

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор первичного рынка

Дебютный выпуск **Группы Компаний «Заводы Гросс»**: Начав алкогольный бизнес с дистрибуции алкоголя, эмитент за довольно короткие сроки вошел в десятку крупнейших игроков рынка крепкого алкоголя и планирует в среднесрочной перспективе заметно улучшить свои рыночные позиции. Несмотря на достаточно амбициозные планы, финансовые и структурные риски Компании можно охарактеризовать как умеренные. На другой чаше весов - достаточно высокие отраслевые риски и очень осторожное отношение инвесторов к компаниям отрасли. Исходя из этого, ориентир организаторов по доходности на уровне **12.95% - 13.25%** годовых к ofercie через 1 год, на наш взгляд, является вполне адекватным кредитному качеству компании. *(Подробнее стр.2 )*

|                 |   |
|-----------------|---|
| ГК Заводы Гросс | 2 |
| Мосмарт Финанс  | 4 |
| Уфаойл-Оптан    | 5 |

Дебютный выпуск **Мосмарт Финанс**: Позитивным фактором при оценке кредитного качества Мосмарта является наличие недвижимости в собственности стоимостью \$212 млн., что превышает прогнозный объем долга по результатам 2007 г. Кроме того, прозападная бизнес-модель и западный менеджмент также говорят в пользу компании. Тем не менее, существенным минусом является отсутствие консолидированной (или хотя бы управленческой) отчетности по группе, что затрудняет оценку реальных показателей эффективности и долговой нагрузки. С учетом премии за первичное размещение в 20 б.п. и спреда порядка 500 б.п. (кредитный спред наиболее сопоставимого аналога - Виктории) мы оцениваем справедливую доходность Мосмарта при размещении на уровне **10.8-11.1%**. *(Подробнее стр.4 )*

Выпуск **Уфаойл – Оптан**: Для компании характерны те же риски, что и для других независимых трейдеров нефтепродуктами, представленных на рынке: крайне низкая эффективность бизнеса, очень высокая долговая нагрузка, отсутствие основных средств на балансе. В перспективе озвученная стратегия по увеличению присутствия в розничном сегменте путем приобретения АЗС может позитивно сказаться на рентабельности – с другой стороны, объем инвестиций (3.4 млрд. руб.) потребует дальнейшего роста долгового бремени. Учитывая доходность размещившихся аналогов, в частности, АСПЭК, мы оцениваем справедливую доходность к годовой ofercie на уровне **12.35% - 12.65%** годовых. *(Подробнее стр.5 )*

Яков Яковлев  
y.yakovlev@zenit.ru

Ольга Ефремова  
o.efremova@zenit.ru

Мария Сулима  
m.sulima@zenit.ru

www.zenit.ru

## Размещения текущей недели

| Дата   | Эмитент                | Сумма, млн.р. | Организатор     | Прогноз организатора | Оценки Банка ЗЕНИТ |
|--------|------------------------|---------------|-----------------|----------------------|--------------------|
| 17 апр | АИЖК Республики Алтай  | 300           | КИТ Финанс      | 11,5% - 11,65%       | -                  |
| 17 апр | Юниаструмбанк-2        | 1 500         | ВТБ             | 11,3% - 11,57%       | -                  |
| 17 апр | ФК Новые Черемушки     | 1 000         | Ак Барс Банк    | н/д                  | -                  |
| 19 апр | Жилсоципотека-Финанс-2 | 1 500         | ТрансКредитБанк | 11,3% - 11,8%        | -                  |
| 19 апр | ГК Заводы Гросс        | 1 000         | Уралсиб         | 12,95% - 13,25%      | 12,95% - 13,25%    |
| 19 апр | Уфаойл-Оптан           | 1 500         | МДМ-Банк        | 11,83% - 12,36%      | 12,35% - 12,65%    |
| 19 апр | Мосмарт - Финанс       | 2 000         | Газпромбанк     | ~ 11,3%              | 10,8% - 11,1%      |
| 20 апр | Топпроинвест           | 500           | ВБРР            | 13,1%                | -                  |
| 20 апр | Русский Стандарт-8     | 5 000         | Газпромбанк     | 8,58% - 8,78%        | -                  |

19 апреля свои облигации дебютного выпуска объемом 1 млрд. руб. инвесторам предложит Группа Компаний «Заводы Гросс». Срок до погашения 3 года, срок до оферты – 1 год.

В отличие от присутствующих на рынке отраслевых аналогов Группы ОСТ и Синергии эмитент начал свой алкогольный бизнес с дистрибуции алкоголя, а непосредственно к выпуску алкогольной продукции приступил лишь в 2005 году после приобретения производственного комплекса в Иркутской области, объединяющего спиртовые и ликероводочные мощности. Несколько позже в состав Группы также вошел производственный комплекс ООО «Киноварь», расположенный в Калужской области.

Компании достаточно быстро удалось провести мероприятия по модернизации производства и сформировать портфель брэндов, охватывающий все ценовые сегменты. При этом региональная диверсификация активов и высокий уровень организации сбытовой сети позволили в довольно короткие сроки (меньше чем за 2 года) заявить о себе в первой десятке игроков рынка крепкого алкоголя с рыночной долей 2.79%.

Компания ставит перед собой достаточно серьезные планы по увеличению производства ликеро-водочной продукции с текущих 3.96 млн. дал до 8.37 млн. дал к 2008 году. В рамках этого в феврале 2007 года производственная база компании пополнилась новым достаточно значимым с точки зрения регионального присутствия активом – Иркутским ЛВЗ «Байкальский кедр». «Пропуском» на рынок Юга России для компании должен стать запуск Волгоградского ЛКЗ, сделка по приобретению, которого завершилась на днях. Таким образом, Группа имеет хороший задел для укрепления рыночных позиций, который она сможет реализовать, придерживаясь выбранной стратегии организации продаж. Эмитент сотрудничает с федеральными розничными ритейлерами, имеет 5 собственных торговых домов в ключевых регионах сбыта, в частности, присутствует на рынках Москвы и Санкт-Петербурга, большое внимание уделяет продвижению через HoReCa (Hotels, Restaurants, Cafes). Кроме того, заметную поддержку в условиях сохраняющегося спроса на крепкий алкоголь может оказать выбранная эмитентом стратегия параллельного продвижения федеральных брэндов (среди наиболее известных: «Русский Бриллиант», «Славянская», «Высота» и др.) и локальных торговых марок в регионах присутствия активов. Также в планах компании развитие экспорта. В частности, уже в стадии разработки находятся поставки в Армению, Казахстан, Украину и Белоруссию. Исходя из этого, вполне реализуемыми выглядят планы по увеличению загрузки имеющихся производственных мощностей и приросту продаж на уровне порядка 25% в год.

Эмитент пока не имеет аудированной отчетности по МСФО, что, является одним из его очевидных «минусов». Однако управленческий учет максимально приближен к МСФО-стандартам, а полный переход на международные стандарты выделен в качестве одного из приоритетов финансовой политики на среднесрочную перспективу, поскольку акционеры не исключают возможности перехода на единую акцию и проведения в 2009 году IPO.

Согласно данным управленческого учета, финансовое состояние Группы можно охарактеризовать как достаточно устойчивое. Уверенный рост оборотов компании до 3.5 млрд. руб. по итогам 9 мес. 2006 года (выручка за весь 2005 год 3.98 млрд. руб.) сопровождался увеличением нормы прибыли по EBITDA с 10.5% до 11.6%.

Что касается долговой нагрузки, то в условиях столь динамичного расширения бизнеса в 2006 гг. эмитенту пришлось увеличивать кредитное плечо, в результате, кредитный портфель по состоянию на конец 3 квартала 2006 года составил порядка 34% активов (1.82

**ГК Заводы Гросс**

**Размещение:** 19 апреля 2007

**Объем:** 1 млрд. руб.

**Срок до погашения (оферты):** 3 года (1 год)

**Купон:** ежеквартальный, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-4 приравниваются первому, остальные определяет эмитент

**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе

**Организатор:** Уралсиб

млрд. руб.). В то же время, несмотря на весомый объем обязательств, компания поддерживает достаточно хорошее качество покрытия долга: соотношение Debt/EBITDA по итогам трех кварталов 2006 года было на уровне 3.38 (3.5 в 2005 году). Учитывая, что порядка 60% облигационного займа будет направлено на рефинансирование текущих обязательств и 40% - на развитие новых брендов и дистрибуции, то увеличение кредитного портфеля компании очевидно, однако риски усиления долгового бремени не выглядят угрожающими на фоне ожидаемого роста компании.

Среди возможных рисков эмитента можно отметить достаточно раздробленную структуру активов. Однако при более детальной оценке становится понятно, что холдинг уже достаточно неплохо подготовился к планируемой консолидации, а участие в займе наиболее значимых активов позволяет нивелировать структурные риски Группы. В частности, в составе поручителей, помимо ключевых производственных активов, присутствуют ООО «ГРАДЪ», владеющее всеми объектами недвижимости и земельными участками Группы, а также ЗАО «Регион-ЭМ», которое является собственником всех брендов.

