



## RUSSIAN CORPORATE DEBT

## УЛЦ

## Колеса для СНОСа

УЛЦ занимает третью позицию среди крупнейших лизинговых компаний Уральского Федерального Округа. Стратегическим партнером, акционером и клиентом компании является ОАО «Салаватнефтеоргсинтез». Основным объектом лизинга выступают железнодорожные вагоны, которые УЛЦ предоставляет в финансовую аренду Группе компаний СНОС

Мы предлагаем взглянуть на компанию УЛЦ как на держателя лизинговых платежей Салаватнефтеоргсинтеза, высокое кредитное качество которого не оставляет сомнений у участников российского долгового рынка

Выпуск облигаций фактически является производным инструментом на обязательства Группы компаний Салаватнефтеоргсинтез. Однако, поскольку облигационный заем УЛЦ не имеет формального залога лизинговых платежей Группы СНОС, премия к выпуску Салават-2 должна быть значительной

Мы считаем, что справедливая доходность УЛЦ к годовой оферте должна находиться в диапазоне 11,5%-11,8%, то есть с солидной премией к РТК-Лизинг, но в то же время с учетом влияния надежного партнера УЛЦ

- долгосрочное партнерство с ОАО «СНОС», обеспеченное заключенным портфелем лизинговых договоров с компанией – более 75% лизингового портфеля УЛЦ
- большая часть лизинговых договоров заключена на срок свыше 5 лет, т.е. на срок, значительно перекрывающий срок обращения размещаемых облигаций
- УЛЦ – первая российская лизинговая компания, вышедшая на международный долговой рынок с выпуском кредитных нот
- нехарактерная для отрасли высокая прозрачность УЛЦ – компания подготавливает аудированную отчетность по стандартам МСФО с 2003г., аудитором УЛЦ является Deloitte&Touche
- ликвидность объектов лизинга УЛЦ – большая часть портфеля представлена вагонами-цистернами, которые пользуются высоким спросом на вторичном рынке
- позитивная динамика активов и чистой прибыли

## УЛЦ '09

Сектор	Лизинг
Дата размещения	25 октября 2006г.
Эмитент	ОАО УЛЦ
Объем выпуска	1 млрд руб.
Купон	полугодовой, ставка купона на 2-3 года обращения - 10%
Оферта	1 год по 100%
Срок обращения	3 года
Организаторы	ФК УРАЛСИБ
Справедливая доходность	УТР 11,57-11,83%

## Финансовые показатели УЛЦ

	2004	2005
<b>Финансовые показатели (млн руб.)</b>		
Чистый процентный доход до резервов	43,5	5,2
Резервы на потери по ссудам	(9,1)	(27,0)
Чистый процентный доход	34,5	-21,8
Операционная прибыль	70,2	138,8
Операционные расходы	(7,2)	(26,3)
Прибыль до налогообложения	63,0	46,2
Чистая прибыль	32,8	36,8
Денежные средства	5,8	214,6
Ссуды, предоставленные клиентам	1 509,4	1 502,8
Торговые ценные бумаги	135,6	654,8
Инвестиции в недвижимость	-	135,2
Основные средства	25,6	34,4
Незавершенное строительство	397,7	24,9
Ликвидные активы	141,4	869,4
Доходные активы	2 038,7	2 872,3
Активы	2 070,1	3 121,3
Рост активов		
Средние доходные активы	1 503,3	2 455,5
Средние активы	1 523,0	2 595,7
Банковские кредиты	1 905,7	1 941,7
Собственный капитал	28,2	497,0

Источник: УЛЦ, оценка ФК Уралсиб



**Параметры выпуска**

Объем займа составляет 1 млрд руб. Срок обращения – 3 года, выпуск имеет годовую оферту. Ставка купона на 2 и 3 год обращения уже определена эмитентом в размере 10% годовых. Таким образом, в результате размещения инвесторам станет известна доходность сразу к двум точкам – оферте и погашению.

**Цель займа**

Около 40% средств или 400 млн руб., полученных эмитентом от размещения займа, будут направлены на рефинансирование бридж-кредитов, привлеченных компанией для погашения кредитов этим летом. Оставшуюся часть УЛЦ планирует направить на рефинансирование выпуска CLN, который будет гаситься в апреле следующего года.

