



УРАЛСИБ Кэпитал

Возможности рефинансирования компаний второго эшелона

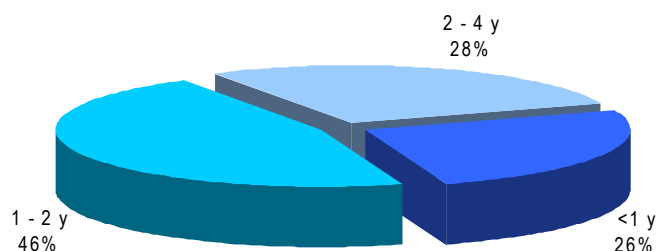
June 2008



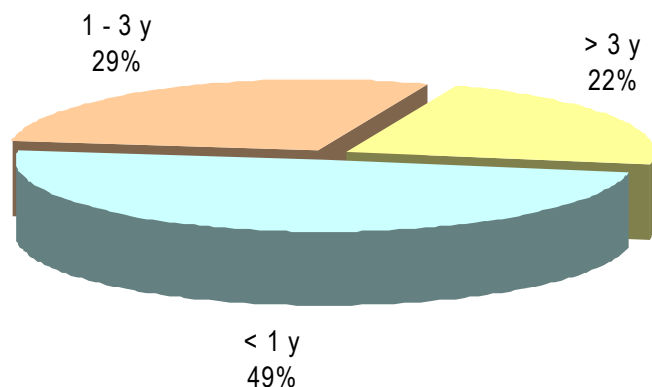


Второй эшелон характеризуется высокой долговой нагрузкой

Срочная структура рынка рублевых облигаций (капитализация корпоративных бумаг ~ RUR1.5 трлн.)



Срочная структура кредитов российских банков (общий объем ~ RUR10.5 трлн.)

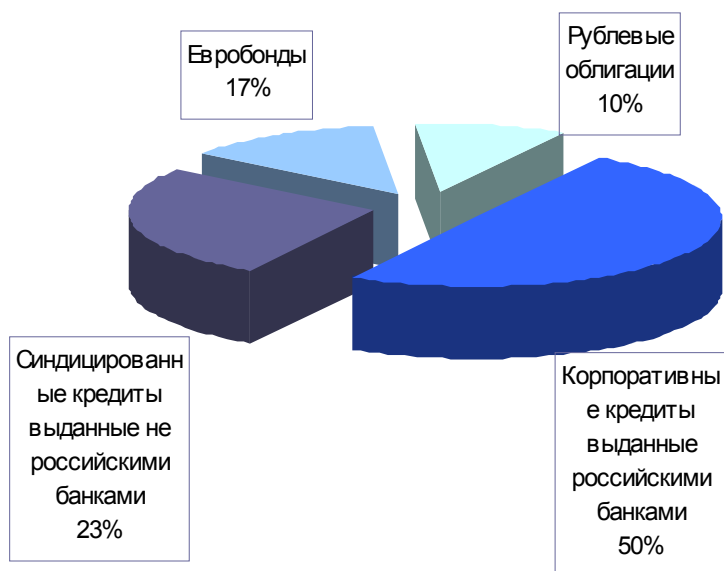


- ✓ Высокие темпы роста средних компаний создают потребность в финансировании (оборотного капитала и капитальных вложений).
- ✓ Большинство компаний предпочитает долговое финансирование, что привело к существенному росту их долга.
- ✓ На долю краткосрочного долга приходится большая часть его совокупного объема.
- ✓ Поскольку краткосрочный долг полностью не покрывается EBITDA, компании постоянно испытывают потребность в рефинансировании.
- ✓ Более половины капитализации всего рынка облигаций составляют выпуски второго-третьего эшелонов.
- ✓ На рынке рублевых облигаций 80% всего объема обращающихся корпоративных выпусков имеет срок погашения менее 1.5 года.
- ✓ Облигации на сумму около RUR350 млрд. должны быть погашены или пройти оферту в текущем году.
- ✓ Еврооблигации в объеме около US\$13 млрд. должны быть погашены в этом году.



Какие варианты рефинансирования наиболее приемлемы для компаний второго эшелона

Структура долга российских компаний
(общая капитализация US\$890 млрд.)



В основном долговые инструменты финансирования

Поскольку компании второго эшелона, как правило, отличаются высокими темпами роста, финансирование за счет заемных средств обходится им дешевле, чем привлечение средств путем размещения акций. Кроме того, находясь на стадии роста и консолидации, многие компании еще просто не готовы к выходу на публичный рынок акционерного капитала.

