



Русфинанс-3, Банк Русский Стандарт-8, Уфаойл-ОПТАН-1

Русфинанс-3

Дата размещения

Конец апреля 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 4 млрд руб., полугодовые купоны, срок обращения – два года.

Рейтинги

Банк имеет рейтинг **BB с позитивным прогнозом** от S&P.

Профиль компании

«Русфинанс» – банк, при помощи которого группа Societe Generale осуществляет в России розничное кредитование. С середины 2005 г., когда банк (тогда действовавший под названием «Промэк Банк») был приобретен французской банковской группой, он высокими темпами наращивает кредитный портфель по трем основным направлениям: автокредиты (80% от совокупного портфеля), кредиты в точках продаж (17%), и кредитные карты (3%).

В настоящее время у банка два основных отделения – в Москве и Самаре.

Структура собственности

Банк находится в полной собственности группы Societe Generale.

Отчетность

Русфинанс готовит аудированную отчетность по МСФО; последний отчет представлен за 9М2006.

Активы

Суммарные активы банка на конец 2006 г. составляли 413 млн долл. по сравнению со 160 млн долл. на конец 2005 г. – рост на 158% всего за 9 месяцев. На долю чистых кредитов приходится почти 91% совокупных активов.

Отчет о прибылях и убытках

По итогам 9М2006 чистая процентная маржа банка равнялась 12,8% против 23% в 2005 г. Это все еще неплохой показатель, однако он значительно ниже, чем у непосредственных конкурентов Русфинанса – Банка Русский Стандарт (36,6% в 1П2006) и ХКФБ (24,8%). По нашему мнению, снижение чистой процентной маржи может объясняться двумя основными причинами: (1) банк предоставляет кредиты по демпинговым ставкам, чтобы захватить как можно более значительную долю рынка; (2) Русфинанс активно развивает сегмент автокредитов, в котором процентная маржа существенно ниже, чем при кредитовании в точках продаж или при помощи кредитных карт.

Доходность капитала по итогам 9М2006 составила 11,8% по сравнению с 28,3% в 2005 г. Снижение объясняется не только вышеназванными причинами, но и увеличением резерва на покрытие убытков по безнадежным кредитам ввиду необходимости поддерживать быстрый рост кредитного портфеля.

Капитализация

Акционерный капитал на конец 9М2006 составлял 55,8 млн долл. против 17 млн долл. в конце 2005 г. Коэффициент

РусФинанс-3 '09	
Сектор	финансы
Bloomberg	SOCGEN
Размещение	конец апреля 2007
Эмитент	РусФинанс Банк
Объем	4 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	2 года
Организатор	Тройка Диалог
Ориентир орг-ра	YTM 7.7-7.9%
Справ. д-ть	YTM 7.35-7.55%



достаточности капитала первого уровня – 13,5%. Это несколько выше, чем у Русского Стандарта (11,4%) и близко к среднему значению для российской банковской системы.

Согласно управленческой отчетности за 2006 г., собственный капитал банка был увеличен до 25,2% от объема активов путем внесения дополнительных денежных средств.

Помимо этого, в первом квартале 2007 г. Русфинанс планировал конвертировать в капитал субординированные кредиты в объеме 26,8 млн долл. таким образом, благодаря поддержке материнской компании банк отличается сильной капитальной позицией.

Пассивы

Структура пассивов по состоянию на конец 9М2006: межбанковские кредиты – 28,7%, депозиты – 20,7%, средства Societe Generale, МФК и ЕБРР – 47,5%. По информации компании, на конец 2006 г. доля ресурсов Societe Generale, МФК и ЕБРР в пассивах увеличилась до 64%.

Кроме того, в декабре 2006 г. Русфинанс разместил два выпуска рублевых облигаций на сумму 1,5 млрд руб. каждый. Кредитное качество выпусков обеспечено частичной гарантией МФК. Облигации были размещены со ставками купона 7,65% (Русфинанс-1) и 7,5% (Русфинанс-2).

В феврале 2007 г. были также размещены облигации Русфинанс-4 объемом 4 млрд руб. с доходностью 7,9% к погашению через три года. Выпуск сходен с бумагой Русфинанс-3, однако срок его обращения на год дольше.

