

Монитор первичного рынка

ЛК УРАЛСИБ: независимый бизнес с надежной страховкой

Лизинговая компания УРАЛСИБ – одна из крупнейших российских лизинговых компаний. Согласно рейтингу агентства Эксперт РА, по итогам 2007 г. ЛК УРАЛСИБ заняла 3 место по объему нового бизнеса после ВТБ-Лизинг и РГ Лизинг.

Сильный акционер в лице банка УРАЛСИБ дает компании целый ряд конкурентных преимуществ, а именно операционная синергия, а также фактическая и потенциальная финансовая поддержка от акционера. Специфика бизнеса лизинга - высокая зависимость от стабильности финансовых потоков и структуры источников фондирования. В текущей рыночной ситуации «подушка безопасности» в виде возможности быстрого доступа к денежным ресурсам является очень весомым плюсом для лизинговой компании. ЛК УРАЛСИБ имеет открытые кредитные линии в материнском банке. Соответственно, даже в случае еще более серьезного ухудшения рыночной конъюнктуры, компания в любой момент может ими воспользоваться.

Мы рекомендуем принимать участие в аукционе и выставлять заявки от 12.2% по доходности. В своей оценке мы заложили достаточно консервативные предпосылки, оттолкнувшись от доходности недавно размещенного 2-го выпуска ВТБ-Лизинг, который разместился по верхней границе прогнозного диапазона с премией 50 б.п. к кривой ВТБ и взяв максимально возможную из наших оценок спреда между бумагами ВТБ-Лизинг (ВВВ+/-/ВВВ+) и ЛК УРАЛСИБ (-,-,В+).

Наталья Ковалева
 Kovaleva_NY@mmbank.ru

Эмитент	ООО "Лизинговая компания УРАЛСИБ"
Серия выпуска	2
Объем выпуска, млн. руб.	5000
Гос. номер	4-02-36314-R
Дата начала размещения	24.07.2008
Срок погашение/ оферта, лет	3 года/1.5 года
Дата оферты	24.04.2009
Дата погашения	19.04.2012
Организатор(ы)	Газпромбанк
Место обращения (Listing)	ММВБ/ ломбард
Web	http://www.leasing.uralsib.ru/
Прогноз	
Ставка купона, % год.	11.85 - 12.25
Рекомендуемая дох-ть для участия, %	12.2 - 12.63
Спрэд к бескупонной кривой, б.п.	630 - 670

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

ЛК УРАЛСИБ: независимый бизнес с надежной страховкой

Выпуск облигаций серии 02

Наталья Ковалева
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Эмитент	ООО "Лизинговая компания УРАЛСИБ"
Серия выпуска	2
Объем выпуска, млн. руб.	5000
Гос. номер	4-02-36314-R
Дата начала размещения	24.07.2008
Срок погашения/ оферта, лет	3 года/1.5 года
Дата оферты	24.04.2009
Дата погашения	19.04.2012
Организатор(ы)	Газпромбанк
Место обращения (Listing)	ММББ/ ломбард
Web	http://www.leasing.uralsib.ru/
Прогноз	
Ставка купона, % год.	11.85 - 12.25
Рекомендуемая дох-ть для участия, %	12.2 - 12.63
Спрэд к бескупонной кривой, б.п.	630 - 670

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Лизинговая компания УРАЛСИБ – одна из крупнейших российских лизинговых компаний. Согласно рейтингу агентства Эксперт РА, по итогам 2007 г. ЛК УРАЛСИБ заняла 3 место по объему нового бизнеса, 1 место осталось за лидером рынка – ВТБ-Лизинг, 2 место – РГ Лизинг («дочка» Сбербанка).

Портфель ЛК УРАЛСИБ хорошо диверсифицирован – как по клиентам (по состоянию на 01.05.2008 крупный бизнес – 41.5%, средний бизнес – 35%, малый бизнес – 23.5%), так и по отраслям и регионам. Одним из ключевых конкурентных преимуществ ЛК УРАЛСИБ является разветвленная сеть филиалов – 71 филиал по России.