Общая капитализация публичного долга российских компаний оценивается в US\$890 млрд.



Какие варианты рефинансирования наиболее приемлемы для компаний второго эшелона

➤ Кредиты предоставляемые российскими банками – их доля будет снижаться

- Составляют более 47% всего долга, оставаясь основной базой рефинансирования.
- Особенностью кредитов, выдаваемых российскими банками, является их краткосрочность – более 60% всех кредитов имеет срок до погашения менее года.
- В последнее время мы отмечаем опережающий рост кредитных портфелей крупных банков за счет вытеснения с рынка средних и мелких кредитных учреждений - одно из следствий неблагоприятной ситуации на внешних долговых рынках (от которой особенно страдают банки второго и третьего эшелонов).
- Кредитный портфель российских банков ежегодно увеличивается примерно на 50% (то есть теми же темпами, что и денежная масса M2).
- С замедлением роста денежной массы (в нынешнем году ожидается ее рост всего на 33%) можно ожидать, что в среднесрочной перспективе снизятся также темпы роста кредитных портфелей российских банков.
- Компании третьего эшелона оказались вытесненными как с рынка еврооблигаций, так и с рынка банковских кредитов – их место заняли средние и крупные компании, которые рефинансировали внешний долг (еврооблигации) за счет кредитов, привлеченных у российских банков.



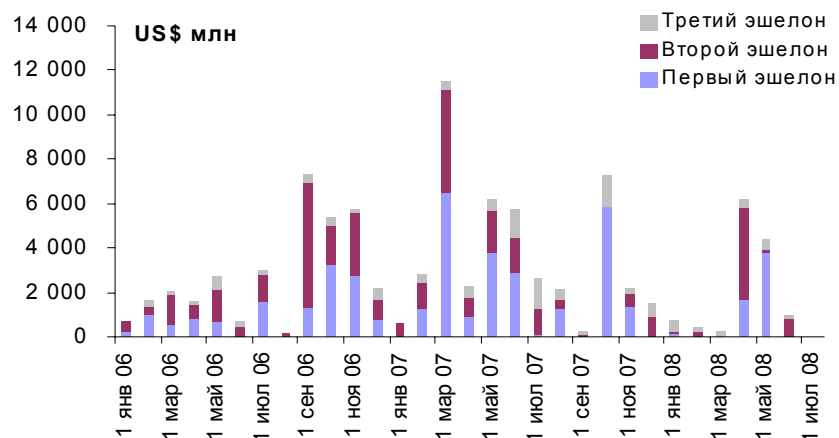
Какие варианты рефинансирования наиболее приемлемы компаниям второго эшелона

- Синдицированные кредиты иностранных банков – по-прежнему основной канал финансирования
 - Составляют 21% (или около USD135 млрд.) совокупного долга российских корпоративных заемщиков.
 - Львиная доля кредитов (95%) предоставляется заемщикам хорошего кредитного качества (первый и второй эшелоны), возможности привлечения синдицированных кредитов компаниями низкого кредитного качества остаются ограниченными.
- Рублевые корпоративные облигации «входят в моду»
 - Рублевые корпоративные облигации составляют самую меньшую долю в совокупном долге (9%), однако до недавнего времени темпы роста их капитализации были самыми высокими (около 100% до первой половины 2007 года).
- Еврооблигации – пока удел избранных
 - На их долю приходится 23% от совокупного объема долга.
 - Банковские выпуски занимают первое место по капитализации на рынке еврооблигаций с долей 41%, на втором – суверенные выпуски (26%), на третьем – бумаги нефтегазового сектора (21%).

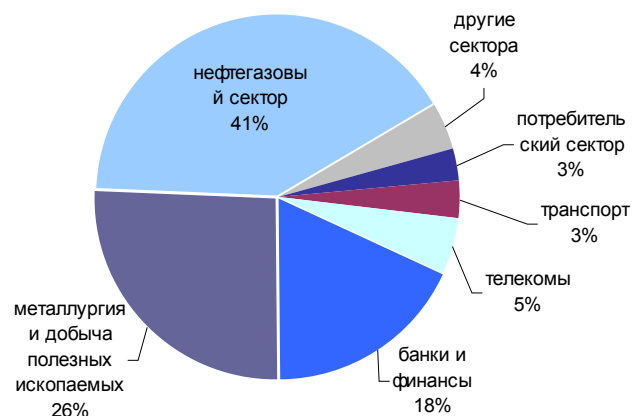


Рынок еврооблигаций подает признаки оживления, однако пока доступен только избранным