Конкуренция

Благодаря сильной поддержке, которую оказывают банку ведущие международные финансовые организации, кредитное качество его облигаций не хуже, чем у лучших банковских бумаг, обращающихся на ММВБ, в том числе:

- РсхБанк-2, рейтинги Baa2/BBB+ от Moody's/Fitch, торгуются с доходностью 7,43% к погашению через 4 года;
- Газпромбанк-1, BB +/Baa2 от S&P /Moody's, 7,34% на 4 года;
- КМБ-2, Baa2 от Moody's, 7,45% к оферте через 20 месяцев;
- Росбанк, B+/Ba3/B+ от S&P/ Moody's/Fitch, 7,3% к погашению через 23 месяца.

Оценка Русфинанс-3

Мы считаем, что кредитное качество Русфинанса не хуже, чем у КМБ, особенно если принять во внимание быстрый рост капитала первого. Поскольку срок обращения Русфинанс-3 несколько больше, чем у КМБ-2, мы можем оценить справедливую доходность Русфинанс-3 к погашению на уровне 7,55%.

Кроме того, Русфинанс-3 должен торговаться без премии к выпуску Росбанка: хотя Русфинанс значительно меньше, он на 100% принадлежит Societe Generale и имеет более высокий кредитный рейтинг (BB по версии S&P против B+/Ba3/B+ у Росбанка).

Таким образом, с учетом неизбежной при первичном размещении премии, **мы считаем, что справедливая доходность Русфинанс-3 находится в диапазоне 7,35–7,55% к погашению.**

Поскольку ориентир доходности к погашению, названный организаторами размещения, составляет 7,7–7,9%, у инвесторов есть возможность приобрести бумагу с доходностью выше справедливого, по нашей оценке, уровня. Из чего следует, что мы рекомендуем им принять участие в аукционе.

Дмитрий Дудкин, CFA, +7 495 7880888, DudkinDI@uralsib.ru

Банк Русский Стандарт-8

Дата размещения

20–24 апреля 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 5 млрд руб., полугодовые купоны, срок обращения – пять лет. По облигациям выставлена полуторогодичная оферта. Цена БРС-8 будет установлена на срок 1,5 года до оферты.

РусСтанд-8 '12	
Сектор	финансы
Bloomberg	RUSB
Размещение	20-24 апреля 2007
Эмитент	Банк Русский Стандарт
Объем	5 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	5 лет
Оферта	18 месяцев
Организатор	Дойче Банк, Газпромбанк
Ориентир орг-ра	купон 8.4-8.6%
Справ. д-ть	YTM 8% и ниже



Рейтинги

Банку присвоен рейтинг **В+ с позитивным прогнозом** по версии S&P и **Ba2 со стабильным прогнозом** по версии Moody's. БРС объявил также, что намерен вскоре получить рейтинг по версии Fitch.

Профиль компании

Банк Русский Стандарт хорошо известен на рынках еврооблигаций и рублевых долговых инструментов в качестве лидера розничного кредитования.

Структура собственности

В настоящее время БРС находится в полной собственности его основателя Рустама Тарико. В июне 2006 г. Международная финансовая корпорация (МФК) продала Рустаму Тарико принадлежащий ей пакет акций банка в размере 6,4% и, таким образом, подвела итог своему трехлетнему участию в капитале БРС.

Сотрудничество с международными организациями продолжается

Хотя МФК вышла из капитала БРС, сотрудничество банка с международными организациями, в том числе МФК и ЕБРР, не прекратилось.

ЕБРР открыл банку кредитную линию в размере 170 млн долл., помимо этого, МФК и ЕБРР участвовали в сделках по секьюритизации портфеля потребительских кредитов (выпуск ценных бумаг на 300 млн евро) и автокредитов (выпуск объемом 256 млн евро) банка, выступив в качестве покупателей субординированных траншей.

Доля рынка

По состоянию на конец 2006 г. банк оценивал рыночную долю основных сегментов своего бизнеса следующим образом:

- 73,8% рынка кредитных карт;
- 40,1% кредитования в точках продаж;
- 7,4% рынка автокредитов (в этом сегменте банк уже занимает четвертое место в России после Росбанка, Банка «Русфинанс» и МДМ-банка).