**Профиль компании**

Уральский лизинговый центр – был создан в 2002г Уфимским фондовым центром для помощи в обновлении основных средств компаний преимущественно промышленного сегмента. В 2003г. акции УЛЦ были проданы ОАО «Салаватнефтеоргсинтез», ЗАО «Акцепт» а также физическим лицам. Компания располагается в республике Башкортостан, где находится крупнейший клиент УЛЦ – ОАО Салаватнефтеоргсинтез.

В настоящий момент 62% акций УЛЦ сосредоточено в руках физических лиц, 19% принадлежит ОАО Салаватнефтеоргсинтез. В состав Совета директоров и акционеров УЛЦ входит менеджмент Салаватнефтеоргсинтез.

Основной деятельностью УЛЦ является предоставление в лизинг железнодорожного и автотранспорта, химического оборудования и техники. Ключевыми клиентами УЛЦ являются предприятия группы компаний Салаватнефтеоргсинтез, доля которых в лизинговом портфеле УЛЦ составляет около 76%.

**Основные клиенты УЛЦ**

- ОАО «Салаватнефтеоргсинтез»
- ООО «СалаватТранс» (Группа Салаватнефтеоргсинтез)
- ООО «Политар» (Группа Салаватнефтеоргсинтез)
- ОАО «Авиакомпания «Башкирские авиалинии»
- ООО «Ньюконт»

**Лизинговый портфель**

По прогнозам компании лизинговый портфель УЛЦ на конец 2006г. будет насчитывать 125 действующих договоров на общую сумму 130 млн долл. Общий объем лизинговых платежей по уже заключенным договорам превышает 2 млрд руб.

**График поступления лизинговых платежей тыс руб.**

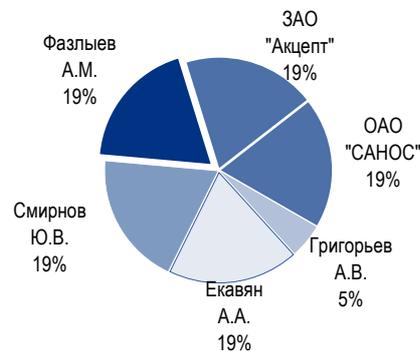
Лизинговые платежи	июнь-декабрь 2006	2007	2008	2009 и далее
По рублевым договорам	71 327	115 310	84 991	252 961
По договорам в USD	205 873	243 131	211 785	602 993
По договорам в EUR	41 918	81 385	69 891	45 378
Итого:	319 119	439 826	366 667	901 332

Источник: УЛЦ

Доля ж/д транспорта (вагоны-цистерны, контейнеры и пр.) в лизинговом портфеле достигает 63%. Всего лизинг транспорта занимает 69% портфеля. На оборудование и технику приходится 24% портфеля УЛЦ.

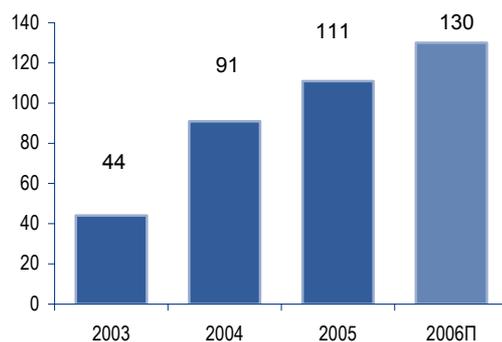
Основным объектом лизинга УЛЦ являются ж/д цистерны. В настоящий момент вторичный рынок вагонов-цистерн обладает высокой

**Акционеры УЛЦ**



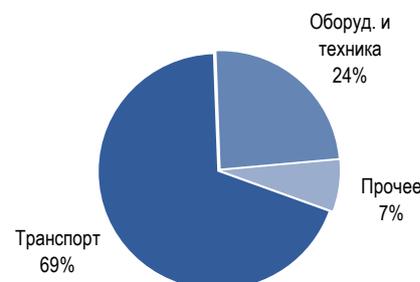
Источник: УЛЦ

**Стоимость лизингового портфеля УЛЦ, млн долл.**



Источник: УЛЦ

**Структура портфеля по объектам лизинга на 30.06.2006г.**



Источник: УЛЦ



ликвидностью и отличается хорошим спросом на вторичном рынке. Таким образом, одним из основных преимуществ УЛЦ перед другими лизинговыми компаниями является наличие ликвидных объектов лизинга, которые компания сможет с легкостью реализовать в случае наличия проблем с получением платежей от лизингополучателей.

