

Рублевые корпоративные облигации

6 ноября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- УМПО: результаты за 9М2007 » стр. 2

Индикаторы

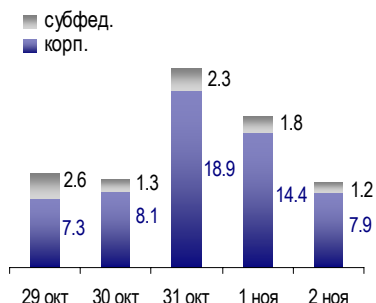
Долларов США за Евро	1.4464	- 0.3 %
Рублей за доллар США	24.6589	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 91.03	- 1.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.28%	- 5 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.68%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	139	+ 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	498.9	+ 7.2
Остатки на д/с, млрд руб.	104.8	+ 4.2
Сальдо операций с ЦБ	- 153.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ЗАВТРА

- Аукцион ОФЗ-ПД 25061 (6 млрд руб., дюрация 2.4 года)

Объем торгов на ММВБ

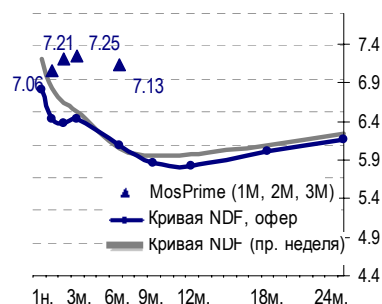


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

8 ноя	Размещение Таттелеком-4 (1.5 млрд руб., годовая оферта) Заседание ЕЦБ по ставкам
15 ноя	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
20 ноя	Уплата НДС
21 ноя	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (3 млрд руб., дюрация 7.7 года)
26 ноя	Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк-1	99.00	+ 25	2.9	7.59%
Газпром-7	100.20	+ 15	1.9	6.79%
РЖД-3	103.00	+ 15	1.9	6.87%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Очаково-2	99.25	+ 72	0.7	9.90%
Детский Мир	98.80	+ 41	5.5	8.91%
Ленэнерго-2	99.60	+ 40	3.6	8.84%

Лидеры падения

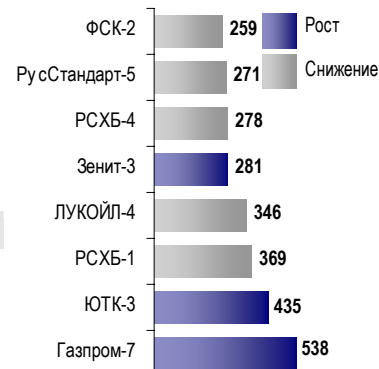
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	101.70	- 40	5.5	7.57%
АИЖК-9	100.70	- 35	5.4	7.57%
АИЖК-8	101.40	- 34	4.6	*7.53%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-4	98.50	- 25	0.9	*12.15%
СибирьТел-7	101.53	- 23	1.4	7.72%
Петроком-2	98.80	- 20	1.7	9.43%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

УМПО: результаты за 9М2007

По итогам 9 месяцев УМПО показало слабые финансовые результаты по РСБУ. Несмотря на заметный рост выручки, рентабельность снизилась до рекордно низкого уровня за последние несколько лет. В результате сильно возросла долговая нагрузка: показатель Долг/ЕБИТДА составил 10.9х. Среди ключевых рисков УМПО в краткосрочной перспективе мы рассматриваем необходимость рефинансирования кредитного портфеля, а также неопределенность относительно стратегии дальнейшего развития предприятия.

Текущие спрэды не соответствуют кредитному риску УМПО

На прошлой неделе облигации УМПО торговались со спрэдом 370-420 б.п. к ОФЗ. По нашему мнению, такой уровень не в полной мере соответствует кредитному риску компании, поэтому рекомендуем инвесторам зафиксировать прибыль.

Финансовые результаты УМПО по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	10 458	2 543	24.3%	4 193	1.6	10.7
2006	14 995	2 365	15.8%	8 672	3.7	4.8
9М2007	11 862	818	6.9%	11 935	10.9	1.4

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка выросла на 58% по сравнению с предыдущим годом

Выручка УМПО за 9М2007 увеличилась на 58% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Мы позитивно оцениваем высокие темпы роста, при этом отмечаем неравномерный характер поступления доходов УМПО: так, в 2006 году на IV квартал пришлось 50% выручки.