Цель облигационного займа

Привлеченные средства (в размере около 193 млн) будут направлены на дальнейшее увеличение объема активов БРС.

Отчетность

БРС систематически представляет консолидированную финансовую отчетность по МСФО, аудит которой выполняется PWC. Помимо PWC, отчетность банка регулярно оценивается кредитными аналитиками МФК, ЕБРР и других ведущих международных банков, с которыми БРС осуществляет совместные проекты.

Последний период, за который представлена отчетность – 2006 г в целом.

Активы

На конец декабря 2006 г. совокупные активы БРС составили 7,3 млрд долл., увеличившись на 87% по сравнению с 2005 г. Вместе с тем объем активов оказался ниже прогнозного показателя, равного 8 млрд долл. Объем кредитного портфеля банка достиг 6221 млн долл., увеличившись на 81,2% против 2005 г. и на 29,3% относительно июля 2006 г.).

По оценке банка, к концу 2007 г. его совокупные активы достигнут 10–10,5 млрд, что позволит БРС стать шестым или седьмым по величине банком в России.

Новые тенденции в развитии кредитного портфеля

Доля кредитов, предоставляемых по кредитным картам (револьверный кредит) в совокупном кредитном портфеле банка выросла с 47,7% в 2005 г. до 54,8% в 2006 г. Доля автокредитов при этом увеличилась с 2,4% до 9,1% по состоянию на конец 2006 г..

Таким образом, Банк Русский Стандарт продолжает наращивать объем операций по револьверным кредитным картам – самому высокодоходному сегменту бизнеса, но при этом все больше полагается на автокредиты как на более стабильный источник доходов в будущем.



Качество активов

Доля просроченных кредитов возросла с 3,5% на конец 2005 г. до 4,1% в середине 2006 г., а затем и до 4,6% в конце года. Резерв на потери от безнадежных кредитов превышает объем просроченных кредитов в 2,1 раза. По итогам 2006 г. банк ожидал увеличения доли просроченных кредитов до 5–6%, так что состояние его кредитного портфеля в настоящее время лучше, чем ожидалось.

Чистая процентная маржа достигла по итогам года 39,1% по сравнению с 36,6% за 6М2006, тогда как с учетом резерва на покрытие потерь от безнадежных кредитов данный показатель на самом деле снизился до 22,3% на конец года с 22,8% за 6М2006. Это отвечает темпам роста просроченных кредитов, хотя сам по себе их уровень (4,6%) невысок по сравнению с банками-конкурентами, особенно ХКФБ, у которого доля безнадежных кредитов равна примерно 15% (к этой категории относятся кредиты, просроченные на 90 дней и больше).

Основные финансовые показатели БРС

	2005	1П2006	2006		2005	1П2006	2006
Активы, млн долл.				P&L, млн долл.			
Денежные средства	185.3	463.2	666.4	Чистый процентный доход	689.1	773.5	1919.3
Кредиты клиентам	3433.3	4810.3	6221.8	Изменение резервов	(256.5)	(291.3)	(824.9)
Средства в банках	131.7	70.7	22.4	ЧПД после резервов	432.6	482.2	1094.4
ОС	66.0	92.9	174.2	Комиссионный доход	31.5	35.3	106
Ликвидные активы	203.5	496.3	734.2	Операционные доходы	447.3	485.3	1154.5
Доходные активы,	3565.0	4881.0	6244.2	Операционные расходы	(173.4)	(173.9)	(438)
Итого активы	3922.4	5624.0	7332.2	Прибыль до налогообложения	273.9	311.4	716.6
Рост активов	164%	199%	87%	Чистая прибыль	207.2	237.0	535.4
				Рост чистой прибыли	36%	168%	158%
				Основные коэффициенты (x)			
Средние доходные активы	2470.9	4223.0	4904.6	Чистая процентная маржа	27.9%	36.6%	39.1%
Средние активы	2704.6	4773.2	5627.3	ЧПМ после резервов	17.5%	22.8%	22.3%
				Доходность средних активов	7.7%	9.9%	9.5%
Пассивы, млн долл.				Доходность капитала	49.3%	73.8%	55.8%
Депозиты	366.1	344.8	544	Доход/расходы	0.39	0.36	0.38
Долговые ценные бумаги	2086.6	3051.4	4058.9	Непроц. расходы /сред. активы	6.4%	7.3%	7.8%
Кредиты банков	796.9	1303.5	1255.9	Чистые кредиты /депозиты	9.7	14.2	11.5
Капитал	420.6	642.5	958.9	Чистые кредиты /депозиты	3.1	3.0	3.5
				Ликвидные активы % активов	5.2%	8.8%	10%
				Капитал % активов	10.7%	11.4%	13.1%

