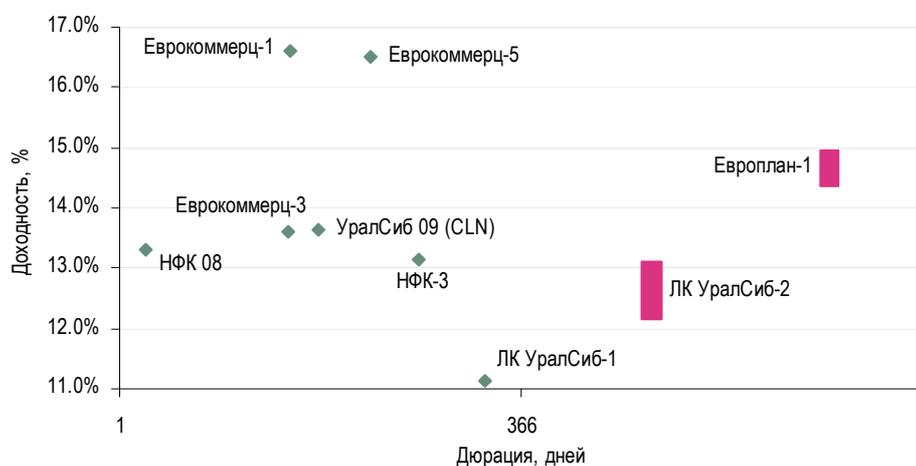


Первичные размещения ЛК УралСиб и Европлан

- Лизинговая компания УралСиб (ЛК УралСиб; Fitch: B+) и компания Европлан в настоящее время проводят маркетинг рублевых облигаций объемом 5 млрд и 2 млрд соответственно. В данном отчете мы анализируем кредитный профиль этих компаний и даем оценку ориентирам по доходности, объявленным организаторами выпусков.
- Российские лизинговые компании, подобно банкам, специализирующимся на потребительском кредитовании, полностью зависимы от «оптовых» источников финансирования. По нашему мнению, это один из наиболее существенных рисков, присущих лизинговому бизнесу в текущей ситуации на рынке капитала. С точки зрения способности привлекать ресурсы в условиях продолжающегося финансового кризиса, ЛК УралСиб, входящая в банковскую группу УралСиб, сейчас находится в более благоприятном положении, чем Европлан.
- Профиль ликвидности лизинговых компаний (также аналогично банкам в секторе потребительского кредитования) является весьма комфортным из-за краткосрочной природы их активов. И ЛК УралСиб, и Европлан имеют положительный разрыв ликвидности и вряд ли столкнутся с существенными трудностями в обслуживании своих долгов.
- Качество активов обеих компаний представляется вполне приемлемым, хотя их показатели проблемных активов не являются сопоставимыми в связи с использованием разных стандартов финансовой отчетности ЛК УралСиб составляет отчетность по МСФО, а Европлан – по US GAAP). Заметным отличием с точки зрения структуры портфеля является более высокая концентрация Европлана на автолизинге, тогда как портфель ЛК УралСиб более диверсифицирован.
- Достаточность капитала обеих компаний мы оцениваем как адекватную (коэффициент Капитал/Активы равен 15.3% у ЛК УралСиб и 14% у Европлана).
- Рентабельность компаний в 2007 г. была высокой: ROA составила 3.4% для ЛК УралСиб и 5.9% для компании Европлан. Мы полагаем, что основной причиной различия между данными показателями является более консервативный подход к резервированию у ЛК УралСиб.
- Новый выпуск облигаций ЛК УралСиб с доходностью 12.10-13.16% к ofercie через полтора года, на наш взгляд, представляет собой весьма интересную инвестиционную возможность, принимая во внимание его ожидаемое включение в Ломбардный список Банка России. Облигации Европлана с прогнозной доходностью 14.50-15.00% к двухлетней ofercie с фундаментальной точки зрения также привлекательны, но мы считаем кредитное качество этой компании более слабым по сравнению с факторинговой компанией Еврокоммерц (B2), тогда как обязательства последней торгуются с более высокой доходностью (около 16%).

Рисунок 1. Доходность облигаций лизинговых и факторинговых компаний на 18.07.2008 г.



ЛК УралСиб

ЛК УралСиб (Fitch: B+) занимает четвертое место среди российских лизинговых компаний по размеру активов (около USD1 млрд по состоянию на конец 2007 г.); тройка лидеров контролируется государственными банками или непосредственно государством. 87.6% компании находится в собственности банка УралСиб (BB-/Ba3/B+), и ее показатели полностью консолидируются в отчетности банка; остальные 12.4% принадлежат оффшорным структурам финансовой корпорации УралСиб.

Лизинговый портфель ЛК УралСиб хорошо диверсифицирован; основные классы предметов лизинга – строительное оборудование, подвижной состав и недвижимость. В отличие от компании Европлан, ЛК УралСиб предоставляет услуги лизинга не только малым и средним предприятиям, но и крупным компаниям, поэтому доля крупнейших 20 лизингополучателей в ее портфеле значительно выше (37.5% против 7.5%). Тем не менее, принимая во внимание более высокую концентрацию портфеля ЛК УралСиб негативным фактором с точки зрения кредитного качества.