Финансовые показатели Группы компаний Заводы Гросс в 2004 – 2006 гг.

|                           | 2004    | 2005    | 9 мес 2006 |
|---------------------------|---------|---------|------------|
| Выручка, млн. руб.        | 3 251,5 | 3 980,0 | 3 500,0    |
| EBITDA, млн. руб.         | 198,0   | 418,2   | 405,9      |
| EBITDA Margin             | 6,1%    | 10,5%   | 11,6%      |
| Чистая прибыль, млн. руб. | 134,2   | 265,8   | 234,8      |
| Net margin                | 4,1%    | 6,7%    | 6,7%       |
| Активы, млн. руб.         | 2 144,2 | 3 792,6 | 5 388,2    |
| Долг, млн. руб.           | 645,2   | 1 497,8 | 1 829,3    |
| Debt ratio                | 30,1%   | 39,5%   | 34,0%      |
| Debt/EBITDA               | 3,26    | 3,58    | 3,38       |

Источник: Управленческая отчетность ГК Заводы Гросс

Резюмируя вышеизложенное, можно отметить, что внутренние риски компании можно охарактеризовать как умеренные. Что касается непосредственно отраслевых рисков производителей алкогольной продукции, то они обусловлены, главным образом, государственным регулированием отрасли. В частности, ужесточение государственного контроля за оборотом спирта и борьба с нелегальными производителями алкоголя создает достаточно много проблем для законопослушных производителей. Так, в прошлом году участники отрасли были вынуждены перейти на новые акцизные марки и в обязательном порядке запустить систему ЕГАИС, что нашло свое негативное отражение в финансах большинства компаний по причине сбоя продаж. В то же время, можно отметить, что ГК «Заводы Гросс» оказалась одной из немногих, кому удалось достаточно безболезненно преодолеть «проблемные времена». Во-первых, большая часть запасов со старыми акцизными марками была распродана до даты ввода новых марок – 1 июля. Во-вторых, компания одной из первых запустила систему ЕГАИС и получила акцизные марки нового образца. Хотя в настоящее время сугубо отраслевые риски не выглядят угрожающими, мы не исключаем, что новые инициативы регулирующих органов могут принести еще какие-нибудь «неприятные сюрпризы».

Кроме того, необходимо упомянуть о специфических рисках, которые сложно назвать непосредственно отраслевыми. В частности, мы не исключаем, что какие-либо проблемы Группы ОСТ при прохождении приближающейся оферты могут резонансом отразиться на других компаниях отрасли, став сигналом для переоценки их кредитного качества.

Сравнивая ГК «Заводы Гросс» с присутствующим на рынке (менее проблемным, чем ОСТ) алкогольным холдингом «Синергия», можно отметить, что при сопоставимых масштабах дебютант проигрывает Синергии лишь в силу отсутствия аудированной отчетности по МСФО. В то же время, мы допускаем, что это в значительной мере может быть компенсировано более широкой региональной диверсификацией торговой сети и активов, более сильным портфелем брендов (Синергия продвигает преимущественно локальные марки) и минимальными корпоративными рисками ввиду отсутствия миноритариев, как в случае Синергии.

Спрэд облигаций Синергии к ОФЗ, без учета его заметного расширения в январе – феврале текущего года на фоне негативного восприятия инвесторами отсутствия информации о финансах компании, варьируется на уровне, близком к 750 б.п. (УТР на 13 апреля 13.08%). Исходя из этого, мы полагаем, что ориентир организаторов по доходности облигаций ГК «Заводы Гросс» 12.95% - 13.25% годовых к оферте через 1 год выглядит вполне адекватным кредитному качеству компании.

Также на 19 апреля запланировано размещение дебютного пятилетнего выпуска торговой сети «Мосмарт» объемом 2 млрд. руб. В основном привлеченные средства планируется направить на развитие сети. Поручителями по займу выступают ЗАО «Мосмарт», являющееся торговым оператором розничной сети и консолидирующее денежные потоки группы, и ЗАО «Гиперцентр», владеющее недвижимостью (3 гипермаркета), общей стоимостью \$212 млн. При этом общая стоимость недвижимости группы (с учетом гипермаркета на балансе ЗАО «Гиперцентр-5») составляет порядка \$333 млн. Акционерный капитал Группы на 75% контролируется менеджментом.

Группа «Мосмарт» является мультиформатной сетью дискаунтеров, объединяющей под зонтичным брендом четыре формата низкоценовой категории: «гипермаркет» (площадь 10-18 тыс. кв.м.), «макси» (4.5 – 5 тыс. кв.м.), «экспресс» (1.5 – 2.5 тыс. кв.м.) и «удобный магазин» (80-400 кв.м.). На текущий момент в сеть входят 15 магазинов общей торговой площадью 47 тыс. кв.м. К концу текущего года планируется открыть 73 магазина, в том числе 4 гипермаркета, и увеличить торговую площадь в 2.4 раза до 112 тыс. кв.м. На фоне увеличения торговых площадей компания ожидает в текущем году аналогичный рост выручки торговой сети до \$468 млн. по сравнению с \$190 млн. в 2006 г.

Финансовые показатели Группы Мосмарт

|                         | Мосмарт (упр.) | Гиперцентр | М+Г   |
|-------------------------|----------------|------------|-------|
|                         | 2006П          | 9 м. 2006  | 2006О |
| Выручка, \$ млн.        | 190,1          | 18,2       | 200   |
| EBITDA, \$ млн.         | 7,2            | нд         | 22    |
| EBITDA Margin           | 3,8%           | -          | 11%   |
| Чистая прибыль, \$ млн. | 3,7            | 4,5        | -     |
| Net margin              | 1,9%           | 24,7%      | -     |
| Активы, \$ млн.         | 66,8           | 94,0       | 160,8 |
| Долг, \$ млн.           | 22,3           | 75,2       | 97,5  |
| Debt ratio              | 33,3%          | 80,0%      | 60,6% |
| Debt/EBITDA             | 3,1            | -          | 4,4   |

Источник: Данные компании

Гипермаркеты, как наиболее рентабельный и «cash generating» формат планируется открывать в Москве, причем преимущественно за счет аренды у стороннего арендодателя, тогда как в настоящее время компания развивается на собственных площадях. Менее крупные форматы будут развиваться в регионах, также на основе аренды у третьих сторон. Данная стратегия является оправданной, во-первых, с точки зрения рыночной конъюнктуры – гипермаркеты в Москве выйдут на уровень рентабельности гораздо быстрее, чем в регионах, и во-вторых, с точки зрения финансовой политики – открытие магазинов на правах аренды позволит контролировать долговую нагрузку. При этом рост арендных платежей будет «давить» на операционную рентабельность.

Более долгосрочные планы компании также весьма амбициозные и предусматривают к 2010 г. увеличение совокупной торговой площади до 430 тыс. кв.м. (т.е. в 9 раз) и товарооборота до \$2.6 млрд. (т.е. в 14 раз по сравнению с 2006 г.). Компания планирует обеспечить столь высокие темпы роста в основном за счет аренды торговых площадей у стратегического партнера – Люксембургской компании «Hypercenter Investment SA», инвестирующей в строительство крупных торговых центров. Площади под менее крупные форматы будут по-прежнему арендоваться у небольших внешних арендодателей. При этом, по заявлению представителей компании, рост будет финансироваться преимущественно за счет собственных операционных потоков и, частично, средств акционеров. Таким образом, на фоне роста денежных потоков (EBITDA в 2007 г. прогнозируется на уровне \$67.5 млн. по сравнению с \$7.2 млн в 2006 г.) соотношение Долг/EBITDA торгового оператора в 3.8 в 2007 г. снизится до 1.4 в 2008 г. Следует также обратить особое внимание на то, что консолидированная отчетность не подготавливается и оценить реальную долговую нагрузку по группе в целом весьма проблематично.

В настоящее время торговая сеть «Мосмарт» арендует торговые площади под гипермаркеты у ЗАО «Гиперцентр» и ЗАО «Гиперцентр-5». Таким образом, внутренние взаиморасчеты между торговым и девелоперскими направлениями по арендным платежам искажают показатель EBITDA и реальную рентабельность розничного бизнеса. Компания не представляет ни абсолютного, ни относительного показателя арендных платежей, ни разбивки по внешним и внутренним платежам, указывая при этом на то, что ставки по арендным платежам связанным сторонам превышают среднерыночный уровень. Т.о. наши оценки достаточно приблизительны.

## Мосмарт Финанс

**Размещение:** 19 апреля 2007

**Объем:** 2 млрд. руб.

**Срок до погашения** 5 лет

**Купон:** полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-10 приравниваются к первому

**Доходность к погашению:**

определяется на аукционе

**Организатор:** Газпромбанк

По ЗАО «Гиперцентр» имеется только отчетность за 9 месяцев 2006 г. Выручка девелопера за последний имеющийся отчетный период составила 499 млн. руб. (\$18.2 млн), а годовой показатель мы оцениваем на уровне \$24.3 млн., из которых на арендные платежи от торгового оператора пришлось, по оценке организатора, около 70%, что эквивалентно 9% доле арендных расходов в выручке ЗАО «Мосмарт». Таким образом, делая корректировку на взаиморасчеты по аренде, мы оцениваем совокупную годовую выручку обоих поручителей в \$200 млн. Без учета арендных платежей, рентабельность EBITDAR ЗАО «Мосмарт» составляет 12.7%, а рентабельность EBITDA по двум поручителям – 11.2% (исходя из EBITDA \$22 млн. по оценке компании). Данный показатель на общеотраслевом фоне выглядит весьма привлекательно (рентабельность выше 11% отражает из продуктовых ритейлеров только Седьмой Континент).