Источник: Компания

Отчет о прибылях и убытках

Таким образом, показатели отчета о прибылях и убытках за 2006 г. можно назвать выдающимися. За год БРС получил чистую прибыль в размере 535,4 млн, что на 158% превышает уровень 2005 г.

Чистая процентная маржа также резко увеличилась – до 39,1% с 27,9% в 2005 г. Прибыль на капитал составила 55,8% по сравнению с 49,3% в 2005 г., доходность средних активов – 9,5% против 7,7% в 2005 г. Столь выдающиеся результаты достигнуты в значительной мере благодаря перенесению центра тяжести с кредитов в точках продаж на револьверный кредит по картам.

В 2007 г. банк ожидает значительно более низкого показателя чистой процентной маржи – 31–33%, ввиду острой конкуренции в сегменте необеспеченных кредитов и дальнейшего увеличения объема менее доходных автокредитов. В то же время менеджмент подчеркивает консервативность своих прогнозов.

Ресурсная база – новые проекты

В ближайшие два-три года БРС планирует обеспечить следующую структуру ресурсной базы:

- 25–30% – секьюритизация активов;
- 15% или менее – акционерный капитал;
- 5% средства МФК и ЕБРР;
- 25% – счета клиентов;



- 25–30% – размещение долговых инструментов и привлечение синдицированных кредитов.

В настоящее время депозиты составляют лишь 5% от совокупного объема привлеченных средств, тогда как на долю долговых ценных бумаг приходится 55,2% от совокупного объема фондирования.

Таким образом, одной из основных задач БРС является развитие клиентского бизнеса с целью увеличения объема депозитов. С учетом этого БРС привлек в качестве консультанта по выполнению данной программы фирму McKenzie Consulting. Решению этой задачи будет способствовать наличие у банка разветвленной филиальной сети (более 200 филиалов). В качестве первого шага банк в настоящее время существенно увеличивает количество машин по выдаче и приему наличности (с приблизительно 500 в июле 2006 г. до 1000 на данный момент и 1700 в 2008 г.), при помощи которых клиенты банка смогут совершать целый ряд операций (перечисление средств, пополнение счетов, снятие наличности, и т. д.).

В 2007 г. банк планирует привлекать средства при помощи:

- Секьюритизации задолженности по кредитным картам в объеме 400 млн евро;
- Еще одной сделки по секьюритизации автокредитов;
- Расширения программы выпуска еврокоммерческих бумаг, объем которых в настоящий момент составляет 215 млн долл., а в 2007 г. может достичь 1 млрд долл. БРС использует эту программу как инструмент денежного рынка. Она полностью соответствует временной структуре активов банка, срок погашения которых в большинстве случаев составляет менее одного года.

Капитализация

Коэффициент достаточности капитала первого уровня повысился с 10,7% в 2005 г. до 13,1% на конец 2006 г. Это, несомненно, благоприятное обстоятельство, логическим образом вытекающее из превосходных показателей прибыльности банка в 2006 г.

Экспансия на Украину

Помимо России, БРС планирует развернуть деятельность в наиболее экономически развитых странах СНГ – на Украине и в Казахстане.

На Украине БРС уже создал инфраструктуру кредитной деятельности: в 2006 г. был приобретен банк «АИС», впоследствии переименованный в Русский Стандарт. В настоящий момент кредитный портфель банка составляет лишь 25 млн долл., но к концу года, как ожидается, достигнет 200–250 млн долл. Основным каналом выдачи кредитов на Украине станут известные российские торговые сети, такие как Эльдorado и Евросеть.

В Казахстане организация кредитной деятельности, по-видимому, займет больше времени, поэтому там операции начнутся, вероятно, после 2007 г.