Срок большинства заключенных лизинговых контрактов – более 80% – составляет более 5 лет.

#### Специфика отрасли, рыночные позиции УЛЦ

Помимо четкой законодательной базы, финансовая аренда является единственным инструментом, имеющим, согласно нормам Налогового кодекса РФ, ясно прописанные налоговые льготы по налогу на прибыль и имущество благодаря возможности ускоренной амортизации объекта лизинга. Кроме того, распределенные лизинговые платежи позволяют оптимизировать зачет НДС.

Уникальность законодательства РФ позволяет лизингополучателю не только получить имущество в аренду, но и оптимизировать налоговую политику путем отнесения лизинговых платежей на себестоимость продукции.

Основной тенденцией 2005г. стало ужесточение конкуренции на российском лизинговом рынке, в том числе за счет прихода новых международных участников в Россию, среди которых VB Leasing, Uni Credit, ING Group и Parex Bank.

Естественно, что у международных лизинговых компаний, большая часть которых является дочками крупнейших банковских групп, есть доступ к более дешевым заемным средствам. Для того, чтобы удержать клиента, российским лизинговым компаниям остается лишь предоставить более выгодные условия и заинтересовать его комплексом сопроводительных услуг.

Основным конкурентным преимуществом УЛЦ является гибкий подход и ориентированность на потребности клиента. Кроме того, компания предоставляет полный комплекс услуг, в том числе перевозка и монтаж, таможенное оформление.

Доля УЛЦ в Уральском регионе по итогам 2005г. составила 16%. УЛЦ заняла третье место среди крупнейших лизинговых компаний Уральского региона и 20 место среди 100 крупнейших лизинговых компаний России по размеру капитала.

#### Основные риски УЛЦ

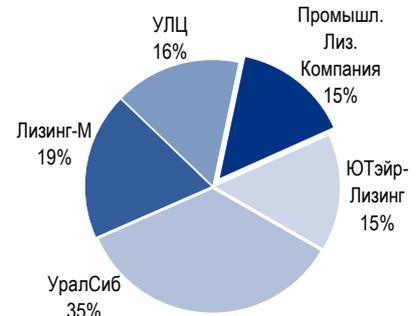
Основным риском для любой лизинговой компании является дефолт лизингополучателя. Существует как минимум два способа минимизации этого риска:

1. Диверсификация лизингового портфеля с целью уменьшения доли отдельных лизингополучателей в портфеле, в том числе, за счет увеличения числа отраслей, представленных в портфеле.
2. Надежный лизингополучатель в качестве основного клиента лизинговой компании. Как в случае с РТК-Лизинг, где основными лизингополучателями являются компании, входящие в состав госхолдинга Связьинвест, основной клиент УЛЦ – Группа компаний Салаватнефтеоргсинтез, контрольный пакет которого перешел в доверительное управление Газпрома с июня 2003г. 6 октября 2006г. ОАО Газпром и правительством Башкирии была достигнута предварительная договоренность, согласно которой данный пакет будет выкуплен Газпромом.

#### Планы Компании

- В планах компании дальнейшее расширение бизнеса по ключевым направлениям деятельности, увеличение числа заключенных лизинговых договоров.
- Увеличение доли рынка в Уральском регионе за счет расширения

#### Основные лизинговые компании УФО по объему лизинговых платежей в 2005г.



Источник: АЦ Эксперт-Урал

**Основным конкурентным преимуществом УЛЦ является гибкий подход и ориентированность на потребности клиента. Кроме того компания предоставляет полный комплекс услуг, в том числе перевозка и монтаж, таможенное оформление**



клиентской базы.

- Среди приоритетных направлений будущей политики УЛЦ – реструктуризация кредитного портфеля и привлечения долгосрочного финансирования
- Увеличение объема собственного капитала за счет реинвестирования чистой прибыли