Качество лизингового портфеля ЛК УралСиб мы оцениваем как хорошее: на конец 2007 г. всего 2.4% лизинговых активов были просрочены более чем на 60 дней или имели признаки обесценения, тогда как по итогам 2006 г. этот показатель был равен 9.7%. Коэффициент покрытия проблемной задолженности резервами на конец прошлого года составлял 116%, и мы оцениваем его как достаточный, учитывая очень низкий уровень списаний. Отношение резервов к лизинговому портфелю мы считаем адекватным, поскольку требования компании являются обеспеченными, а права собственности на предметы лизинга страхуются.

Эффективная процентная ставка (APR) по лизинговому портфелю компании, рассчитанная на основе показателей отчетности по МСФО, в 2007 г. несколько снизилась (с 22.8% до 19%), однако чистая процентная маржа увеличилась на 70 б. п. благодаря значительному снижению стоимости фондирования. Рентабельность активов компании также выросла, достигнув 3.4% против 2.1% годом ранее (ROA банка УралСиб за 2007 г. составила менее 1%). Мы считаем, что высокая рентабельность ЛК УралСиб – одна из главных причин, по которым материнская группа заинтересована в оказании финансовой поддержки компании.

С точки зрения диверсификации источников фондирования, за последний год ЛК УралСиб добилась значительных успехов: доля обязательств перед связанными сторонами сократилась с 57.7% до 19.4%. Этот результат обусловлен следующими факторами:

- значительный объем привлечения ресурсов за счет выпуска ценных бумаг (рублевые облигации на 2.7 млрд руб., векселя на 2.7 млрд руб. и выпуск CLN объемом 2.6 млрд руб.);
- увеличение объемов заимствований у международных финансовых организаций.

По комментариям руководства компании, снижение доли ресурсов, привлеченных от связанных сторон, является частью политики, направленной на диверсификацию структуры фондирования. В то же время, мы считаем, что в случае возникновения разрыва ликвидности вероятность поддержки для ЛК УралСиб очень велика, что связано со следующими причинами:

- бизнес компании характеризуется высокой рентабельностью, что позволяет рассчитывать на его высокую оценку в случае продажи стратегическому инвестору;
- ЛК УралСиб – консолидируемая «дочка» банка УралСиб, и финансовые проблемы лизинговой компании могут заметно отразиться на репутации банка. Кроме того, по данным организаторов выпуска, ЛК УралСиб входит в список значимых дочерних подразделений (*material subsidiary*) банка и, соответственно, подпадает под действие условий о кросс-дефолте по его внешним заимствованиям.

В соответствии с требованиями банковского регулирования, максимальный кредитный лимит для одного заемщика банка УралСиб составляет около 11 млрд руб. (25% собственного капитала банка); соответственно, объем неиспользованных кредитных линий ЛК УралСиб может достигать 5-7 млрд руб. На наш взгляд, зависимость от «оптового» фондирования в большой степени нивелируется высокой вероятностью поддержки со стороны материнской организации. Структура пассивов банка УралСиб сформирована преимущественно за счет депозитов, соотношение кредитов к депозитам составляло около 1.1 на конец 2007 г.

По нашему мнению, по самостоятельному кредитному качеству ЛК УралСиб сопоставима с российскими банками средних размеров (с рейтингами В/В2), а фактор поддержки от материнской структуры обуславливает дополнительное повышение рейтинга на один-два пункта. Таким образом, мы считаем, что если компания примет решение получить рейтинг от агентства S&P или Moody's, с высокой вероятностью она будет оценена на одном уровне с материнским банком УралСиб (BB-/Ba3).

В случае размещения рублевых облигаций банка УралСиб их доходность к ofercie через полтора года, по нашим оценкам, составила бы 10.00-10.50%. Исходя из этого, ориентир по доходности нового выпуска обязательств ЛК УралСиб в диапазоне 12.10-13.16% представляется нам очень привлекательным, особенно при доходности выше 12.50. Поддержку спросу на эти облигации также должны оказать следующие факторы: возможность их использования в качестве обеспечения по операциям РЕПО с Банком России (первый выпуск уже входит в Ломбардный список) и ожидаемое включение в котировальный список А1 ММВБ, что сделает эти бумаги доступными для инвестирования пенсионных резервов. С другой стороны, учитывая большой объем запланированного размещения, мы полагаем, что доходность выпуска установится ближе к верхней границе прогнозного диапазона.