Динамика размещения еврооблигаций (по эшелонам)



Отраслевая структура рынка еврооблигаций

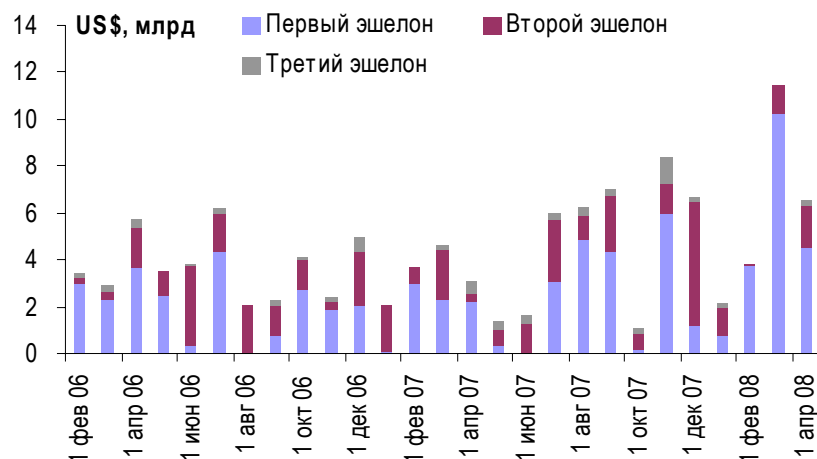


- ✓ С ноября прошлого года до апреля нынешнего рынок еврооблигаций был практически закрыт.
- ✓ Улучшение ситуация на развивающихся рынках позволило российским заемщикам привлечь на рынке еврооблигаций около US\$11.5 млрд. с начала года
- ✓ Вслед за успешными размещениями Газпрома, РСХБ, ВТБ, ЕвразХолдинга, Вымпелкома (почти без премий к рынку) ...
- ✓ ... на внешний рынок потянулись компании следующего по кредитному качеству эшелона, например, Миракс Групп, ЮТК, Сибирь Телеком, ХКФБ, АК Барс...
- ✓ ... однако для компаний второго эшелона условия все еще хуже, чем на российском рынке, о чем, в частности, свидетельствуют выпуски CLN, размещенные Миракс Групп (УТМ13.5% на два года) и ЮТК (УТР11% к годовой оферте), которые предложили нетипично высокую премию в размере более 200 бп к обращающимся российским бумагам эмитентов.

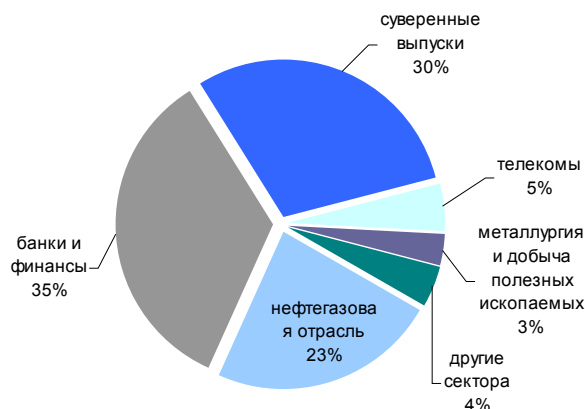


Синдицированные кредиты – по-прежнему основной канал рефинансирования

Динамика предоставленных синдицированных кредитов (по эшелонам)