### Основные финансовые показатели УЛЦ в 2004-2005гг.

	2004	2005		2004	2005
<b>Активы (млн руб.)</b>			<b>Отчет о прибылях и убытках (млн руб.)</b>		
Денежные средства	5,8	214,6	Чистый процентный доход до резервов	43,5	5,2
Финансовая аренда и ссуды клиентам	1 509,4	1 502,8	Резервы на потери по ссудам	(9,1)	(27,0)
Торговые ценные бумаги	135,6	654,8	Чистый процентный доход	34,5	-21,8
Инвестиции в недвижимость	-	135,2	Операционная прибыль	70,2	138,8
Основные средства	25,6	34,4	Операционные расходы	(7,2)	(26,3)
Ликвидные активы	141,4	869,4	Прибыль до налогообложения	63,0	46,2
Доходные активы	2 038,7	2 872,3	Чистая прибыль	32,8	36,8
Активы	2 070,1	3 121,3	Рост чистой прибыли	-	12%
Рост активов	112%	51%	<b>Коэффициенты (x)</b>		
Средние доходные активы	1 503,3	2 455,5	Чистая процентная маржа	2,9%	0,2%
Средние активы	1 523,0	2 595,7	Чистая процентная маржа после резервов	2,3%	-0,9%
<b>Обязательства и капитал (млн руб.)</b>			Рентабельность средних активов	2,2%	1,4%
Банковские кредиты	1 905,7	1 941,7	Рентабельность капитала	116,5%	7,4%
Собственный капитал	28,2	497,0	Издержки/Прибыль	0,10	0,19
			Операционные расходы/Средние активы	0,5%	1,0%
			Ликвидные Активы/Активы	6,8%	27,9%
			Капитал/Активы	1,4%	15,9%

Источник: УЛЦ, оценка ФК Уралсиб

#### Финансовый обзор

УЛЦ – первая из российских лизинговых компаний, которая вышла на рынок международных заимствований. Начиная с 2003г., компания подготавливает годовую отчетность по стандартам МСФО. Аудитором УЛЦ является Deloitte&Touche.

Несмотря на то, что в соответствии с российским законодательством УЛЦ не является финансовой организацией, мы хотим обратить ваше внимание, что анализ состояния УЛЦ должен проводиться по методике анализа банков.

Любая лизинговая компания является финансовым посредником, зарабатывающим на марже (комиссионном вознаграждении) или разнице между получаемыми и уплачиваемыми процентными платежами.

Показатели выручка, EBIT и EBITDA в оценке лизинговых компаний абсолютно неприемлемы. Отчетность УЛЦ по РСБУ, не дает возможность оценить эффективность деятельности компании, поэтому для нашего обзора мы предлагаем использовать аудированную отчетность УЛЦ, составленную в соответствии со стандартами банковской отчетности.

*Несмотря на то, что в соответствии с российским законодательством УЛЦ не является финансовой организацией, анализ состояния УЛЦ должен проводиться по методике анализа банков*



**Активы**

По состоянию на начало года объем активов УЛЦ составил 3,121 млрд руб., таким образом, с 2004г. год рост активов составил 51%.

**Финансовая аренда**

Большую часть активов УЛЦ составляют инвестиции в финансовую аренду (более 40%), которые представляют собой текущую стоимость будущих лизинговых платежей.

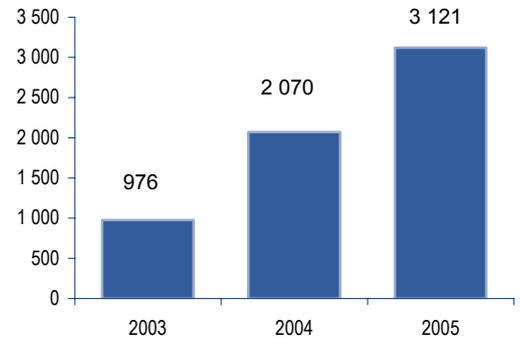
Объем инвестиций в финансовую аренду в 2005г. составил 1,302 млрд руб., демонстрируя небольшое снижение по сравнению с 1,351 млрд руб. в 2004г.

Другими направлениями деятельности УЛЦ являются операции с ценными бумагами и инвестиции в недвижимость.

**Ценные бумаги**

Весомую часть активов составляют инвестиции, имеющиеся в наличии для продажи, представляющие ценные бумаги компаний. Основную часть статьи составляет 1,17% акций Салаватнефтеоргсинтеза оценочной стоимостью 634 млн руб. Акции торгуются на биржевых площадках РТС и ММВБ и являются довольно ликвидным инструментом.

**Динамика роста активов УЛЦ, млн руб.**



Источник: УЛЦ

**Структура активов УЛЦ**



Источник: Компания

Одной из причин значительного объема операций УЛЦ на фондовом рынке (более 21% активов) является несоответствие длины пассивов и активов. Поступающие лизинговые платежи не могут быть сразу направлены на досрочное погашение кредитов или выпуска CLN, вследствие чего компания инвестирует свободные средства в ликвидный актив. Кроме того, наличие ликвидного рыночного инструмента дает возможность компании привлекать финансовые ресурсы под залог пакета торговых ценных бумаг.