Региональная экспансия остается основным элементом стратегии БРС, поскольку банк видит в этом способ избежать острой конкуренции на столичных рынках. В 2006 г. доход от операций в регионах вдвое превысил суммы, полученные от деятельности в Москве.

Основные аспекты деятельности в 2007 г.

- Банк планирует довести объем активов до 10–10,5 млн долл.;
- Основное направление развития – автокредиты;
- Чистая процентная маржа, по-видимому, снизится до 31–33%;
- Коэффициент достаточности капитала 2 уровня будет поддерживаться на уровне не ниже 15%;
- Основные цели – развитие региональной сети и экспансия на Украину.

Наша оценка кредитного качества БРС

Благоприятные факторы:

- Относительно высокий уровень прозрачности: систематическое представление отчетности по МСФО, рейтинги по версии основных рейтинговых агентств;
- Ведущие позиции на российском рынке потребительского кредита;
- Высокие темпы роста, по которым банк превосходит большинство возможных конкурентов;
- Чрезвычайно высокий уровень прибыльности, позволяющий капитализировать достаточный объем собственных средств;



- Эффективные системы скоринга и возврата долга, позволяющие поддерживать относительно высокое качество активов;
- Растущая капитализация.

Возможные риски:

- Явное замедление роста в 2006 г.
- Сильная зависимость от рынка капиталов;
- Возможные трудности на незнакомых рынках (Украина, Казахстан);
- Ценовая конкуренция со стороны сильных игроков, имеющих возможность привлечения недорогих ресурсов: Raiffeisen, Citi, Русфинанса, и т.д.
- Возможное снижение чистой процентной маржи.

В целом, БРС выглядит как эффективный механизм для получения прибыли. Банк много раз опровергал прогнозы о своем неминуемом скором банкротстве. БРС поддерживает адекватный уровень капитализации и стремится диверсифицировать ресурсную базу. Озабоченность вызывают лишь сильная зависимость банка от рынков капитала и низкие темпы роста депозитов.

Оценка выпуска БРС-8

БРС традиционно размещает облигации с премией к справедливой доходности, поскольку рынок отдает себе отчет в том, что банку остро необходимы средства для финансирования роста.

В настоящий момент выпуски РусСтанд-5 и -7, самые близкие РусСтанд-8 по дюрации, торгуются с доходностью приблизительно 8,3–8,5%. Мы считаем, что в итоге доходность РусСанд-7 будет ближе всего к этой точке. Помимо этого, ориентир ставки купона, названный организаторами размещения РусСтанд-8, равен 8,4–8,6%.

Вместе с тем, с фундаментальной точки зрения, БРС заслуживает значительно более низкого уровня доходности. По нашему мнению, **справедливая доходность БРС-8 к оферте находится на уровне 8% или ниже.**

В итоге мы рекомендуем инвесторам принять участие в аукционе, поскольку это дает возможность получить бумаги БРС со значительной премией к справедливой доходности.

Дмитрий Дудкин, CFA, +7 495 7880888, DudkinDI@uralsib.ru

Уфаойл-ОПТАН-1

Ожидаемая дата аукциона

Четверг, 19 Апреля 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 1,5 млрд руб., полугодовые купоны, срок обращения – три года. По облигациям будет выставлена годовая оферта.

Рейтинги

Эмитент не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

Уфаойл-Оптан '10	
Сектор	сырье/торговля
Размещение	19 апреля 2007
Эмитент	Уфаойл-Оптан
Объем	1,5 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	3 года
Оферта	1 год
Организатор	МДМ
Ориентир орг-ра	УТР 12.1-12.35%
Справ. д-ть	УТР 12.0% и выше

Цель облигационного займа

Привлеченные средства (около 57 млн долл.) предполагается направить на приобретение АЗС и нефтепродуктохранилищ.

Профиль компании

Уфаойл-ОПТАН – независимый оптовый трейдер нефтепродуктов. Выручка компании и физический объем продаж растут высокими темпами. По итогам трех кварталов 2006 г. продано больше нефтепродуктов, чем за весь 2005 г. – 1 296 против 1 246 тыс. тонн соответственно. Клиентская база Уфаойл-ОПТАНа насчитывает более 2 300 покупателей.



Обладая диверсифицированной клиентской базой, компания практически не зависит от какого-либо одного крупного покупателя или группы покупателей.