Таблица 1. ЛК УралСиб: основные показатели по МСФО

Млн руб., если не указано иное	2007	2006
Активы	25 060	14 325
Чистые инвестиции в лизинг	20 078	11 030
Резервы, %	2.8%	2.5%
Обязательства	21 221	11 147
Заемные средства	10 752	9 251
Выпущенные ценные бумаги	7 963	359
Собственный капитал	3 839	3 178
Капитал/Активы	15.3%	22.2%
Процентные доходы	2 947	1 722
Чистый процентный доход	1 770	802
Чистая прибыль	661	219
ROA	3.4%	2.1%
ROE	18.8%	11.2%
Годовая процентная ставка (APR)	18.9%	22.8%
Заемствования связанных сторон	19.4%	57.7%

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Европлан

При сравнении кредитного качества компании Европлан с ЛК УралСиб мы отмечаем следующие слабые стороны: 1) меньший масштаб бизнеса; 2) существенно более низкую вероятность финансовой поддержки; 3) более высокую концентрацию источников фондирования. В то же время, мы считаем Европлан весьма надежным эмитентом третьего эшелона и полагаем, что облигации компании могут быть привлекательными для инвесторов, ориентированных на инструменты с высокой доходностью.

Европлан занимает восьмое место среди российских лизингодателей по объему нового бизнеса за 2007 г. 67% акций компании контролирует инвестиционный фонд Baring Vostok Capital Partners (BVCP). Основной сегмент бизнеса Европлана – автолизинг, на который приходится около 75% портфеля компании. По сравнению с ЛК УралСиб лизинговый портфель Европлана характеризуется значительно меньшей концентрацией с точки зрения крупных лизингополучателей, но в то же время более зависим от одного класса предметов лизинга.

Сведения о качестве активов, представленные в финансовой отчетности Европлана, существенно менее детализированы, чем у ЛК УралСиб, поскольку аудированная финансовая отчетность не содержит информации об объеме и структуре просроченных платежей по срокам. По данным информационного меморандума, на первый квартал 2008 г. объем лизинговых контрактов с платежами, просроченными более чем на 60 дней, составляет 0.4% портфеля компании, однако сюда не включены данные по обесценению отдельных контрактов (*individual impairment*). Политика резервирования Европлана также намного менее консервативна по сравнению с ЛК УралСиб: на конец прошлого года объем резервов достигал лишь 0.2% чистых инвестиций в лизинг против 2.8% у ЛК УралСиб.

По отчетности за 2007 г. рентабельность Европлана была очень высокой: показатель ROA составил 5.9%. Следует отметить, однако, что этот результат во многом объясняется более низкими отчислениями в резервы. По нашим расчетам, если бы уровень резервирования у компании был сопоставимым с показателем ЛК УралСиб, ее ROA за 2007 г. составила бы около 3%; тем не менее, такой результат тоже вполне приемлем.

Низкая диверсификация источников пассивов является, на наш взгляд, основным недостатком Европлана по сравнению с ЛК УралСиб: на конец 2007 г. обязательства перед пятью крупнейшими кредиторами составляли 76% пассивов компании. Еще одним важным отличием является тот факт, что заимствования Европлана преимущественно являются обеспеченными (85% лизингового портфеля на конец года находилось в залоге), тогда как у ЛК УралСиб этот показатель был равен только 25%. Несмотря на все вышесказанное, мы не считаем, что Европлан несет высокие риски ликвидности, учитывая краткосрочную природу активов компании и позитивный разрыв ликвидности по всем срокам погашения обязательств.

Следует принять во внимание, что при оценке кредитного качества компании Европлан нельзя полагаться на поддержку материнской организации. Возможность предоставления фондирования со стороны BVCP, на наш взгляд, маловероятна, и, следовательно, зависимость Европлана от «оптового» фондирования представляется более значительной по сравнению с ЛК УралСиб.

Несмотря на недостатки структуры пассивов, с фундаментальной точки зрения кредитное качество компании Европлан мы оцениваем как весьма высокое для эмитента третьего эшелона. Объявленный организаторами ориентир по доходности нового выпуска облигаций на уровне 14.00-14.50% представляется вполне адекватным. С другой стороны, длинная дюрация выпуска (2 года), на наш взгляд, может ограничить спрос участников рынка на данный инструмент. Кроме того, бумаги факторинговой компании Еврокоммерц (доходность около 16% при дюрации менее 1 года) предлагают более привлекательную возможность инвестирования в обязательства небанковских финансовых организаций.

Таблица 2. Европлан: основные показатели по US GAAP

<i>USD млн, если не указано иное</i>	2007	2006
Активы	489	223.38
Чистые инвестиции в лизинг	385.1	176.9
Резервы, %	0.19%	0.49%
Заемные средства	389.1	140.13
Собственный капитал	68.5	42.36
Капитал/Активы, %	14.01%	18.96%
Процентные доходы	70.97	31.59
Процентные расходы	24.63	9.72
Чистый процентный доход	46.34	21.87
Чистая прибыль	21.14	8.69
Рентабельность активов, %	5.94%	5.06%
Рентабельность капитала, %	38.14%	22.86%
Эффективная ставка, %	25.26%	23.04%

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Дэвид Азеркофф
DAserkoff@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян
Искандер Абдуллаев

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская
Кристина Лядская

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Андрей Крупник

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская
Анна Гальцова

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Тилсина

Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Ареева

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляч

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джеффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головки
Александр Хоролец

Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе
Милена Иванова
Бектас Мукажанов

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Анна Кучеревская

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилл
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100