Отраслевая структура синдицированных кредитов

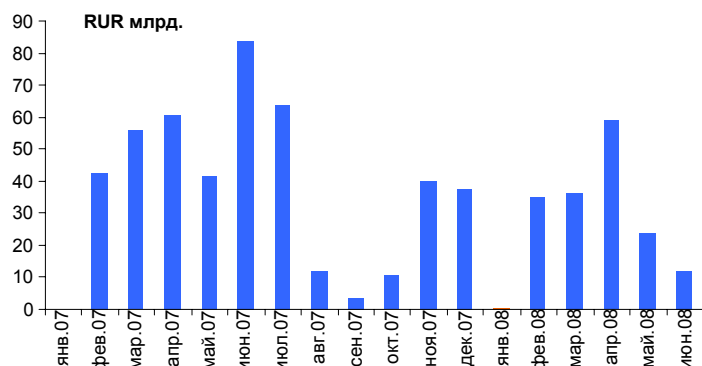


- ✓ Несмотря на глобальный кредитный кризис, рынок синдицированных кредитов оставался доступным для большинства компаний первого и второго эшелона.
- ✓ За первый квартал 2008 года компании привлекли синдицированные кредиты на сумму US\$24 млрд., что на 79% больше, чем за аналогичный период прошлого года.
- ✓ В период глобального падения аппетита к риску синдицированные кредиты более комфортны для инвесторов, чем долговые ценные бумаги.
- ✓ Ставки по синдицированным кредитам с некоторым лагом увеличиваются вслед за ростом доходностей на публичных рынках.
- ✓ Заемщикам невысокого кредитного качества, как правило предоставляются краткосрочные кредиты.
- ✓ Ковенанты накладывают существенные ограничения на финансовые показатели, что может быть неприемлемым для развивающихся компаний.

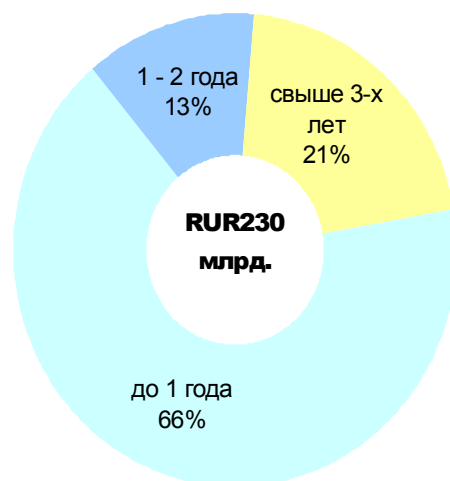


Локальный рынок восстанавливается...