Совокупная долговая нагрузка обеих компаний в 2006 г. составляет \$97.5 млн., что соответствует соотношению Долг/EBITDA на уровне 4.4. В текущем году на фоне агрессивной экспансии сети, можно предположить, что доля арендных платежей в выручке торговой сети в пользу ЗАО «Гиперцентр» сократится при одновременном увеличении платежей сторонним владельцам недвижимости. По розничной сети в 2007 г. прогноз по выручке составляет \$468 млн., а совокупная выручка по двум поручителям, по нашим оценкам, может превысить \$500 млн. Исходя из прогнозной долговой нагрузки ЗАО Мосмарт на 2007 г. в \$92.3 млн. и долга ЗАО Гиперцентр за 2006 г. \$75.2 млн., совокупный показатель объема долга приблизится к \$170 млн. Грандиозные планы компании по открытию в текущем году 73 магазинов, несомненно, приведут к увеличению операционных расходов и снизят рентабельность торговой сети, а соответственно, и общий уровень по двум поручителям, с 11.2% как минимум до 10%. Таким образом, соотношение Долг/EBITDA в 2007 г. по двум поручителям может составить порядка 3.0-3.5х. На наш взгляд, данный уровень является допустимым для компании, планирующей почти двукратные ежегодные темпы роста.

Позитивным фактором также является наличие недвижимости в собственности стоимостью \$212 млн., что превышает прогнозный объем долга по результатам 2007 г. Прозападная бизнес-модель и западный менеджмент также говорят в пользу компании. Тем не менее, существенным минусом является отсутствие консолидированной (или хотя бы управленческой) отчетности по группе.

При позиционировании выпуска мы исходим из текущей доходности первого выпуска Виктории, составляющей 10.66% к погашению в 2009 г. при спреде порядка 500 б.п. Компании сопоставимы по долговой нагрузке: Долг/EBITDA 2007 г. Виктории оценивается нами на уровне 3.0-3.2. Кроме того, Виктория также начинает развивать формат гипермаркета и прогнозирует значительный рост выручки именно за счет этого формата (до \$5 млрд. к 2011 г.). Весомым преимуществом Виктории перед Мосмартом является наличие консолидированной управленческой отчетности, а также заявленные планы по подготовке аудированных данных за 2006 г. Таким образом, с учетом премии за первичное размещение в 20 б.п. и аналогичном спреде мы оцениваем справедливую доходность Мосмарта при размещении на уровне 10.8-11.1%, что соответствует ставке первого купона 10.5-10.8%.

19 мая на ММВБ размещается дебютный выпуск Уфаойл-Оптан объемом 1.5 млрд. руб. По выпуску предусмотрена готовая оферта по номиналу, ориентир организатора (МДМ-Банк) по ставке первого купона – 11.5% - 12% годовых.

Уфаойл - крупный игрок на российском рынке нефтепродуктов: компания закупает их на НПЗ, преимущественно в поволжском и центральном регионе (заметная доля закупок приходится на Башкортостан, крупнейший поставщик – Лукойл, 10.6% поставок в 1 кв.2006), и перепродает мелким и средним потребителям. Основная доля поставок до покупателя осуществляется ж/д транспортом (60%), порядка 35% поставляется по трубопроводу, на долю наиболее затратных доставок автомобильным транспортом приходится только 5%.

Основные слабые моменты кредитного качества эмитента, в принципе, те же, что и у других трейдеров нефтепродуктами, представленных на рынке – Комплекс Ойл, АСПЭК и ТО-АП (мы не рассматриваем в этой группе Удмуртнефтепродукт, довольно низкая доходность бондов которого очевидно отражает тесную связь компании с Лукойлом). Во-первых, бизнес трейдеров характеризуется крайне низкой рентабельностью. Хотя рост стоимости нефтепродуктов перекладывается на плечи покупателей, возможности по величине торговой наценки крайне ограничены на фоне конкуренции с крупными ВИНК. Кроме того, независимые трейдеры, не имея собственного подвижного состава, несут гораздо более существенные транспортные издержки по сравнению с крупными компаниями, которые, к тому же, существенную долю нефтепродуктов отгружают крупным клиентам через трубо-

#### Уфаойл-ОПТАН

**Размещение:** 19 апреля 2007

**Объем:** 1.5 млрд. руб.

**Срок до погашения (оферты):**

3 года ( 1 год, 2 года)

**Купон:** полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2 приравнивается первому, остальные определяет эмитент

**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе

**Организатор:** МДМ-Банк

провод (самый дешевый способ транспортировки).

Во-вторых, дальнейшие перспективы бизнеса независимых торговцев нефтепродуктами всецело зависят от планов крупных НК: рост интереса к переработке и продажам на внутреннем рынке, вполне вероятный в случае снижения привлекательности экспортных поставок, может привести к «вытеснению» мелких игроков (независимые трейдеры могут просто лишиться основных поставщиков).

В сравнении с уже представленными на рынке компаниями отрасли, Уфаойл лидирует по масштабам бизнеса: выручка за 9 мес. 2006 составила 17.7 млрд. руб., заметно выше продаж второго по объемам трейдера, АСПЭК. В то же время, Уфаойл характеризуется меньшей рентабельностью (2.5% по EBIT против 3.9% у АСПЭК) и практически полным отсутствием основных средств на балансе. Более высокая норма прибыли крупнейшего конкурента, скорее всего, может быть следствием более развитого розничного бизнеса – сети АЗС и нескольких нефтебаз. В перспективе Уфаойл-Оптан планирует активно развивать сеть АЗС, что должно увеличить получаемую наценку и способствовать росту рентабельности, а также изменить структуру баланса в пользу роста внеоборотных активов. Однако учитывая текущую низкую норму прибыли, собственных источников для реализации этой стратегии вряд ли хватит: общий объем инвестиций на 4 года в покупку АЗС оценивается в 3.4 млрд. руб., годовая чистая прибыль (исходя из результата по управленческой отчетности за 9 мес. 2006) – менее 350 млн. руб.

Независимые трейдеры нефтепродуктов, представленные на долговом рынке:

|              | Выручка,<br>2005 | Выручка,<br>9м2006 | Gross<br>margin | EBIT<br>margin | Debt/E<br>BIT | Debt/EBIT<br>с учетом<br>займов | осн.ср-ва | собств.<br>ср-ва | Долг  | долг с учетом<br>последн. займов |
|--------------|------------------|--------------------|-----------------|----------------|---------------|---------------------------------|-----------|------------------|-------|----------------------------------|
| Уфаойл-ОПТАН | 12 719           | 17 783             | 9,40%           | 2,50%          | 3,45          | 4,76                            | 47        | 528              | 2 067 | 2 858                            |
| КомплексОйл* | 4 560            | 5 276              | 2,38%           | 1,50%          | 5,08          | 10,4-14,3                       | 190       | 837              | 552   | 1136-1552                        |
| ТОАП**       | 5 983            | 9 009              | 3,46%           | 1,13%          | 4,50          | 6,65                            | 13        | 99               | 1 054 | 1 556                            |
| АСПЭК        | 12 795           | 13 662             | 13%             | 3,90%          | 6,04          | 7,01                            | 635       | 1 418            | 4 331 | 5 032                            |

