

# Рублевые корпоративные облигации

5 июня 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Уралвагонзавод: финансовые результаты 2007 года » стр. 2

## Индикаторы

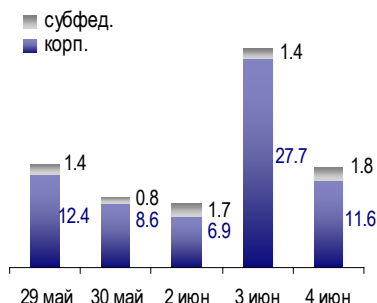
Долларов США за Евро	1.5432	- 0.1 %
Рублей за доллар США	23.7962	+ 0.5 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 121.92	- 2.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.62%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.44%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	150	- 10 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	564.6	- 34.2
Остатки на д/с, млрд руб.	383.8	+ 47.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 40.3	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### ВЧЕРА

- Минфин почти полностью разместил ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.7 года) под 6.41% годовых к погашению
- Выпуск ВТБ-24-3 (6 млрд руб.) размещен под 8.35% годовых к оферте через 1 год

## Объем торгов на ММВБ

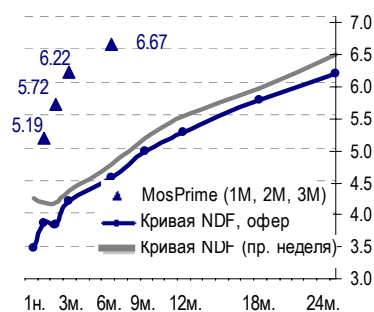


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

5 июн	Размещение АвтоВАЗ, БО-4 (1 млрд руб., 1 год)
	Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008 года)
	Заседание ЕЦБ по ставкам
6 июн	Размещение ОМЗ-6 (1.6 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
10 июн	Размещение Банк Зенит-5 (5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
11 июн	Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (8 млрд руб., дюрация 4.4 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (7 млрд руб., дюрация 12.2 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	98.50	+ 47	2.4	8.75%
Газпром-6	100.60	+ 30	1.1	6.50%
ВТБ-5	100.75	+ 20	0.9	*7.94%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-1	99.39	+ 39	1.0	9.75%
РусСтандарт-6	98.35	+ 25	0.7	*10.94%
УралсибЛК-1	101.54	+ 14	1.0	*10.26%

## Лидеры падения

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	94.61	- 39	5.8	9.32%
АИЖК-11	95.60	- 20	5.3	9.33%
АИЖК-8	94.55	- 10	4.1	*9.29%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Ленэнерго-3	93.00	- 50	3.3	10.51%
Трансконт-1	100.90	- 35	0.7	*8.37%
СевстАвто-2	97.70	- 18	1.9	*9.10%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Уралвагонзавод: финансовые результаты 2007 года

Уралвагонзавод (УВЗ) представил отчетность по РСБУ за 2007 год. Рост выручки (+42%) отражает увеличение объемов выпуска грузовых вагонов и военной техники. Однако резко сократилась операционная рентабельность УВЗ до 1.8%, несмотря на достаточно высокий показатель валовой маржи (13.7%). В результате долговая нагрузка Долг/ЕБИТ достигла крайне высокого уровня – 24х. На наш взгляд, бумаги УВЗ в настоящее время не представляют интереса для инвесторов.

**ФГУП Уралвагонзавод преобразован в акционерное общество в рамках формирования бронетанкового холдинга**

В конце марта ФГУП Уралвагонзавод был преобразован в акционерное общество со 100%-м участием государства. Реорганизация предприятия осуществлена в рамках создания государственного бронетанкового холдинга на базе УВЗ. В уставный капитал компании будут переданы находящиеся в федеральной собственности акции 15 предприятий отрасли. Формирование холдинга в соответствии с Указом Президента должно быть завершено в августе 2008 года.

**Финансовый профиль НПК Уралвагонзавод может ослабнуть в результате создания на его базе оборонной корпорации**

Ряд предприятий создаваемого холдинга не публикует отчетность, что затрудняет анализ финансового состояния будущей корпорации. Мы полагаем, что кредитные характеристики в целом по группе могут оказаться слабее, чем у головной компании – НПК Уралвагонзавод. Так, в состав холдинга планируется включить активы ФГУП «Омсктрансмаш», в отношении которого в настоящий момент проводится процедура банкротства. Возобновление производства на заводе потребует времени и существенных капитальных вложений. Тем не менее, мы считаем, что стратегическая значимость бронетанковой корпорации и поддержка правительства вполне компенсируют некоторое ослабление финансового профиля Уралвагонзавода.