Объем первичных размещений в 2007-08 гг. годах



Срочность бумаг, размещенных в 2008 году

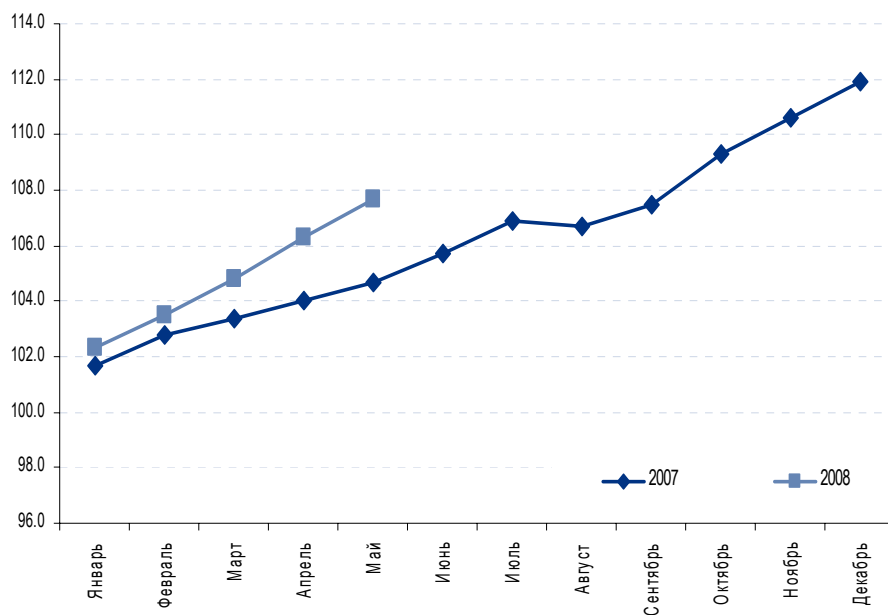


- ✓ С августа прошлого года до недавнего времени рынок рублевых облигаций был практически закрыт для компаний второго-третьего эшелона.
- ✓ С апреля этого года (когда приток иностранного капитала составил порядка US\$10 млрд.) ситуация начала постепенно выправляться...
- ✓ ... кроме квазисуверенных бумаг, первичный рынок открылся для эмитентов второго эшелона даже банковского сектора (УРСА, ХКФБ, Татфонд Банк, Зенит).
- ✓ Общий объем облигаций, размещенных с начала 2008 года, составил RUR230 млрд. (не считая ОФЗ, ОБР и «технические» выпуски) или треть от всего планируемого объема на год.
- ✓ Спросом пользуются в основном короткие бумаги приемлемого кредитного качества с дюрацией до 1-1.5 года.
- ✓ Инвесторы стали более осторожны в отношении риска – выпуски третьего эшелона по-прежнему размещаются с трудом.
- ✓ Разместить длинный риск пока могут только субфедеральные эмитенты (например, Республика Чувашия, Липецкая область, Московская область и др.).
- ✓ Самым высоким спросом пользуются качественные бумаги нефинансового сектора (о чем, в частности, свидетельствуют размещения СЗТ-5, БО АвтоВАЗ-4, ЧТПЗ-3, состоявшиеся почти без премии к рынку).



... однако не все так безоблачно (основные факторы удорожания ликвидности)

Индекс потребительских цен



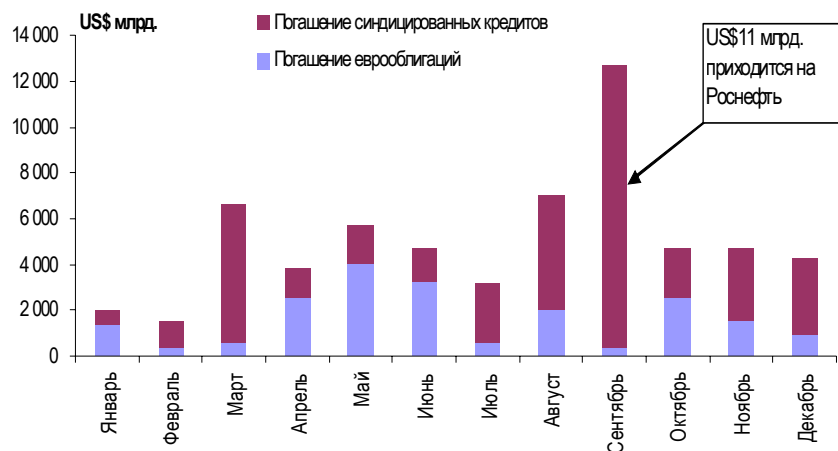
Политика денежных властей по сдерживанию инфляции:

- ✓ За первые 5 месяцев 2008 года рост потребительских цен составил 8%, что на 3.5% выше, чем за аналогичный период прошлого года.
- ✓ Последние действия монетарных властей (повышение ставок и нормативов ФОР) направлены на ужесточении денежно-кредитной политики для сдерживания инфляции.
- ✓ Повышение ключевых ставок ЦБ (в частности по РЕПО и депозитам) ведет к росту доходности тех бумаг которые включены в ломбардный список ЦБ...
- ✓ ... что влечет переоценку в целом по рынку.
- ✓ Катализатором переоценки служит сокращение запаса рублевой ликвидности...
- ✓ ...которое может произойти в первой декаде июля в результате уплаты квартального НДС (RUR300-400 млрд.)



... однако не все так безоблачно (основные факторы удорожания ликвидности)

Платежи по внешнему долгу в 2007-08 годах



Погашение внешнего корпоративного долга:

- ✓ Из общего объема внешнего долга с погашением в этом году (который мы оцениваем в US\$69 млрд.), US\$19.7 млрд. уже погашено или рефинансировано...
- ✓ ... в основном за счет привлечения новых синдицированных кредитов
- ✓ До конца года российским компаниям предстоит погасить еще около US\$55 млрд.,
- ✓ Пик внешних платежей приходится на сентябрь 2008 года, когда предстоит погасить около US\$18 млрд. ...
- ✓ ... из которых US\$11 млрд. приходится на долг Роснефти.
- ✓ Мы считаем, что внешний рынок позволит российским компаниям высокого кредитного качества успешно рефинансировать свои валютные обязательства.
- ✓ Лишь в случае серьезного ухудшения глобальной ликвидности, часть внешнего долга будет рефинансироваться на локальном рынке.