Источник: данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

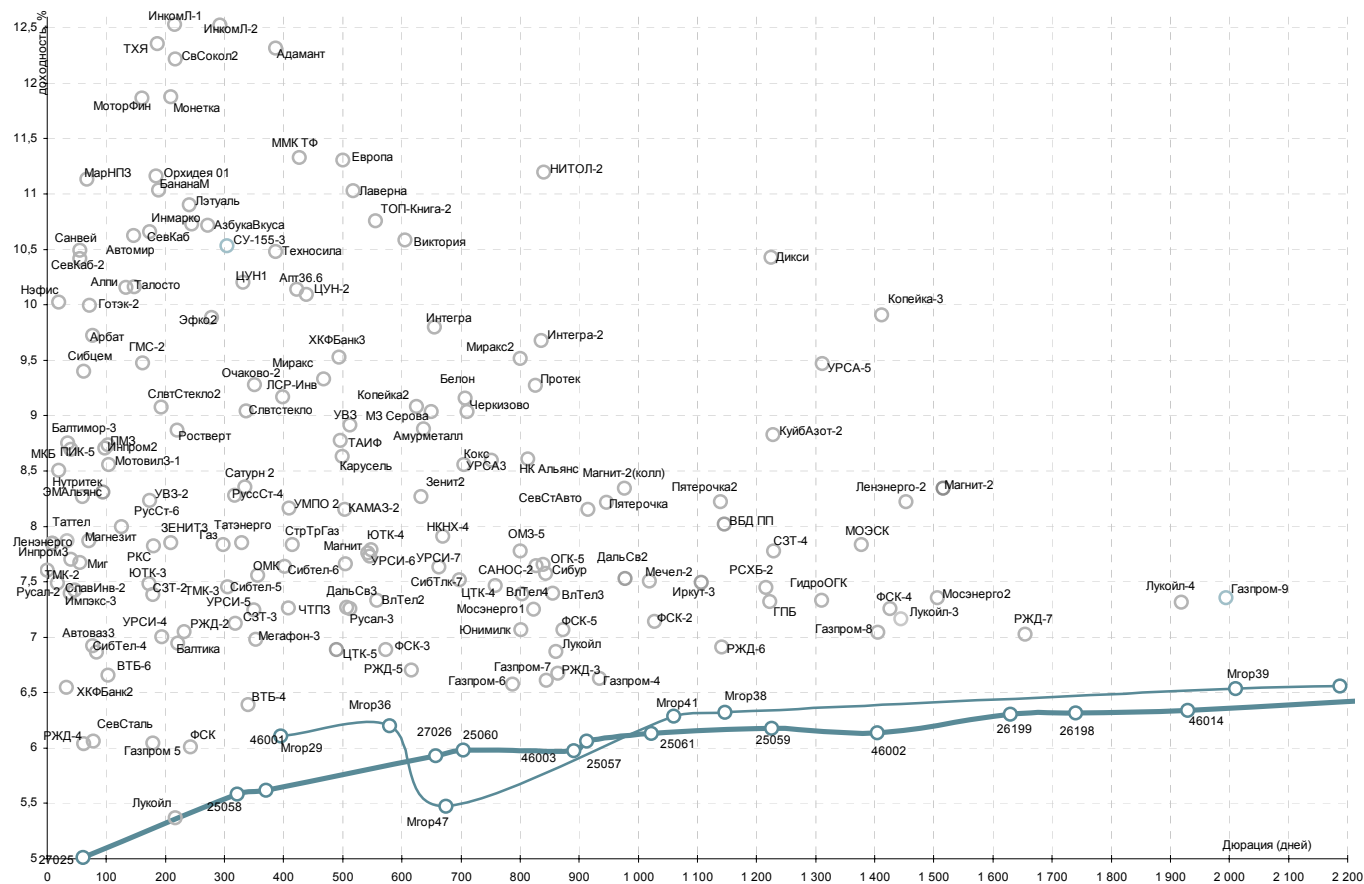
\*Для Комплекс-Ойл оценка объема долга после размещения облигаций – в зависимости от объема рефинансирования краткосрочной задолженности

\*\* ТД ТОАП – на основе отчетности за 1 кв. 2006

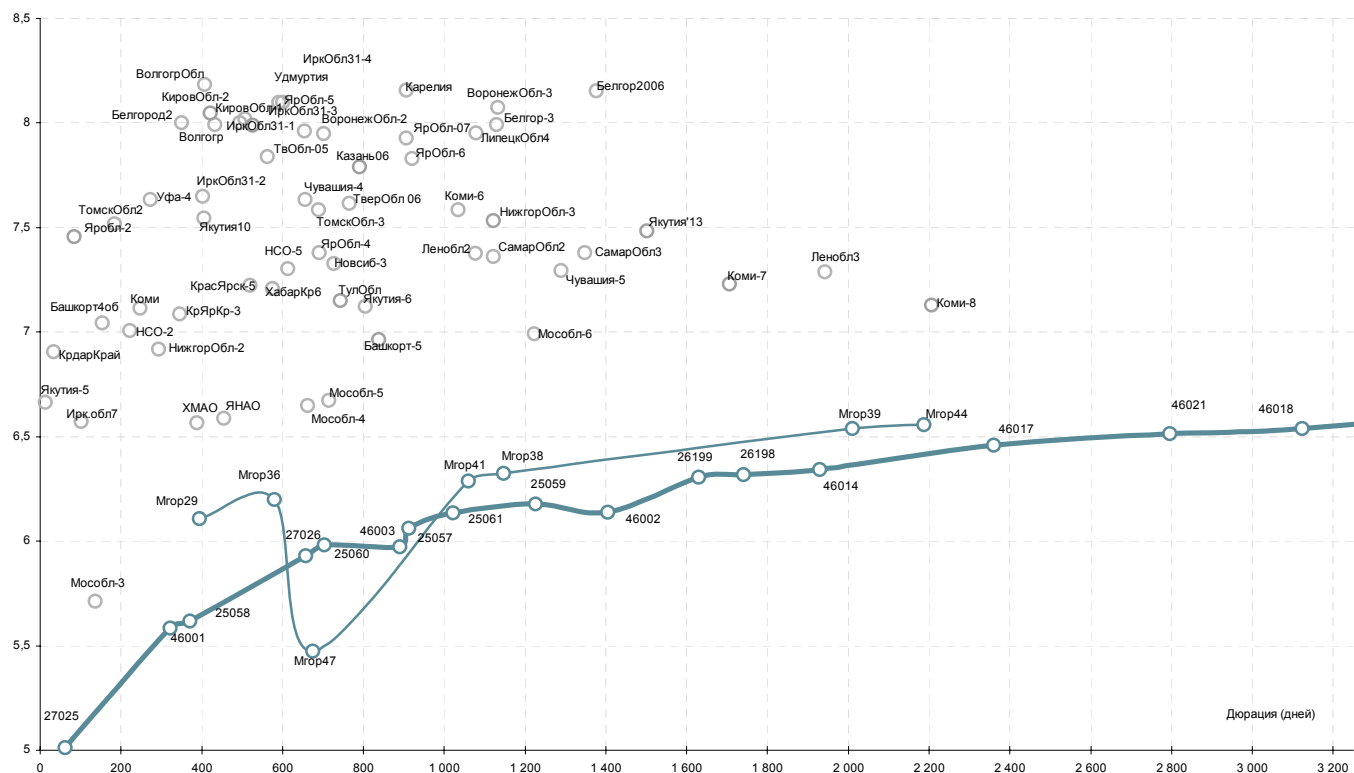
Как следствие, можно ожидать роста долговой нагрузки компании с текущих, и без того довольно высоких уровней. По итогам 3 кв. 2006 Debt/EBIT составлял 3.45, с учетом текущего объема долга и размещаемого займа (почти все средства будут направлены на рефинансирование) соотношение вырастет до 4.76. Хотя этот уровень говорит о довольно высоких рисках рефинансирования для эмитента, справедливости ради стоит отметить, что у других представленных на рынке трейдеров ситуация с покрытием долга обстоит еще хуже – у ближайшего по масштабам бизнеса аналога, АСПЭК, Debt/EBIT с корректировкой на недавний займ, по нашим оценкам, составляет около 7.

Очевидным ориентиром при размещении выпуска Уфаойл-Оптан можно считать размещавшийся 4 апреля выпуск АСПЭК: доходность к двухлетней оферте составила 12.55% годовых. Мы оцениваем риски двух компаний как сопоставимые: большие масштабы и менее высокое долговое бремя Уфаойл уравновешиваются более высоким объемом основных средств на балансе АСПЭК, при этом компания – основной держатель активов входит в структуру займа. Учитывая меньшую дюрацию Уфаойл (позиционируется к годовой оферте), справедливый уровень доходности, на аукционе, на наш взгляд, лежит в диапазоне 12.35% - 12.65% к оферте, что соответствует купону около 12-12.3% годовых.

## Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



## Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

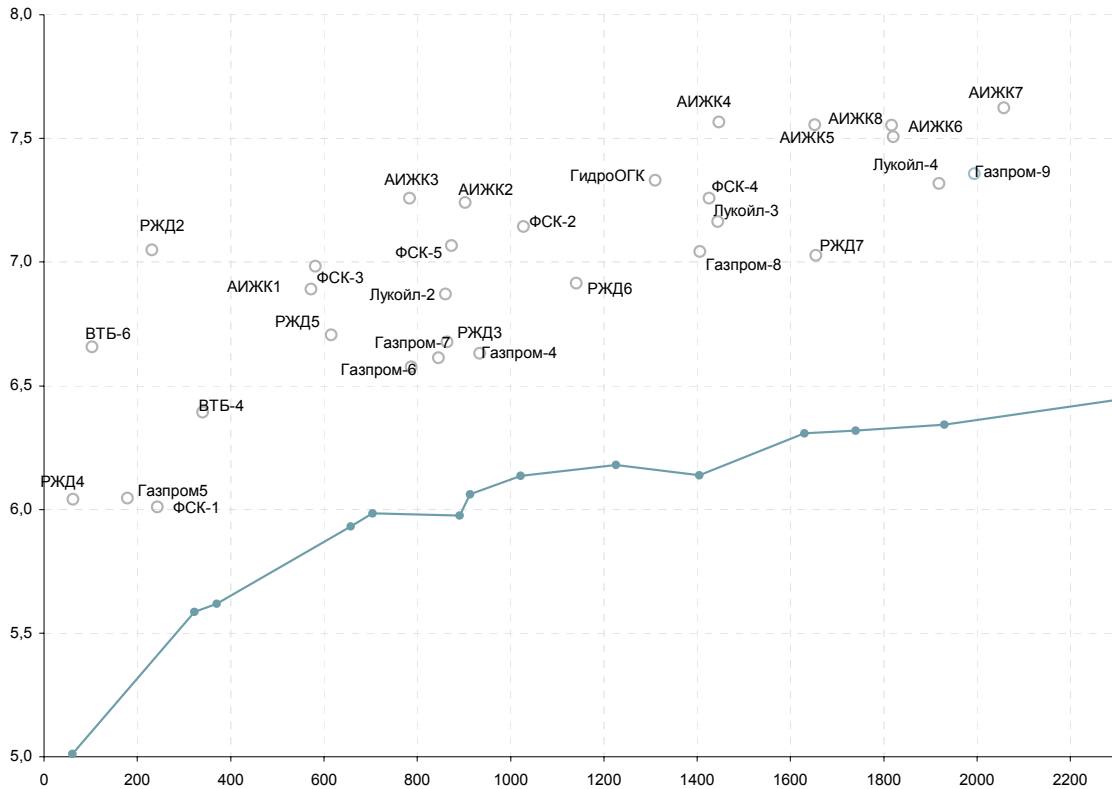


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

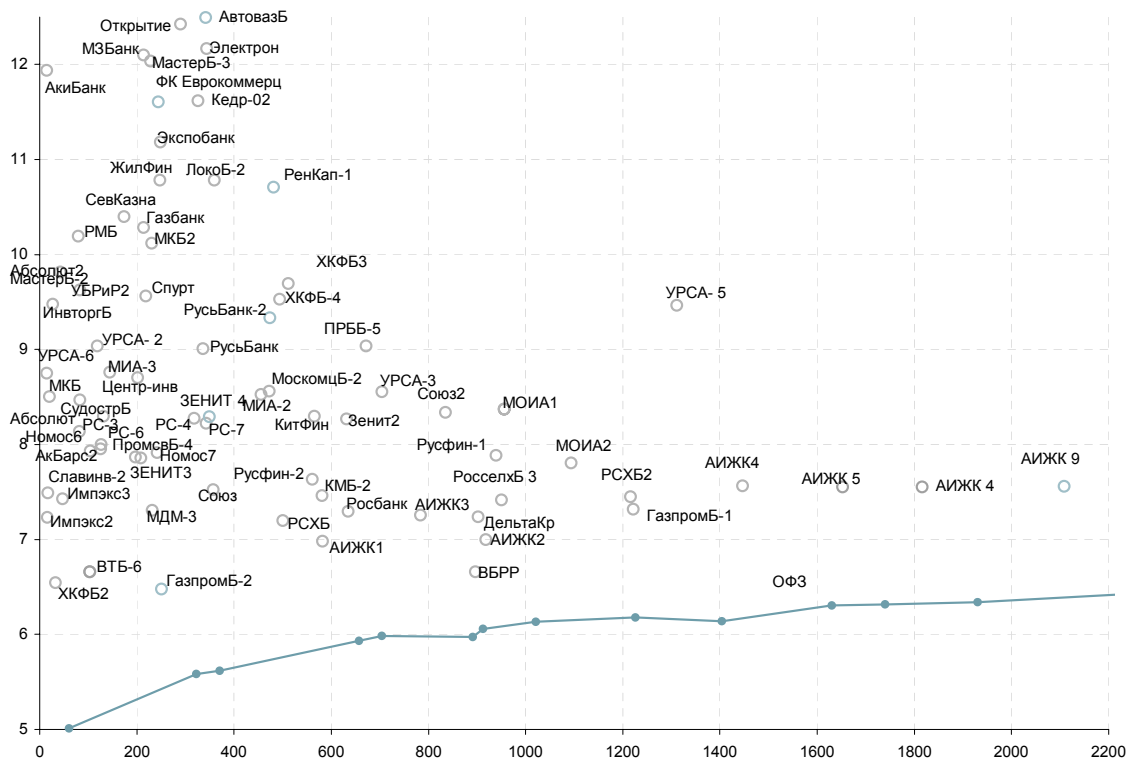


# Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