Снижение рентабельности связано с ростом себестоимости конечной продукции

Последние результаты свидетельствуют о продолжении ранее наметившейся тенденции снижения рентабельности УМПО: маржа ЕБИТДА за 9М2007 составила всего 6.9%. Кроме того, в III квартале компания показала убыток на уровне ЕБИТДА. Коммерческие расходы за 9М2007 практически не изменились, поэтому разрастание операционных расходов объясняется в первую очередь увеличением себестоимости конечной продукции. Валовая маржа снизилась на 16 п.п. (до 11.9%) по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Среди возможных причин такой динамики – рост цен на сталь и снижение курса доллара, основной валюты экспортных контрактов.

Существенно выросла долговая нагрузка: Долг/ЕБИТДА 10.9х

Долг УМПО в III квартале увеличился лишь незначительно и составил 11.9 млрд руб. Однако вследствие слабых результатов за последний квартал существенно выросла долговая нагрузка по итогам 9М2007 (Долг/ЕБИТДА 10.9х). Отчасти это компенсируется относительно невысокой стоимостью долга УМПО, основная часть которого представлена облигационным займом на 4 млрд руб. и кредитами государственных банков. По нашим оценкам, средняя эффективная ставка по долговому портфелю составляет 8-9% годовых.

Мы также считаем, что с начала года увеличились риски инвестирования в облигации компании, не связанные напрямую с ее финансовыми результатами:

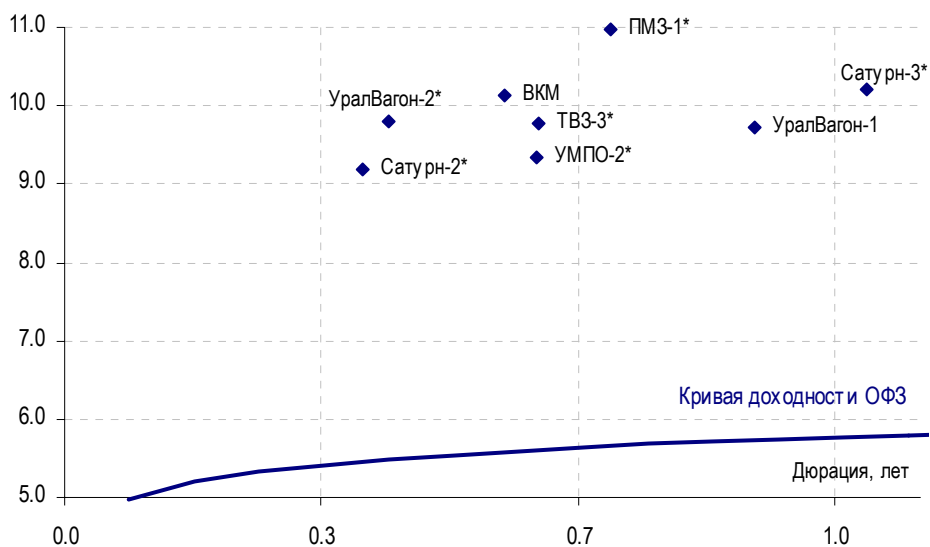
- *Низкая финансовая прозрачность.* В текущем году объем долгосрочных финансовых вложений на балансе предприятия увеличился на 7.0 млрд руб. (до 9.9 млрд руб.). По сути, предоставление значительного финансирования третьим лицам приводит к ослаблению кредитной базы и не отвечает интересам инвесторов.
- *Необходимость рефинансирования краткосрочной задолженности.* Долг УМПО представлен главным образом облигационным займом (4 млрд руб.) и кредитами госбанков, при этом в июне 2008 г. компании предстоит пройти оферту. По нашему мнению, с учетом ослабления финансового профиля, компании может потребоваться рефинансирование со стороны банков.

- *Неопределенный сценарий развития компании.* Напомним, в августе 2007 г. были озвучены планы правительства по объединению НПО Сатурн, УМПО и ПМЗ в рамках государственного холдинга. Однако на текущий момент сторонам не удалось достичь договоренности относительно деталей дальнейшего развития предприятий. Мы склонны считать, что в сложившейся ситуации несколько снижается значимость фактора государственной поддержки для инвесторов в облигации УМПО.

Облигации вагоностроителей выглядят более привлекательно по сравнению с УМПО

В машиностроительном секторе на сегодняшний день более привлекательно выглядят, на наш взгляд, облигации вагоностроительных компаний (ТВЗ, Уралвагонзавод, Рузхиммаш). Долговая нагрузка эмитентов в I полугодии находилась в пределах 2.9-5.2x Долг/ЕБИТДА. Кроме этого, заявленные планы РЖД по закупкам вагонов на ближайшие несколько лет позволяют ожидать от вагоностроителей позитивные финансовые результаты в среднесрочной перспективе.

Доходность облигаций на 2 ноября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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

Аналитика

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@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) 225 9114

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.