-100.60	7.59	2.41	148	130-135	↓ 15

Уралвагонзавод: время продать вагоны

Выручка УВЗ снизилась, рентабельность – существенно упала

В ежедневном обзоре от 27.11.2006 мы связывали снижение выручки Рузхиммаша с падением цен на полувагоны в середине 2006 г. В отчетности Уралвагонзавода мы находим подтверждение этому предположению: по итогам 3 квартала УВЗ получил операционные убытки, что существенно ослабило финансовые показатели компании. Текущий уровень долговой нагрузки УВЗ представляется нам весьма агрессивным, однако мы не видим в нем существенных угроз для кредиторов, т.к. компания, на наш взгляд, может рассчитывать на финансовую поддержку со стороны государства.

Рекомендуем зафиксировать прибыль

В связи с существенным ослаблением финансовых результатов УВЗ мы пересматриваем «справедливый» спред по облигациям УВЗ до 360-380 б.п. к ОФЗ (текущий уровень: 320-330 б.п.) и рекомендуем зафиксировать прибыль в длинном выпуске УВЗ-1 с ориентиром по цене 99.80% от номинала (текущая цена: 100.60%).

Финансовые результаты Уралвагонзавода по РСБУ (млрд руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2004	24.2	0.8	3.4%	7.0	8.4	1.1
2005	24.8	1.9	7.5%	10.2	5.5	1.5
1 п/г 2006	9.6	0.8	8.0%	13.9	9.0	1.7
9М2006	13.6	0.5	3.9%	14.4	20.4	0.5

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Убыток по итогам 3 квартала

В качестве основных событий в отчетности УВЗ за 9М2006 мы отмечаем:

- снижение выручки на 11% по сравнению с результатом за 9М2005;
- убыток по итогам 3 квартала на уровне валовой прибыли, операционной прибыли и EBITDA.

Снижение выручки мы связываем с ростом конкуренции на рынке полувагонов с середины года

Снижение выручки грузовых вагоностроителей по сравнению с результатами 2005 г. связано, прежде всего, с уменьшением заказов на вагоны со стороны РЖД: в 2006 г. Существенное уменьшение рентабельности УВЗ в 3 квартале мы склонны объяснять ценовой конкуренцией с крупными украинскими вагоностроителями, в результате которой компания продавала вагоны с убытками для себя. Наибольшее снижение цен, судя по всему, затронуло основной вид продукции УВЗ – полувагоны. На этот вид продукции приходится основная часть выручки компании: 81% в 2005 г. и, по нашим оценкам, порядка 75-80% - по итогам 2006 года.

Напомним, что оказавшись в аналогичной ситуации другой российский производитель грузовых вагонов – Рузхиммаш, принял решение о временной приостановке производства полувагонов как наименее рентабельного вида продукции.

Ожидаем восстановления спроса, заказ РЖД будет увеличен в 2007 г.

По нашему мнению, снижение выручки УВЗ будет носить временный характер: с середины осени на рынке вагонов наблюдается восстановление спроса и рост цен в т.ч. на полувагоны. Дополнительным источником роста спроса должно стать увеличение закупок со стороны РЖД: по сообщению пресс-службы монополии, в 2007 г. она планирует увеличить объем закупок грузовых вагонов до 11.4 тыс единиц с 8.5 тыс в 2006 году.

Долг УВЗ слишком велик для таких финансовых результатов

Ожидания относительно восстановления спроса и рентабельности компании несколько смягчают негативное впечатление от более чем двухкратного падения рентабельности и резкого скачка долговой нагрузки. Однако в целом размер долга УВЗ все же представляется слишком высоким. За 9М2006 для финансирования оборотного капитала компания увеличила размер долга более чем на 40%. По нашему мнению, такой рост долга существенно ослабляет финансовый профиль УВЗ.

Фактор господдержки играет важную роль для УВЗ

Определяющим фактором кредитного качества УВЗ остается статус стратегической государственной компании, которая может рассчитывать на финансовую поддержку в случае необходимости. Мы не сомневаемся, что такая поддержка может быть оказана УВЗ с учетом высокой значимости компании для машиностроительной отрасли в целом, и для оборонно-промышленного комплекса в частности.

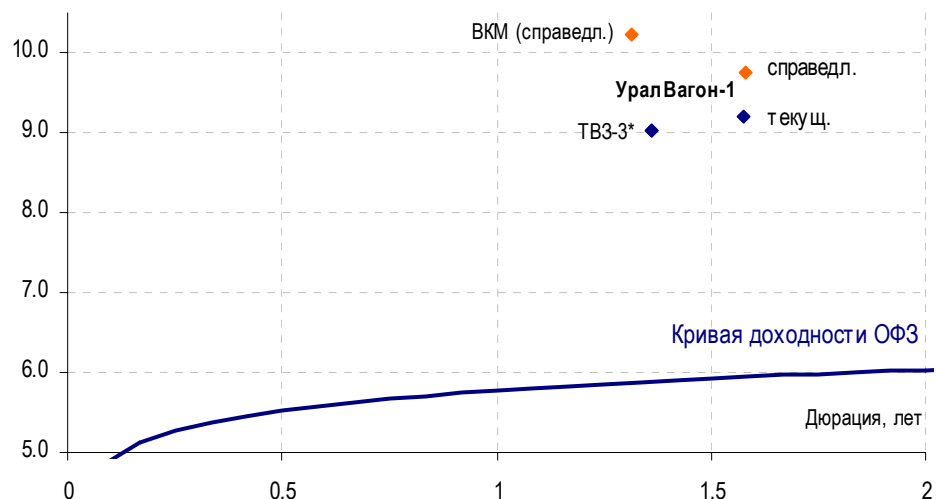
Рекомендуем зафиксировать прибыль в бумагах УВЗ на слабых результатах