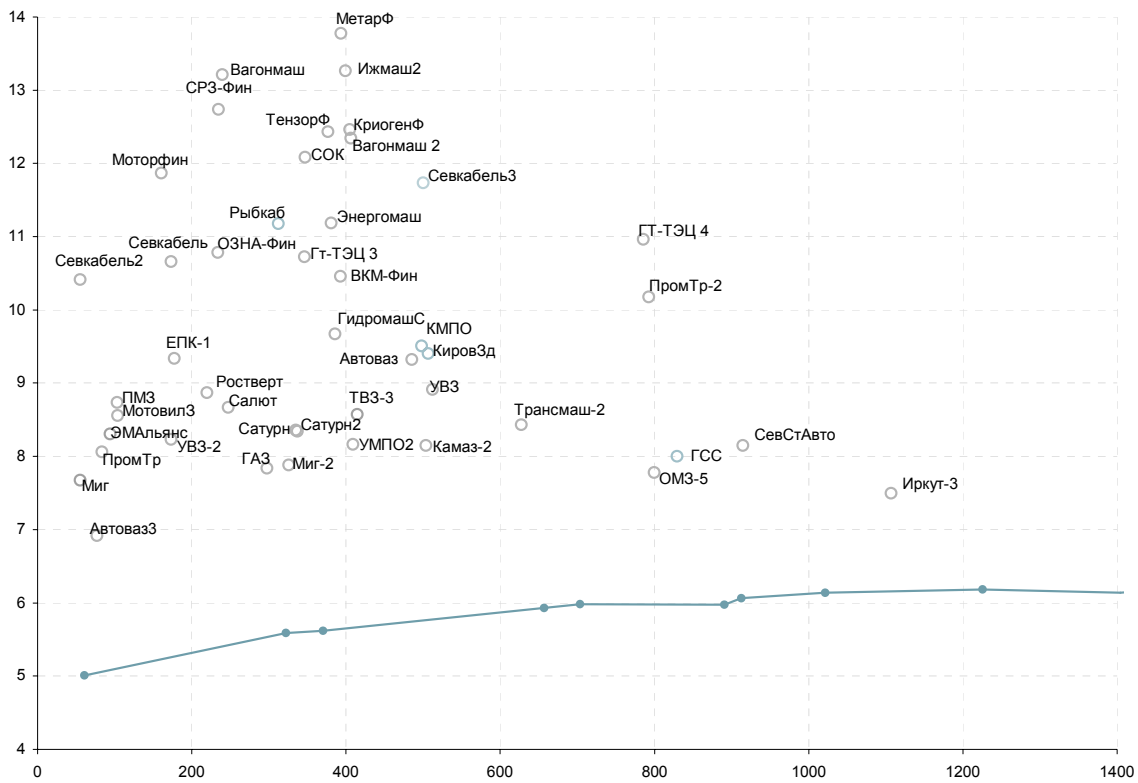
## Blue chips



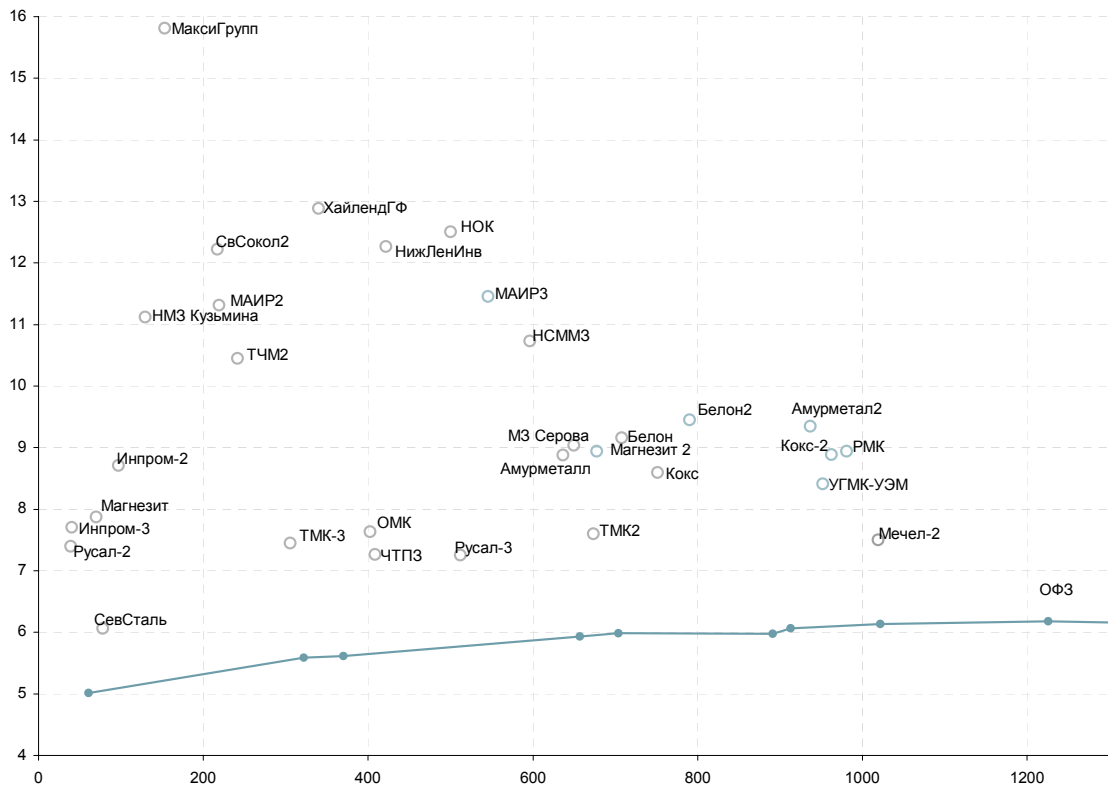
## Банки, финансовые услуги



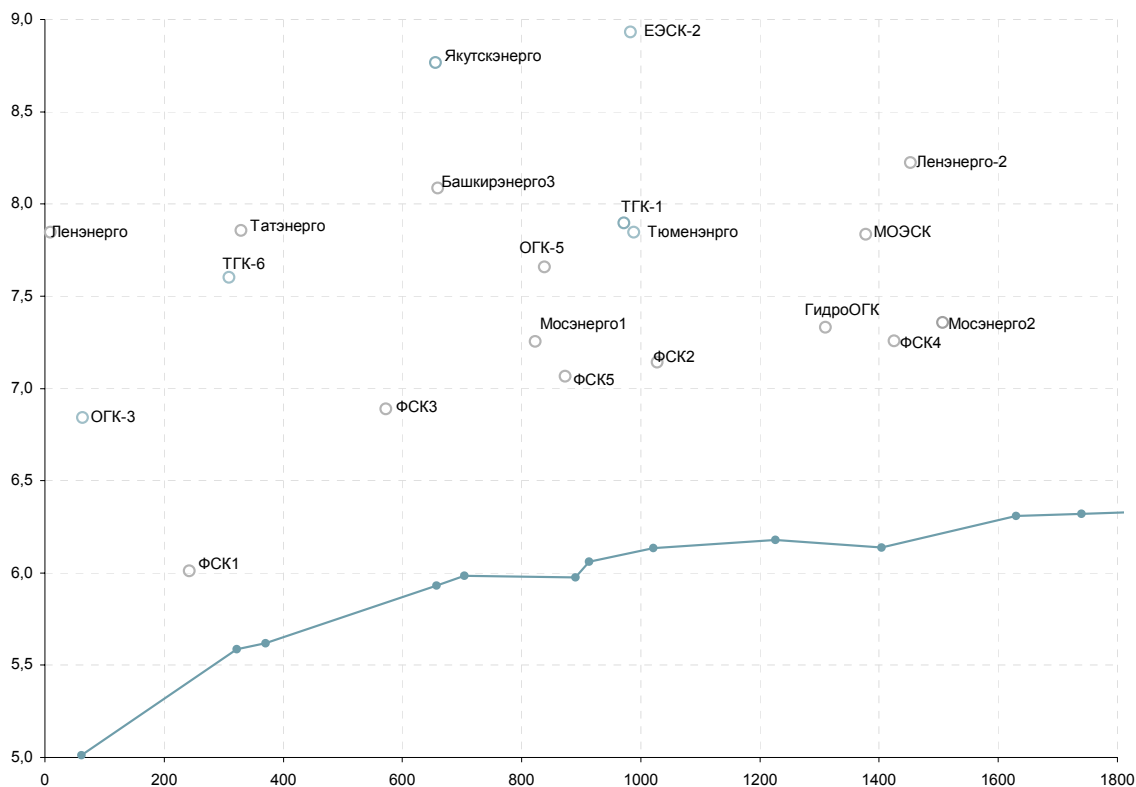
## Машиностроение



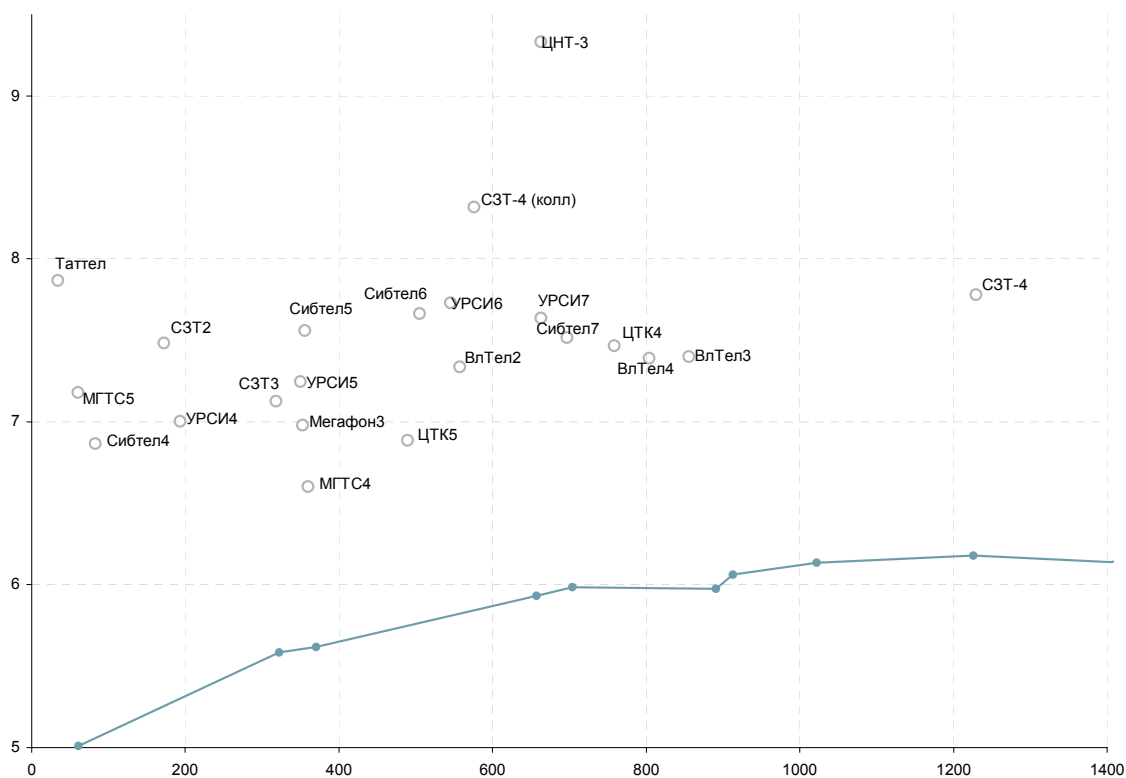
## Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