**Инвестиции в недвижимость и незавершенное строительство**

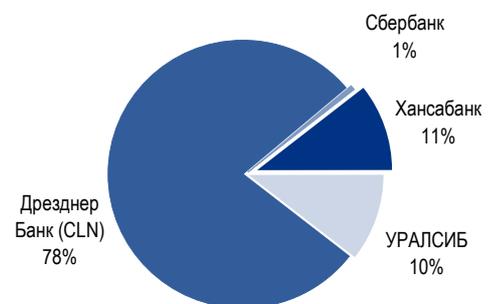
В составе незавершенного строительства отражаются затраты по строительству объектов недвижимости, в которые УЛЦ инвестирует средства с целью получения дохода от аренды или дохода от повышения их рыночной стоимости. По завершении строительства объект переводится в состав инвестиций в недвижимость. Инвестиции в недвижимость в 2005г. составили 135 млн руб., по итогам 2004г. данная статья отсутствует.

**Долг**

На начало года объем банковских кредитов УЛЦ составлял 1,941 млрд руб., включая выпуск CLN объемом 40 млн долл. или 1,095 млрд руб.

Трехлетний выпуск CLN был размещен УЛЦ в начале 2004г., ставка купона составила 8,875%. Низкая стоимость привлечения финансирования связана с поручительством по выпуску нот, предоставленным ОАО «Салаватнефтеоргсинтез».

**Основные кредиторы УЛЦ**



Источник: УЛЦ



Согласно последней информации, предоставленной УЛЦ по состоянию на 9 месяцев 2006г., объем банковских кредитов сократился до уровня 1,368 млрд руб. Доля выпуска CLN в объеме кредитов по состоянию на 30 сентября 2006г. составила 78%.

Сокращение доли банковских кредитов, которые, как правило, были предоставлены УЛЦ под залог права требования лизинговых платежей или имущества, является безусловно позитивным фактором, поскольку высвобождает ключевой актив УЛЦ из под залога. Объем заложенных платежей и имущества компании по состоянию на 30 сентября 2006г. мы оцениваем в размере не более 200-300 млн руб.

#### **Капитал**

Собственный капитал УЛЦ на начало года составлял 496,978 млн руб. Основную долю СК занимает резерв по переоценке торговых ценных бумаг, т.е. нереализованная прибыль по приобретенным ранее торговым ценным бумагам.

Соотношение собственного капитала и активов составляет 16%, что немного по меркам компаний, однако является приемлемым уровнем для финансового учреждения.

#### **Отчет о прибылях и убытках**

**Чистая прибыль** УЛЦ в 2005г. составила 36,768 млн руб., что на 12% больше чем в 2004г.

**Процентные доходы от финансовой аренды** в 2005г. достигли 213 млн руб. – существенное увеличение по сравнению с 2004г. В 2005г. УЛЦ показал чистый процентный расход в размере 21,824 млн руб.

Более высокое значение операционной прибыли УЛЦ – 138,842 млн руб. против 70,188 млн руб. в 2004г. связано с результатами непрофильной деятельности эмитента. Прибыль от реализации недвижимости составила 97 млн руб.

**Чистая процентная маржа** компании в 2004-2005гг. составила – 2,9% и 0,2% соответственно. Столь низкая норма прибыли связана с льготными условиями, на которых УЛЦ предоставляет услуги своему основному клиенту – Группе Салаватнефтеоргсинтез. Так процентная ставка по инвестициям в финансовую аренду по Группе СНОС колеблется от 11% до 22%, процентная ставка по операциям с третьими сторонами составляет 21%-67%.

Рентабельность капитала в 2005г. составила 7,4%, по сравнению с 116% в 2004г. Высокое значение показателя в 2004г. обусловлено не рекордной рентабельностью деятельности УЛЦ, а маленьким объемом собственного капитала, который на начало 2005г. составлял всего 28,2 млн руб. В планах компании – дальнейшее увеличение объема собственного капитала за счет реинвестирования чистой прибыли.

#### **Ликвидность**

Доля высоколиквидных активов на конец 2005г. выросла и составляла 27,9% против 6,8% на конец 2004г.