По нашему мнению, значительное ослабление финансовых результатов УВЗ по итогам 9М2006 будет компенсироваться постепенно: мы ожидаем, что долговая нагрузка компании вернется в рамки 5х Долг/ЕБИТДА не ранее середины 2007 г. Поэтому мы пересматриваем оценку «справедливого» спреда УВЗ до 360-380 б.п. и рекомендуем зафиксировать прибыль в выпуске УВЗ-1 с ориентиром 99.80% (текущая цена: 100.60%).

«Справедливый» спред ВКМ-Финанс: 430 б.п. к ОФЗ, цена: 99.70%

Несмотря на более низкий уровень долговой нагрузки Рузхиммаша, фактор государственной поддержки и существенно больший масштаб бизнеса, на наш взгляд, оправдывает премию облигаций ВКМ-Финанс к бумагам УВЗ в размере 50-70 б.п. Таким образом, мы оцениваем «справедливый» спред ВКМ-Финанс после оферты в 430 б.п. к ОФЗ, а цену – в 99.70% от номинала.

Доходность облигаций на 15 января



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ГидроОГК: рекомендуем зафиксировать прибыль

Результаты собраний акционеров ГЭС могут потребовать от ГидроОГК увеличения долга

В конце декабря ГидроОГК проводила собрания акционеров дочерних ГЭС, на одобрение которых выносился вопрос об утверждении договоров аренды имущества станций. Однако по итогам этих собраний в большинстве случаев не удалось собрать кворум, и договоры не были утверждены. Такие результаты могут привести к уменьшению финансирования инвестпрограммы ГидроОГК за счет целевых инвестиционных средств и увеличить потребность в привлечении нового долга.

Рекомендуем зафиксировать прибыль, потенциал расширения спрэдов: 15 б.п.

Мы не меняем своего позитивного мнения относительно кредитного качества ГидроОГК, однако в связи с ожидаемым ростом долга компании в 2007 г. мы рекомендуем «зафиксировать» прибыль в облигациях ГидроОГК. Мы оцениваем потенциал расширения спреда облигаций ГидроОГК в 15 б.п., что на сегодняшний день соответствует цене в 102.80-102.90% от номинала.

Напомним, что к настоящему моменту часть станций, которыми управляет ГидроОГК, являются обособленными юридическими лицами со своими миноритарными акционерами. Соответственно, для принятия решений о сделках этих станций с ГидроОГК требуется согласие миноритариев, а сами сделки для ГидроОГК являются сделками с

заинтересованностью. В декабре не был собран кворум на собраниях акционеров 4 крупнейших станций ГидроОГК: Волжской, Жигулевской, Зейской и Саяно-Шушенской, которые в совокупности составляют около 60% от установленной мощности компании.

Объем недополученных средств может составить 3.5 млрд руб.

Основной проблемой, с которой ГидроОГК может столкнуться из-за отсутствия кворума будет невозможность получения целевых инвестиционных средств (ЦИС), включаемых в тариф на мощность. Эти средства являются одним из источников финансирования инвестпрограммы ГидроОГК, а порядок их получения четко регламентирован. В 2006 г. совокупный объем полученных компанией ЦИС составил 5.8 млрд руб., соответственно в 2007 г. компания может лишиться 3.5 млрд инвестиционных ресурсов.

Наши оценки по новому долгу ГидроОГК в 2007 г.: 20-30 млрд руб.

В конце 2006 г. Совет директоров ГидроОГК утвердил инвестпрограмму компании на 2007 г. в размере 52.2 млрд руб. В ежедневном обзоре от 22 декабря мы предположили, что для ее финансирования ГидроОГК может потребоваться привлечение заемных средств в сумме 20-30 млрд руб. Если проблемы с получением ЦИС действительно возникнут, то увеличение долга может оказаться ближе к верхней границе нашего прогноза.

Ориентир по цене ГидроОГК: 102.80-102.90%

В целом, в 2007 г. мы ожидаем существенного увеличения долга ГидроОГК, но при этом мы не считаем, что оно приведет к ослаблению кредитного качества компании. Однако в связи с ожидаемым увеличением долга ГидроОГК (и в целом электроэнергетической отрасли) мы рекомендуем зафиксировать прибыль в облигациях компании.

- наш ориентир по спреду ГидроОГК: 120 б.п. (на 15 б.п. шире текущего уровня);
- ориентир по цене: 102.80-102.90% (текущая цена: 103.30%)

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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

Аналитика

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Ольга Базюкина	obazyukina@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

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) 721 2846
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.