Стратегия развития компании нацелена на вертикальную интеграцию и диверсификацию. Уфаойл-ОПТАН планирует создать сбытовую сеть, состоящую из 200 АЗС в различных регионах страны. Вертикальная интеграция будет осуществляться путем приобретения хранилищ нефтепродуктов. Объем инвестиций, необходимый для реализации стратегии, составляет 3,4 млрд руб. (около 130 млн долл.). Инвестиции будут осуществляться в течение четырех лет.

В результате претворения в жизнь своей стратегии развития компания рассчитывает добиться повышения рентабельности, чему будут способствовать более высокий уровень рентабельности розничной сети и сокращение издержек за счет вертикальной интеграции.

По состоянию на конец 2006 г. Уфаойл-ОПТАН владел 29 АЗС.

Уфаойл-ОПТАН ставит перед собой цель к 2009 г. обеспечить 20% совокупного объема выручки за счет розничной сети (в 2005 г. этот показатель был равен 1%).

Структура собственности

Компания принадлежит группе физических лиц.

Финансовая отчетность

Уфаойл-ОПТАН готовит отчетность по РСБУ. Наш анализ выполнен на основе управленческой отчетности компании. Последний период, за который представлена отчетность, – 9М2006.

Сравнительный анализ: Уфаойл-ОПТАН и Комплекс-ойл

Наиболее приемлемым ориентиром для Уфаойл-ОПТАНа-1 может служить недавно размещенный дебютный выпуск Комплекс-ойла.

Обе компании, и Комплекс-ойл (КО), и Уфаойл-ОПТАН (УО) – оптовые трейдеры нефтепродуктов. Занимаясь сходной деятельностью, они существенно различаются по масштабам бизнеса. В 2005 г. Уфаойл-ОПТАН реализовал 1,2 млн тонн нефтепродуктов, тогда как Комплекс-ойл поставил покупателям лишь 273 тыс. тонн топлива. УО также значительно превосходит КО по размеру клиентской базы, которая насчитывает у него более 2 300 покупателей против 600 клиентов у Комплекс-ойла. Общая для обеих компаний характеристика – диверсификация клиентской базы, позволяющая в целом избежать зависимости от какого-либо одного крупного покупателя или группы покупателей.

Комплекс-Ойл против Уфаойл-Оптан

млн долл.	Комплекс-Ойл		Уфаойл-Оптан	
	2005	9М2006	2005	9М2006
Выручка	176,1	203,7	491,1	686,6
Валовая прибыль	3,1	4,8	54,1	64,6
ЕВИТ	1,7	3,2	12,1	17,3
Активы	150,5	255,5	119,5	148,4
Собственный капитал	8,2	32,3	9,1	20,4
Долг	15	21	51	80
Валовая рентабельность	1,7%	2,4%	11,0%	9,4%
Норма ЕВИТ	1,0%	1,6%	2,5%	2,5%
Текущая ликвидность	1,03	1,15	1,25	1,14
Краткоср. долг, %	73%	75%	100%	100%
Долг/Собств. капитал	185%	66%	565%	392%
Долг/Активы	10%	8%	43%	54%
Долг/ЕВИТ	8,8	5,0	4,2	3,5
ЕВИТ/Проценты	1,4	1,7	3,3	2,8

Источник: Компании, оценка Уралсиба

Выручка: по этому показателю УО приблизительно в три раза превосходит КО.

Рентабельность: по уровню валовой рентабельности УО значительно превосходит КО – 9,4% по сравнению с 2,4%. Вместе с тем в 2006 г. валовая рентабельность УО снизилась, тогда как КО добился ее повышения.

Различие в рентабельности по ЕВИТ не столь велико – 2,4% у УО против 1,6% у КО.

Активы: Несмотря на более низкий уровень выручки, объем активов КО в 1,7 раз превышает аналогичный показатель УО.

Долговая нагрузка: у КО объем долга меньше, но УО отличается более низким отношением Долг/ЕВИТ: 3,5х по сравнению с 5х у КО.

Ликвидность: по итогам 9М2006 коэффициенты ликвидности у компаний почти не различались, но высокая рентабельность УО обеспечила более высокий показатель покрытия процентных расходов ЕВИТ – 2,8х против 1,7х у КО.