#### **Вывод**

##### **Позитивные факторы**

- Высокая ликвидность активов УЛЦ
- Рост чистой прибыли
- Сокращающийся объем банковских кредитов = растущая часть необремененных залогом лизинговых платежей Группы САНОС

##### **Негативные факторы**

- Невысокая рентабельность основной деятельности
- Риск операций с ценными бумагами

*Соотношение собственного капитала и активов составляет 16%, что немного по меркам компаний, однако является приемлемым уровнем для финансового учреждения*



- Небольшой объем собственного капитала без учета резервов по переоценке инвестиций для продажи

**Наличие Группы СНОС в качестве основного клиента УЛЦ одновременно несет преимущества и недостатки для компании. Существенным преимуществом являются лизинговые платежи Группы, которые представляют собой хороший залог. С другой стороны, необходимость бороться за ценного клиента вынуждает УЛЦ работать на условиях невысокой маржи.**

**Мы оцениваем кредитное качество УЛЦ как стабильное и отмечаем существенное сокращение долговой нагрузки УЛЦ.**

#### Прайсинг

Проблемой при сравнении УЛЦ с другими лизинговыми компаниями, представленными на рублевом долговом рынке, является небольшое количество информации, предоставляемое эмитентами отрасли.

*Наличие Группы СНОС в качестве основного клиента УЛЦ одновременно несет преимущества и недостатки для компании*

### Сравнительная характеристика лизинговых компаний

	УЛЦ	МЛК	РЕСО-Лизинг	Медведь	РТК-Лизинг
Вид лизинга	ж.д. вагоны	автопр. и оборуд-ние	дорожно-строит. и спецтехника	дорожно-строит.и строит. техника	связь и телеком.
Объем лизингового портфеля (млн руб.)	2 986	1 800	1 945	2 397	30 076
Объем долга (млн руб.)	2 378	373	949	-	20 959
Активы (млн руб.)	3 121	327	1 569	1 833	40 638
Собственный капитал (млн руб.)	497	409	543	-	5 368
Вид отчетности	МСФО	РСБУ	МСФО	РСБУ	МСФО

Источник: Данные компаний

#### РЕСО-Финанс

РЕСО-Финанс – представляет собой заем дочек РЕСО-Гарантия – крупной российской страховой компании. РЕСОТРАСТ и Ресо-Лизинг – небольшие лизинговые компании с валютой баланса порядка 800 млн руб. у каждой из компаний. Лизинговый портфель отличается высокой диверсификацией, доля самого крупного клиента не превышает 19%. Объемы лизинговых портфелей РЕСОТРАСТ и Ресо-Лизинг на конец 2005г. составляли 1,749 млрд руб. и 1,454 млрд руб.

Преимуществом РЕСОТРАСТ и Ресо-Лизинг является аудированная отчетность по МСФО, в результате чего мы можем сравнить показатели деятельности компаний с УЛЦ. Чистая процентная маржа по лизингу РЕСОТРАСТ и Ресо-Лизинг в 2005г. составила 21,2% и 12,7% соответственно. Рентабельность средних активов – 8,3% и 7,7%. Доля собственного капитала в активах – 54,5% и 12,4%.

Выпуск планируется к размещению до конца года. Организатор оценивает справедливую доходность займа на уровне 10,70%-10,95% к полугодовой оферте.

В целом, кредитный профиль РЕСО-Финанс выглядят лучше чем у УЛЦ и мы считаем, что облигации УЛЦ должны размещаться с небольшой премией к РЕСО-Финанс, однако маркируемый организатором уровень доходности представляется нам неадекватно низким.

#### РТК-Лизинг

Компания РТК-Лизинг была создана в 1996г. как дочерняя структура группы Ростелеком с целью привлечения финансирования инвестиционных нужд группы.

РТК-Лизинг – крупнейшая лизинговая компания России по объему текущих сделок и лизинговых платежей (по данным «РА Эксперт»). По состоянию на конец 1 кв. 2006г. объем лизингового портфеля Компании составлял 30,1 млрд руб., около 91% которого приходилось на дочерние предприятия Связьинвеста.

Рентабельность собственного капитала РТК-Лизинг по итогам 2004г. – 11%, чистая процентная маржа – 10,2%, рентабельность средних

*В целом, кредитный профиль РЕСО-Финанс выглядят лучше чем у УЛЦ и мы считаем, что облигации УЛЦ должны размещаться с небольшой премией к РЕСО-Финанс*



активов – 2,2%. Соотношение собственного капитала и активов находилось на уровне 16%.