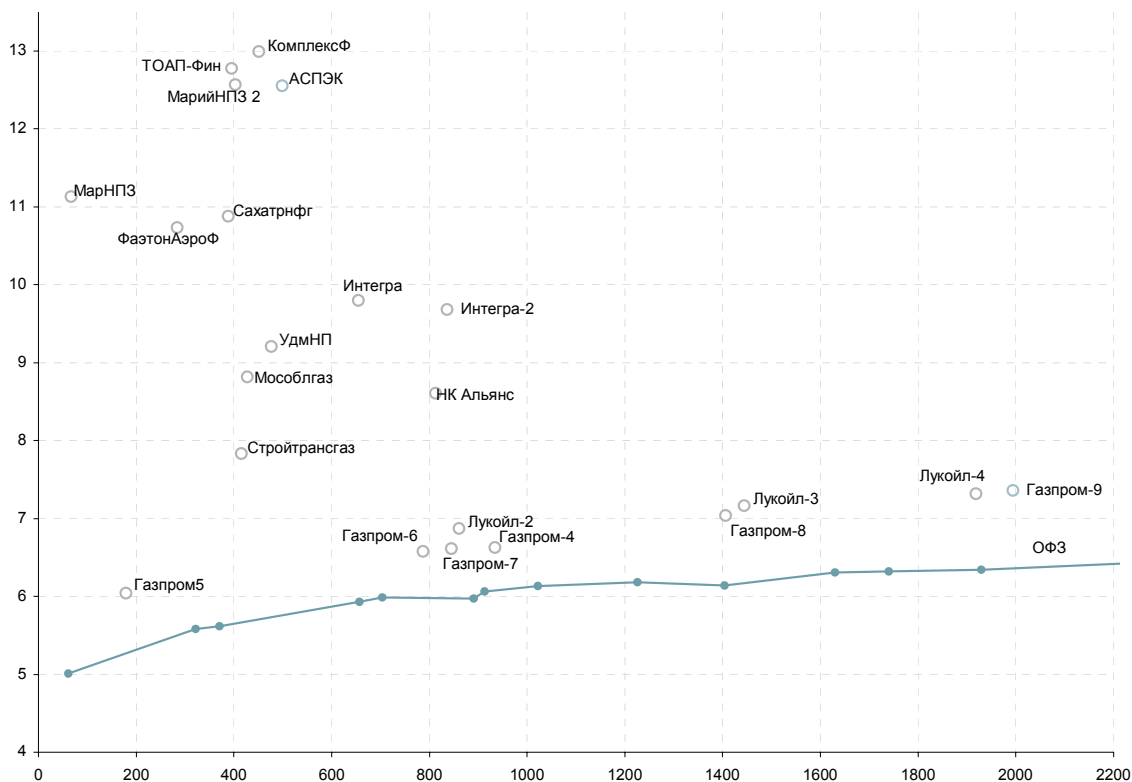
## Энергетика



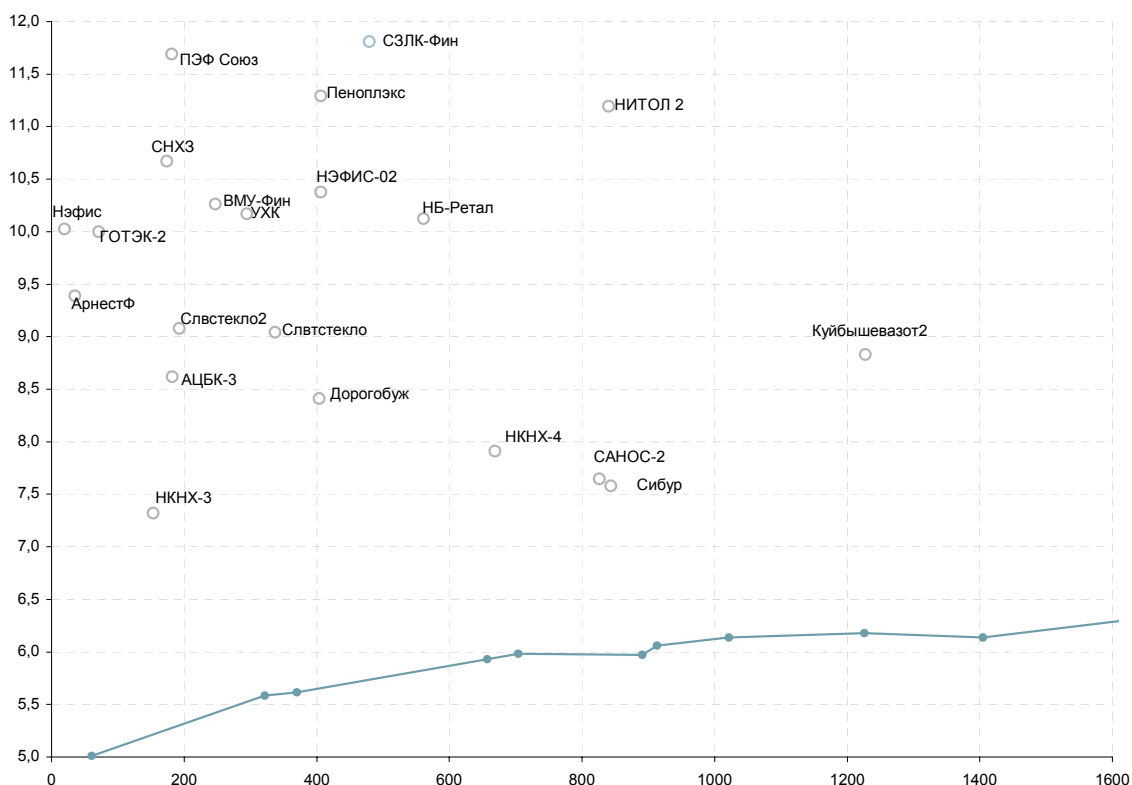
## Телекомы



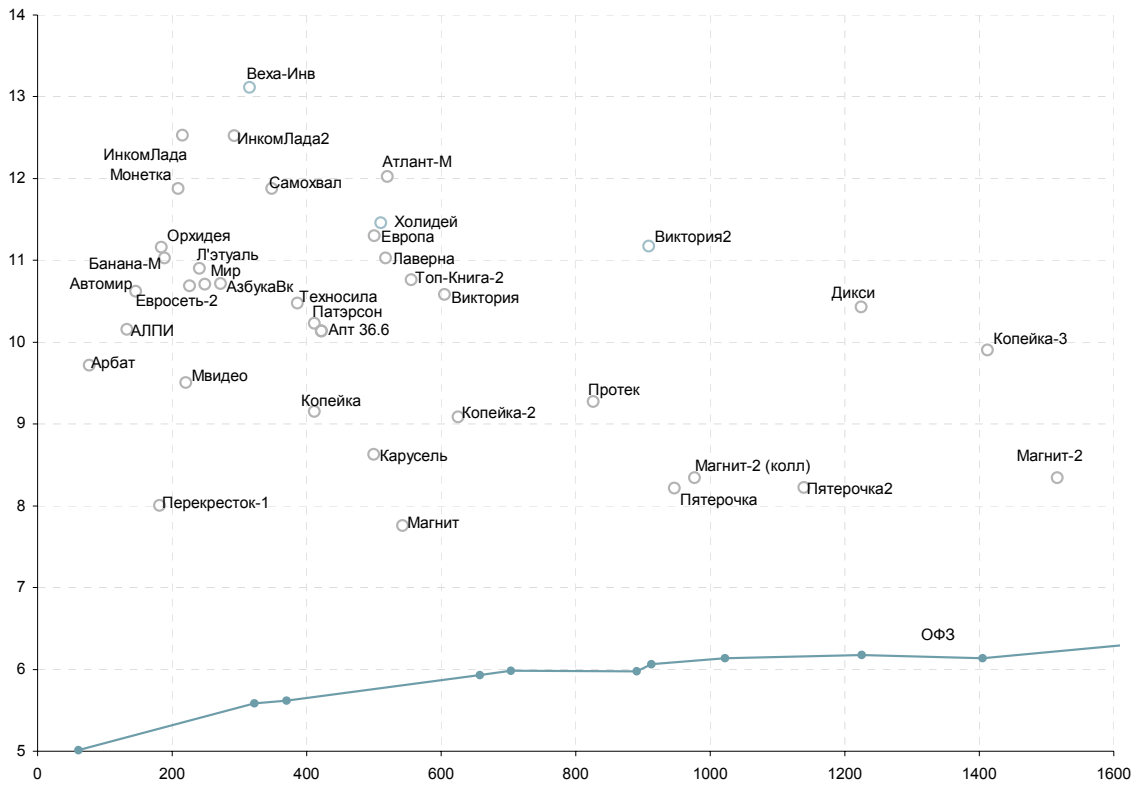
## Нефтегазовая отрасль



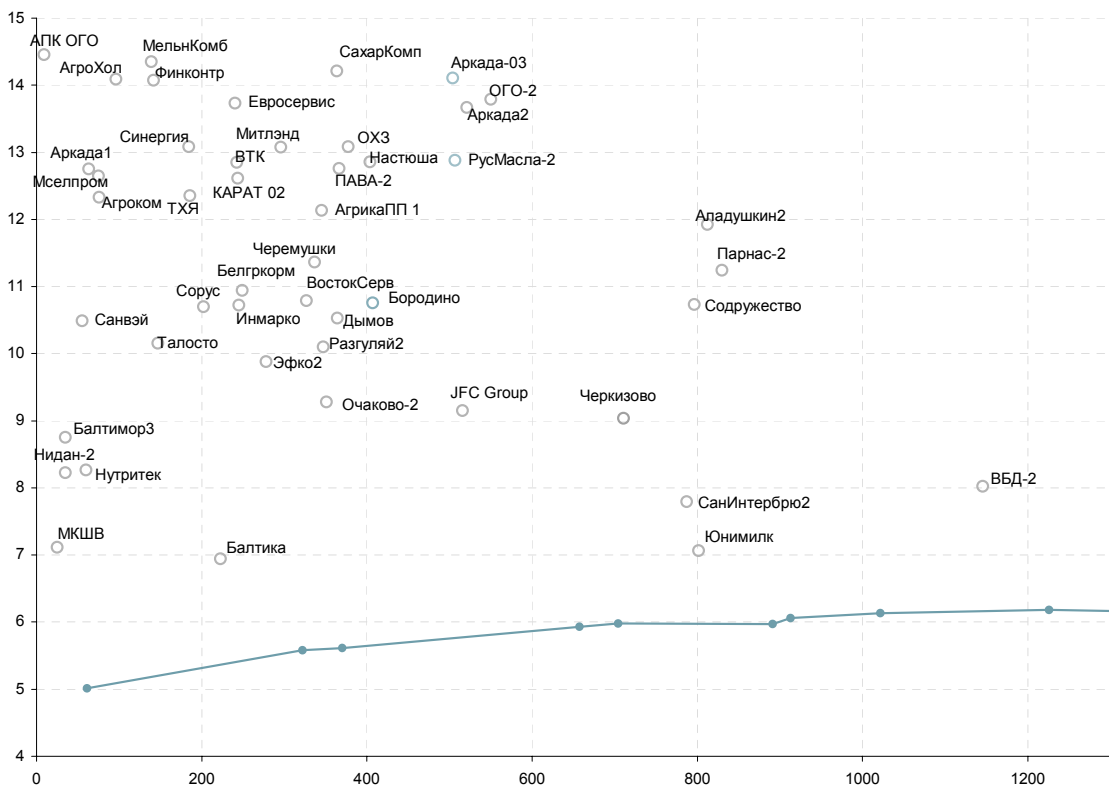
## Химия и ЛПК



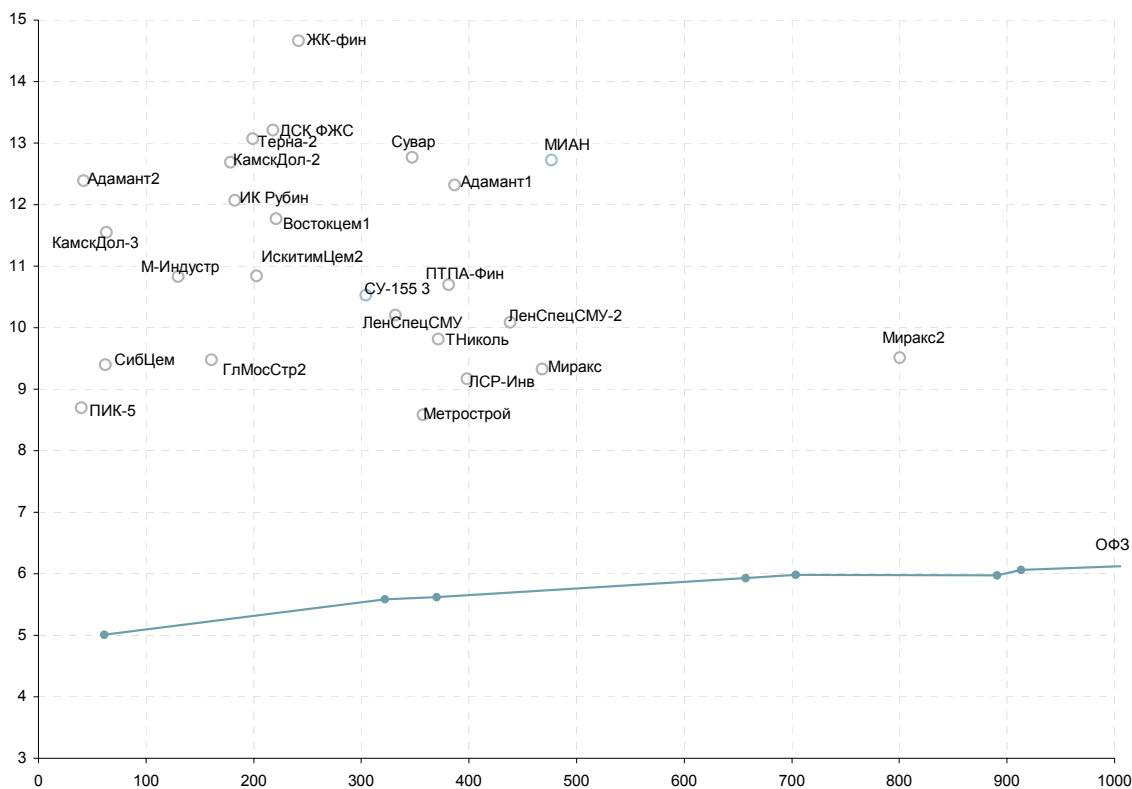
## Ритейл



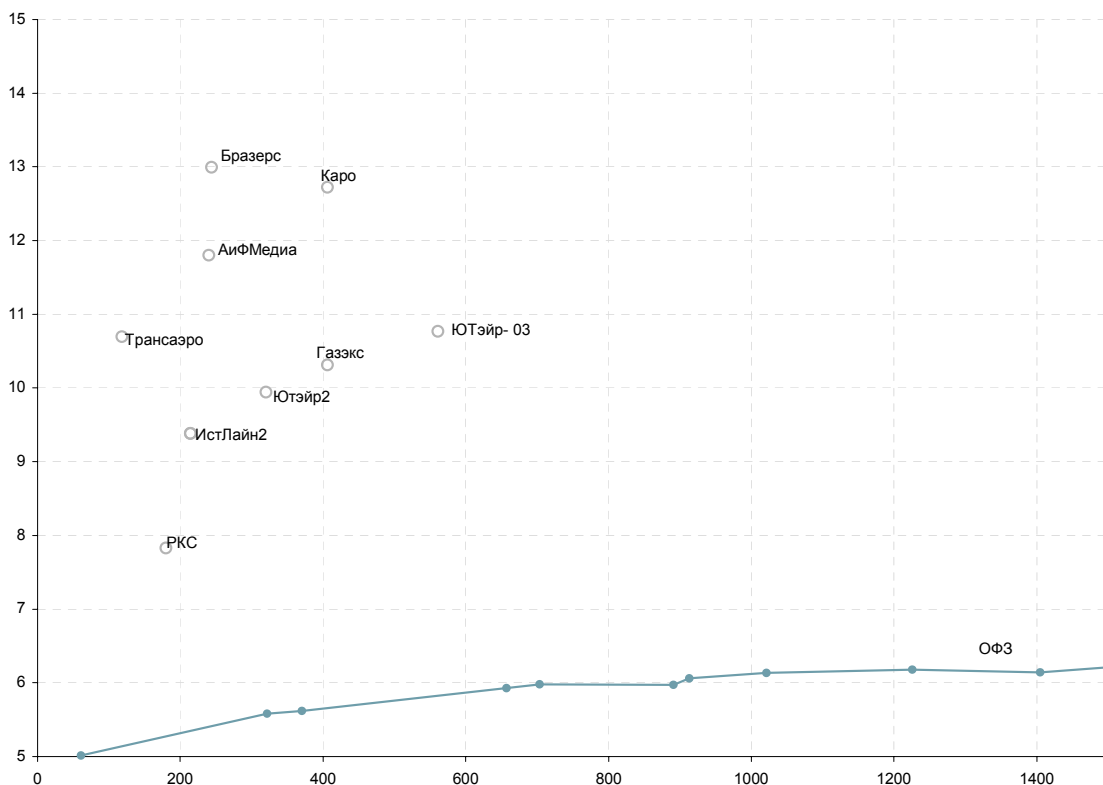
## Пищевая промышленность и АПК



## Строительство



## Услуги



# Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9  
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36  
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента  
 Зам. Начальника Департамента

Роман Пивков  
 Кирилл Копелович

[roman.pivkov@zenit.ru](mailto:roman.pivkov@zenit.ru)  
[kopelovich@zenit.ru](mailto:kopelovich@zenit.ru)

## Управление продаж

[sales@zenit.ru](mailto:sales@zenit.ru)

Начальник управления  
 Зам. начальника  
 Рублевые облигации  
 Рублевые облигации  
 Рублевые облигации  
 Валютные облигации

Константин Поспелов  
 Алексей Третьяков  
 Роман Попов  
 Дмитрий Елисеев  
 Алексей Баранчиков  
 Светлана Агиевец

[konstantin.pospelov@zenit.ru](mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru)  
[a.tretyakov@zenit.ru](mailto:a.tretyakov@zenit.ru)  
[r.popov@zenit.ru](mailto:r.popov@zenit.ru)  
[d.eliseev@zenit.ru](mailto:d.eliseev@zenit.ru)  
[a.baranchikov@zenit.ru](mailto:a.baranchikov@zenit.ru)  
[s.agievets@zenit.ru](mailto:s.agievets@zenit.ru)

## Аналитическое управление

Акции  
 Облигации

[research@zenit.ru](mailto:research@zenit.ru)  
[firesearch@zenit.ru](mailto:firesearch@zenit.ru)