#### Грузовые вагоны

**УВЗ – крупнейший производитель грузовых вагонов, основным видом выпускаемой продукции являются полувагоны**

Основное направление бизнеса Уралвагонзавода – производство грузовых вагонов (около 65% выручки). УВЗ является крупнейшим предприятием отрасли в пределах СНГ и по объемам выпуска продукции опережает ближайшего конкурента - украинский Азовмаш - на 73%. В 2007 г. на УВЗ произведено 14.8 тыс полувагонов (55% российского рынка) и около 2 тыс цистерн. Ключевым потребителем продукции предприятия выступает РЖД: на долю госмонополии в предыдущем году пришлось не менее 84% поставок грузовых вагонов УВЗ.

**Высокий спрос на полувагоны связан со значительным износом парка РЖД ...**

На протяжении последних нескольких лет Уралвагонзавод наращивает объемы производства полувагонов, их годовой выпуск увеличился с 2002 года более чем в 5 раз. Высокий спрос на эту продукцию связан в первую очередь со значительным износом подвижного состава РЖД: около 30% используемых полувагонов (75 тыс.) имеют истекший срок эксплуатации. По этой причине госкомпания заметно увеличила объемы закупок полувагонов – в 2.4 раза с 2004 года.

**...а также с появлением у независимых перевозчиков стимулов наращивать собственный парк**

Спрос на полувагоны также подхлестнуло изменение ФСТ системы тарификации для перевозки грузов в полувагонах, начиная с 2007 года. Регулятор существенно увеличил вагонную составляющую тарифа РЖД, что привело к снижению привлекательности аренды состава у госкомпании. В результате независимые перевозчики впервые опередили РЖД по закупкам полувагонов (18.4 тыс) в 2007 году.

**УВЗ планирует увеличить производство грузовых вагонов в 2008 году на 28%**

В настоящий момент предприятия стран СНГ не в состоянии полностью удовлетворить спрос на грузовые вагоны, поскольку не обладают достаточными мощностями для производства вагонного литья. По этой причине объемы выпуска вагонов в ближайшем будущем будут определяться техническими возможностями вагоностроителей. УВЗ планирует увеличить производство грузовых вагонов в 2008 году на 28.5% (до 22 тыс.) и поставить РЖД 19.2 тыс. полувагонов и цистерн. Намерения компании отчасти подтверждаются результатами I квартала: в этот период предприятие выпустило 4.7 тыс полувагонов и цистерн (+29% к кв.2007).

**Бронетехника**

**Ожидается увеличение экспортных поставок военной техники**

Уралвагонзавод производит наиболее современный российский танк – Т-90, значительная часть выручки по которому поступает от реализации экспортных контрактов. Компания не раскрывает объемы выпуска оборонной продукции, однако доступная из прессы информация позволяет ожидать увеличения производства военной техники в среднесрочной перспективе. В ноябре 2007 года был заключен крупнейший в истории контракт с Индией на поставку 347 танков Т-90 общей стоимостью \$1.24 млрд. По сообщениям английских газет, российская сторона заключила соглашение с Саудовской Аравией на 150 танков Т-90. Таким образом, с учетом сформированного портфеля мы заказов, мы не ожидаем сокращения производства оборонной продукции на УВЗ

**Финансовые результаты Уралвагонзавода по РСБУ (млн руб.)**

Период	Выручка	ЕБИТ	Рентабельность по ЕБИТ	Валовый долг	Долг / ЕБИТ, раз	ЕБИТ / Проценты, раз
2005	24 758	1 497	6.0%	10 225	6.8	1.2
2006	27 996	2 283	8.2%	16 673	7.3	1.4
2007	39 595	678	1.7%	16 439	24.3	0.3
1 кв. 2008	7 882	138	1.8%	21 804	-	-

*Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка*

**УВЗ планирует увеличить выручку на 16%**

Уралвагонзавод намерен повысить доходы в 2008 году на 16% до 46 млрд руб. Принимая во внимание планы предприятия по увеличению выпуска грузовых вагонов и высокий спрос на бронетехнику, заявленный ориентир представляется нам достаточно реалистичным.