В настоящее время на рынке торгуются два выпуска РТК-Лизинг объемом 2,250 млрд руб. каждый. Доходности выпусков РТК-Лизинг-4 и РТК-Лизинг-5 находятся на уровне 8,75% и 8,50% к офертам через 18 и 10 месяцев соответственно.

### **Медведь**

Лизинговый портфель компании по состоянию на середину 2005г. составлял 2,397 млрд руб. Стратегическим партнером Медведя является Всероссийский банк развития регионов. Объем активов – 1,833 млрд руб. по состоянию на 6 мес. 2006г.

Выпуск облигаций объемом 750 млн руб. был размещен в июле прошлого года. В настоящий момент бумага торгуется с доходностью 12,76% на 11 месяцев.

### **МЛК**

Московская Лизинговая Компания (МЛК) – занимала 11 место в России по размеру собственного капитала в 2005г.

99,9% акций компании принадлежит Московскому Фонду Поддержки Малого Предпринимательства. Основные регионы деятельности: Центральный район, Центрально-Черноземный район, Северный район, Северо-западный район, Краснодарский край, Поволжье, Урал.

Более половины лизингового портфеля компании – лизинг автотранспорта и автоспецтехники. Среди клиентов МЛК: ТД Копейка, Талосто, ДСК-3 и другие.

Выпуск МЛК объемом 550 млн руб. торгуется с доходностью 13% на полгода.

Кардинальным отличием УЛЦ от МЛК, Медведя и РЕСО-Финанс является высокая диверсификация портфелей последних в отличие от УЛЦ. Поэтому мы считаем неправильным прямое сопоставление УЛЦ с этими компаниями.

В связи с этим модель бизнеса УЛЦ более напоминает деятельность РТК-Лизинг, которая хотя и не является дочерней компанией Связынвеста, однако основным направлением деятельности которой – лизинг объектов для компаний Связынвеста.

Несмотря на то, что портфель РТК-Лизинг диверсифицирован, более 90% портфеля представлено лизинговыми платежами компаний одного холдинга – Связынвеста.

При этом мы не можем не отметить, что масштаб деятельности РТК-Лизинг существенно больше, компания хорошо известна на рублевом долгом рынке, а финансовые показатели компании, в особенности, по части рентабельности превосходят показатели УЛЦ.

### **Вывод**

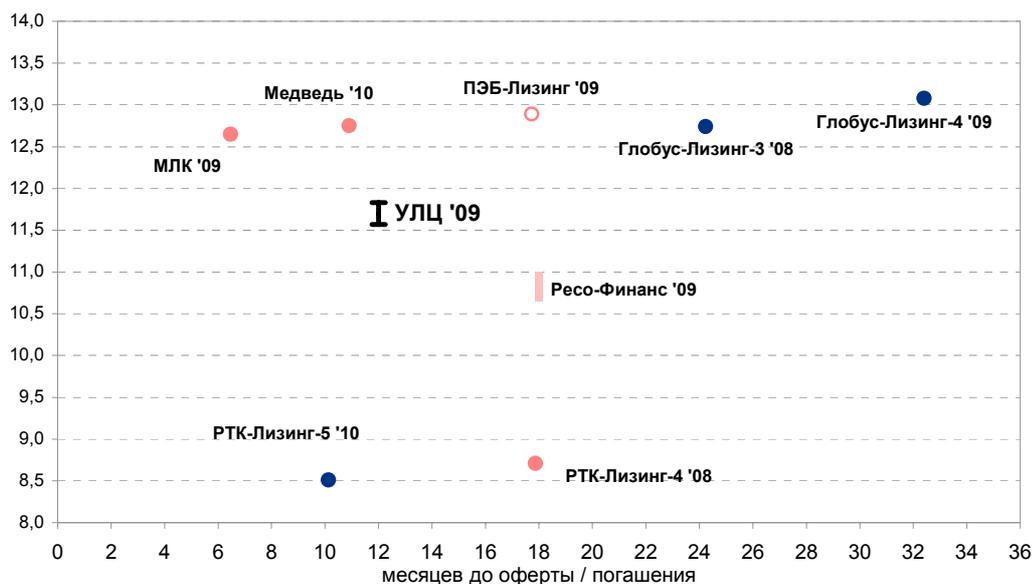
Мы предлагаем взглянуть на компанию УЛЦ как на держателя лизинговых платежей ОАО Салаватнефтеоргсинтеза, высокое кредитное качество которого не оставляет сомнений. Выпуск облигаций УЛЦ фактически является производным инструментом на обязательства Группы компаний Салаватнефтеоргсинтез, однако, учитывая, что заем не имеет формального залога требований по лизинговым платежам, а доля ОАО «Салаватнефтеоргсинтез» составляет в УЛЦ всего 19%, премия к выпуску Салават-2 должна быть значительной.