Основные выводы

Какие инструменты наиболее приемлемы для второго эшелона	<ul style="list-style-type: none">✓ Синдицированные кредиты более комфортны для инвесторов, однако ковенанты лишают заемщика финансовой гибкости✓ Рублевые облигации удобны эмитентам, однако инвесторы чувствуют себя незащищенными✓ Кредиты российских банков будут оставаться основным источником рефинансирования, однако их доля будет снижаться (в связи с ожидаемым замедлением роста денежной массы)✓ Еврооблигации пока остаются наименее привлекательными для эмитентов второго эшелона
Инвесторы стали более осторожны в отношении риска	<ul style="list-style-type: none">✓ Выпуски третьего эшелона по-прежнему размещаются с трудом✓ Спросом пользуются в основном короткие бумаги приемлемого кредитного качества с дюрацией до 1-1.5 года✓ Самым высоким спросом пользуются качественные бумаги нефинансового сектора✓ Компании третьего эшелона оказались вытесненными как с рынка еврооблигаций, так и с рынка банковских кредитов – их место заняли средние и крупные компании, которые рефинансировали внешний долг (еврооблигации) за счет кредитов российских банков
Пути нахождения компромисса между инвесторами и эмитентами	<ul style="list-style-type: none">✓ Разработка гибридных инструментов, сочетающих достоинства долговой ценной бумаги (возможность совершения сделок, диверсификация риска) и защищенность кредитов✓ Отсутствие законодательной базы для работы с гибридными инструментами – высокий counterparty risk
Ликвидность дорожает	<ul style="list-style-type: none">✓ Ужесточение денежно-кредитной политики с целью борьбы с инфляцией✓ «Навес» первичных размещений✓ Глобальный рост процентных ставок на фоне высоких инфляционных рисков

**URALSIB Securities Ltd**

Tower 42, 25 Old Broad St., London EC2N 1HQ, UK
Telephone: +44 (0)20 7562 8000
Fax +44 (0)20 7562 8099
Authorised and Regulated by FSA
Member Firm London Stock Exchange

**URALSIB Capital LLC**

8 Efremova Street, Moscow, Russia 119048
Telephone: + 7 (495) 788 0888
Fax: + 7 (495) 705 7010

**Auerbach Grayson & Co.**

25 West 45th Street, 16th Fl., New York,
New York 10036
Tel: 212-557-4444, Fax: 212-557-9066

Disclaimer

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the undersigned lead analyst(s) about the subject. The lead analyst(s) has not and will not receive any compensation for providing a specific recommendation or view in this report. Opinions, estimates and projections in this report constitute the present judgment of the undersigned lead analyst(s) as at the date of the report. They do not necessarily reflect the opinions of URALSIB and are subject to change without notice. Name of lead analyst: Michael Kavanagh (Metals & Mining).

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 to buy or sell securities.

Information and opinions contained in this report have been compiled by URALSIB from sources believed to be reliable and while all reasonable care has been taken in the preparation of this report, URALSIB makes no representation or warranty, express or implied, to its accuracy or completeness. Neither URALSIB nor its principals, employees, agents or affiliates accept any liability for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. Investors should make their own investment decisions using their own independent advisors, as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives when investing. The information is the exclusive property of "URALSIB Capital LLC" and may not be reproduced or distributed without prior written permission.

URALSIB, their principals, employees, agents or affiliates may have positions or effect transactions in the securities referred to in this report and may engage in securities transactions with respect to securities covered by this report. They may also sell to or buy from customers on a principal basis and may serve as a director of issuers of such securities. Disclosures of conflicts of interest, if any, are listed below.

Investing in Russia and Russian securities may not be suitable for all investors and involves a high degree of risk. Investors should perform their own due diligence before investing, having due regard to their investment objectives and financial situation. Exchange rate fluctuations may affect the value of, and/or income from, securities denominated in currencies other than an investor's currency. Past performance is not an indication of future results necessarily. Prices of securities, income from an investment, liquidity and availability of securities are subject to change without notice. URALSIB has no obligation to modify, amend or update this report, nor to otherwise notify a reader of this report should any opinion, projection, forecast, estimate or other matter change or subsequently becomes inaccurate or if research coverage of the company by URALSIB ceases.

This report is not intended for the use of Private Customers as that term is defined under the Financial Services and Markets Act 2000. This report has been approved for publication in the United Kingdom by URALSIB Securities Limited, authorised and regulated by the Financial Services Authority and a member firm of the London Stock Exchange.

Additional information available upon request.

© URALSIB Capital 2008

This report has been prepared by the correspondent of Auerbach Grayson & Company Incorporated named above on the date listed above. We are distributing the report in the U.S. and accept responsibility for its content subject to the terms as set within the report. Any U.S. person receiving this report and wishing to effect transactions in any security discussed herein should do so only with a representative of Auerbach Grayson & Company Incorporated. Additional information on recommended securities is available on request.