**Резкое снижение операционной рентабельности УВЗ до 1.7% в 2007 году**

Существенным негативным результатом УВЗ в 2007 году стало резкое сокращение рентабельности на операционном уровне. Валовая маржа снизилась на 3 п.п. до 13.7%, маржа ЕБИТ – на 6.5 п.п. до 1.7%. Отчетность по РСБУ не позволяет провести анализ причин разрастания расходов предприятия. Однако мы отмечаем высокую долю административных издержек в структуре расходов – 12%, в то время как по показателю валовой маржи УВЗ (13.7%) заметно опережает крупнейших российских вагоностроителей: ТВЗ (10.0%), Рузхиммаш (5.9%).

**Сокращение валовой маржи может сохраниться в 2008 году**

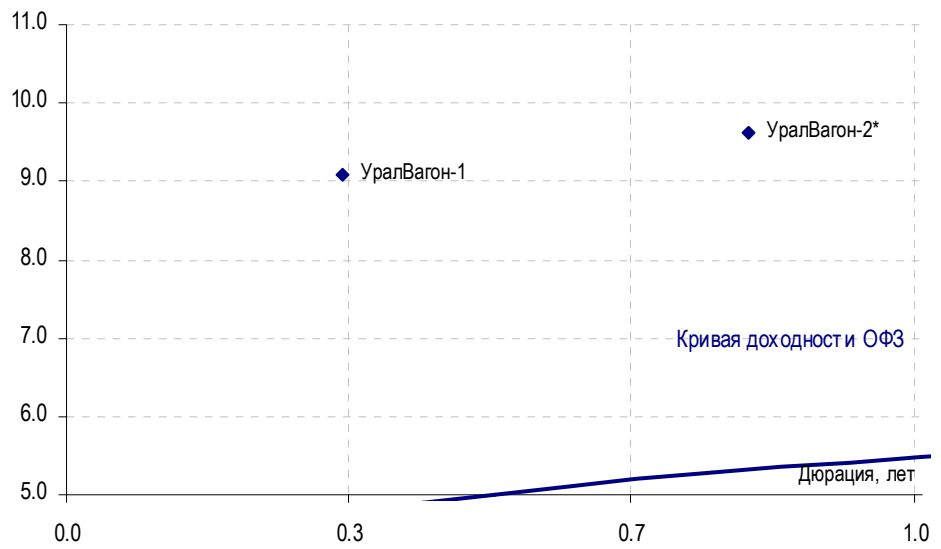
По данным менеджмента, рентабельность УВЗ существенно снизилась с начала 2008 года в связи с ростом цен на металлы. Большую часть продукции компания поставляет РЖД и Минобороны по долгосрочным договорам. По всей видимости, условия контрактов не предусматривают достаточной компенсации УВЗ за увеличение стоимости исходного сырья.

**Привлеченный с начала года долг направлен на пополнение оборотного капитала и финансирование предприятий будущего холдинга**

С начала года долг Уралвагонзавода увеличился на 5.4 млрд руб. (+33%). Привлеченные долговые ресурсы были направлены на пополнение запасов (2.4 млрд руб.), а также на краткосрочные финансовые вложения (3.6 млрд руб.). Вероятно, увеличение этой статьи баланса связано с организацией производства на предприятиях, которые будут включены в бронетанковый холдинг. Так, стратегия развития Омсктрансмаша предусматривает инвестиции в объеме 70-80 млн евро на создание металлургического комплекса. Собственная инвестиционная программа Уралвагонзавода на 2008 год составляет 1.5 млрд руб.

На наш взгляд, среди представителей машиностроения на долгом рынке с Уралвагонзаводом сравним с ТВЗ. Кредитное качество обеих компаний определяются схожими факторами: гарантированным спросом на продукцию и стратегической значимостью. Эти факторы также позволяют рассчитывать на поддержку со стороны государственных банков, в т.ч. в целях рефинансирования текущей задолженности. В то же время, ориентироваться на бумаги ТВЗ сейчас вряд ли имеет смысл: оферта по выпуску состоится 1 июля. Мы полагаем, что интересных идей в настоящее время нет и в облигациях УВЗ, поскольку переоценка стоимости риска до сих пор не завершена по большинству машиностроительных компаний с предполагаемой господдержкой. Этот процесс, вероятнее всего, активизируется только после возвращения представителей сегмента на рынок с новыми выпусками.

## Доходность облигаций на 4 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

---

**ЗАО «Райффайзенбанк»**


---

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
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

---

**Операции на рынке корпоративных облигаций**


---

**Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

**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	npatrahin@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

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.