***Кардинальным отличием от МЛК, Медведя и РЕСО-Финанс является высокая диверсификация портфелей последних в отличие от УЛЦ***

***Выпуск облигаций УЛЦ фактически является производным инструментом на обязательства Группы компаний Салаватнефтеоргсинтез***



**Облигации лизинговых компаний**



Источник: MICEX, Cbonds

Мы считаем, что справедливая доходность УЛЦ к годовой ofercie должна находится в диапазоне 11,5%-11,8, то есть с солидной премией к РТК-Лизинг, но в то же время, с учетом влияния надежного партнера УЛЦ.




---

## Fixed Income

### Head of Fixed Income

Alexander Pugach, apugach@uralsib.ru

#### Sales

Sergey Shemardov, head of sales, she\_sa@uralsib.ru  
 Elena Dovgan, sales-manager, dov\_en@uralsib.ru  
 Anna Karpova, sales-manager, kar\_am@uralsib.ru  
 Tatiana Arkhipova, sales-manager, tarkhipova@uralsib.ru  
 Dmitry Kuznetsov, sales-manager, KuznetsovDE@uralsib.ru

#### Trade

Andrew Borisov, senior trader, bor\_av@uralsib.ru  
 Vyacheslav Chalov, trader, chalovVG@uralsib.ru

#### Research

Dmitry Dudkin, head of research, DudkinDI@uralsib.ru  
 Anastassia Zaleskaya, senior analyst, zal\_av@uralsib.ru  
 Kiti Pantskhava, analyst, PantskhavaKS@uralsib.ru  
 Nadezhda Myrsikova, junior analyst, myr\_nv@uralsib.ru

---

## Capital Markets

Ilya Zimin, director, zimin@uralsib.ru  
 Guzel Timoshkina, director, tim\_gg@uralsib.ru

Victor Orekhov, senior associate, ore\_vv@nikoil.ru

---

## RESEARCH

### Head of Research

Konstantin Chernyshev, che\_kb@uralsib.ru

#### Strategy

Natalia Maiorova, mai\_ng@uralsib.ru

#### Metals & Machinery

Senior analyst: Kirill Chuiko, chu\_ks@uralsib.ru  
 Dmitry Smolin, smolindv@uralsib.ru

#### Telecommunications

Konstantin Chernyshev, che\_kb@uralsib.ru  
 Stanislav Yudin, yud\_sa@uralsib.ru

#### Oil & Gas

Caius R. Rapanu, rap\_ca@uralsib.ru  
 Alex N. Kormschikov, kor\_an@uralsib.ru

#### Banking

Vladimir Tikhomirov, tih\_vi@uralsib.ru

#### Consumer Goods / Retail, Transportation

Andrei Nikitin, Nikitin\_AI@uralsib.ru

#### Politics & Economics

Vladimir Tikhomirov, tih\_vi@uralsib.ru

### Editorial & Production

Mark S. Bradford, bra\_ms@uralsib.ru

Andrei Pyatigorsky, pya\_ae@uralsib.ru

Julia Prokopenko, pro\_ja@uralsib.ru

Julia Kruchkova, kru\_jo@uralsib.ru

Olga Simkina, sim\_oa@uralsib.ru

### Internet / Design / Data Specialist

Andrei Bogdanovic, BogdanovicAS@uralsib.ru

This report is provided for informational purposes only. Under no circumstances is it to be used or considered as an offer or a solicitation of an offer. While all reasonable care has been taken in the preparation of this report, URALSIB Capital makes no representation or warranty, express or implied, to its accuracy or completeness. No one shall take any investment decision in reliance on this report. Neither URALSIB Capital nor its agents nor affiliates accept any liability for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. The information is the exclusive property of URALSIB Capital and may not be reproduced or distributed without prior written permission.

© URALSIB Capital 2006