Резюме: Мы считаем, что УО превосходит КО по кредитному качеству, однако низкая доля основных средств на балансе УО – серьезный негативный фактор в оценке кредитоспособности компании.

Оценка выпуска Уфаойл-ОПТАНА

На основании выполненного нами анализа мы считаем, что спред УО должен быть более узким, чем у КО. По нашей оценке, кредитный спред между двумя выпусками находится в диапазоне 50–70бп.



Обратимся к ситуации на рынке. Удмуртнефтепродукт-1'08 торгуется с доходностью 9,4% к оферте через 17 месяцев, Фаэтон-Аэро-1'09 – с доходностью к оферте через 9 месяцев на уровне 10,50%. Мы оцениваем премию Уфаойл-ОПТАНА к Удмуртнефтепродукту в 200бп. Уфаойл-ОПТАН, по-видимому, будет торговаться с премией к Фаэтону-Аэро-1'09, поскольку последняя входит в состав группы «Фаэтон». По нашему мнению, справедливая доходность выпуска Уфаойл-ОПТАН-1'10 находится в диапазоне 11,45–11,65%. В связи с низкой ликвидностью Удмуртнефтепродукта-1'08 и Фаэтона-Аэро-1'09 мы считаем, что недавно размещенный выпуск Комплекс-ойла – более приемлемый рыночный ориентир. Комплекс-ойл торгуется с доходностью 13% к полугодовой оферте. Введя поправку на спред, обусловленный сроками погашения, и применив вышеназванный дисконт 50–70бп, получаем диапазон доходности к оферте 12,2–12,4%. Средняя из величин, которые получены на основе двух примененных нами подходов, соответствует диапазону 11,85–12,05%. Мы хотели бы еще раз подчеркнуть, что сделки с бумагами Фаэтон-Аэро-1'09 и Удмуртнефтепродуктом-1 совершаются чрезвычайно редко. Это вновь подтверждает нашу точку зрения, что выпуск Комплекс-ойл является более приемлемым ориентиром.

Ориентир доходности к оферте Уфаойл-ОПТАНа, названный организаторами выпуска, – 12,1–12,35%. Мы оцениваем справедливую доходность бумаги в диапазоне 12,2–12,4%.

Kumu Панцхава, PantskhavaKS@uralsib.ru



Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления
Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Эдуард Колузанов, koluzanovea@uralsib.ru

Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she_sa@uralsib.ru
Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru
Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, kuznetsovde@uralsib.ru
Дмитрий Попов, клиентский менеджер, popovdv@uralsib.ru

Редактирование / перевод

Евгений Гринкруг, редактор/переводчик, grinkruges@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru
Константин Макаров, репо-трейдер, makarovkv@uralsib.ru

Аналитика

Дмитрий Дудкин, начальник управления, dudkindi@uralsib.ru
Кити Панцхава, аналитик, pantskhavaks@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, аналитик, mur_nv@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Руководитель бизнес-блока
Дмитрий Шкловский, shklovskyda@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Антон Лобанов, вед. эксперт, lob_at@uralsib.ru
Фарида Ахметова, вед. специалист, akhmetovaff@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Ольга Степаненко, специалист, stepanenkoa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@uralsib.ru
Жапар Султанов, аналитик, sultanovzs@uralsib.ru

Аналитическое управление по операциям с акциями

Руководители управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru Ким Искян, iskyanks@uralsib.ru

Стратегия / Банки

Антон Табах, ст. аналитик, tabakhav@uralsib.ru

Политика / Экономика

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, rap_ca@uralsib.ru
Алексей Кормщиков, CFA, kor_an@uralsib.ru
Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Евгения Дышлюк, dyshlyukem@uralsib.ru

Павел Попиков, popikovpn@uralsib.ru

Машиностроение

Александра Мельникова, ACCA, melnikovaas@uralsib.ru

Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, руководитель управления, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор / Розничная торговля / Транспорт

Андрей Никитин, Nikitinai@uralsib.ru
Мария Старцева, startsevamv@uralsib.ru

Металлургия / Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghMS@uralsib.ru
Кирилл Чуйко, chu_ks@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения.

© УРАЛСИБ 2007