Рублевые облигации  
 Анализ кредитных рисков  
 Анализ кредитных рисков  
 Анализ кредитных рисков  
 Анализ кредитных рисков

Яков Яковлев  
 Ольга Ефремова  
 Наталия Толстошеина  
 Мария Сулима  
 Даниил Иванов

[y.yakovlev@zenit.ru](mailto:y.yakovlev@zenit.ru)  
[o.efremova@zenit.ru](mailto:o.efremova@zenit.ru)  
[n.tolstosheina@zenit.ru](mailto:n.tolstosheina@zenit.ru)  
[m.sulima@zenit.ru](mailto:m.sulima@zenit.ru)  
[daniil.ivanov@zenit.ru](mailto:daniil.ivanov@zenit.ru)

Акции  
 Акции

Игорь Нуждин  
 Дмитрий Лукашов

[i.nujdin@zenit.ru](mailto:i.nujdin@zenit.ru)  
[d.lukashov@zenit.ru](mailto:d.lukashov@zenit.ru)

## Управление доверительного управления активами

Начальник управления  
 Брокерское обслуживание  
 Брокерское обслуживание

Сергей Матюшин  
 Ирина Киреева  
 Тимур Мухаметшин

[s.matyushin@zenit.ru](mailto:s.matyushin@zenit.ru)  
[i.kireeva@zenit.ru](mailto:i.kireeva@zenit.ru)  
[t.mukhametshin@zenit.ru](mailto:t.mukhametshin@zenit.ru)

## Управление организации долгового финансирования

[ibcm@zenit.ru](mailto:ibcm@zenit.ru)

Начальник управления  
 Рублевые инструменты  
 Валютные инструменты

Валерий Голованов  
 Алексей Балашов  
 Антон Литвяков

[v.golovanov@zenit.ru](mailto:v.golovanov@zenit.ru)  
[a.balashov@zenit.ru](mailto:a.balashov@zenit.ru)  
[a.lityakov@zenit.ru](mailto:a.lityakov@zenit.ru)

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описание финансовых инструментов и эмитентов не претендует на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.