Отраслевая структура лизингового портфеля

Строит. оборудование	18.2%
Ж/д техника	14.8%
Недвижимость	14.0%
Грузовой а/ транспорт	13.6%
Пищевое оборуд.	6.2%
Легковой а/ транспорт	6.9%
Автобусы	6.2%
С/х техника	5.6%
Оборуд. для добывающ. и развед. отрасли	2.3%
Торговое оборудование	1.5%
Прочее	10.7%

Данные на 01.05.08

Источник: инф. меморандум

Акционеры

ОАО «Банк УРАЛСИБ», входящий в ФК УРАЛСИБ, контролирует 87.6% ЛК УРАЛСИБ, 12.4% принадлежит Damita Enterprises Limited, аффилированной с ФК УРАЛСИБ. Основным бенефициаром ФК является Николай Цветков.

Сильный акционер в лице банка УРАЛСИБ дает компании целый ряд конкурентных преимуществ:

- **Операционная синергия**, а именно практика кросс-продаж клиентам банка, удешевление и упрощение открытия филиалов, выделение ряда служб, функционирующих внутри Группы (подбор персонала, IT службы).

- **Фактическая и потенциальная финансовая поддержка от акционера.** В текущей рыночной ситуации «подушка безопасности» в виде возможности быстрого доступа к денежным ресурсам является очень весомым плюсом для лизинговой компании. Специфика лизинговой отрасли – высокая зависимость от стабильности финансовых потоков и структуры источников фондирования. В среднем по отрасли доля собственных средств в валюте баланса ЛК достаточно низка (около 10%). Глобальный кризис привел к существенному ужесточению условий привлечения рефинансирования, привлечь необходимые средства становится и сложнее и дороже, тогда как для лизингового бизнеса возможность привлечения финансирования – ключевой фактор выживания и дальнейшего развития.

Сильные стороны:

- поддержка Банка УРАЛСИБ
- разветвленная филиальная сеть
- достаточно высокая диверсифицированность портфеля по отраслям и клиентам
- высокая доходность активов и рентабельность операций
- наличие Ломбарда и списка А1

Слабые стороны:

- высокая зависимость от заемных средств
- растущая конкуренция на рынке лизинга

- До 2006 г. доля УРАЛСИБа в источниках фондирования ЛК УРАЛСИБ составляла 100%. В 2006 г. была принята стратегия, направленная на большую финансовую независимость – снижение доли материнского банка в общем объеме привлеченных кредитов. Сейчас эта доля составляет 23%. Тем не менее, ЛК УРАЛСИБ имеет открытые кредитные линии в материнском банке. Соответственно, даже в случае еще более серьезного ухудшения рыночной конъюнктуры, компания в любой момент может ими воспользоваться.

Рейтинги

В ноябре 2007 г. Fitch присвоило ЛК УРАЛСИБ рейтинг на уровне В+. Из пресс-релиза следует, что рейтинги отражают потенциальную поддержку, которую компания может получить от своего основного акционера, Банка УРАЛСИБ, который также имеет рейтинг В+ от Fitch со стабильным прогнозом. Другие агентства оценивают кредитное качество основного акционера компании на ступень выше – S&P повысил банку рейтинг до уровня ВВ- в мае этого года, Moody's изначально присвоил ему рейтинг Вa3, сейчас прогноз по рейтингу позитивный.

На презентации займа, а также в материалах организаторов займа, отмечается возможность повышения рейтинга ЛК УРАЛСИБ в ближайшие месяцы с учетом повышения оценки кредитного качества ОАО «Банк УРАЛСИБ». Мы также считаем такой сценарий возможным, однако не факт, что это произойдет быстро, ведь рейтинг банку повысил S&P (лизинговая компания рейтингов от этого агентства не имеет), а не Fitch, который в данном случае занимает более консервативную позицию. Поэтому в своей оценке справедливого уровня доходности мы будем пока опираться только на существующий рейтинг, отмечая возможность его повышения лишь как дополнительный «бонус», который могут получить потенциальные инвесторы.

Финансовые показатели

ЛК УРАЛСИБ предоставляет аудированную консолидированную отчетность по МСФО (данные за 2007 г. взяты из материалов одного из организаторов займа, Газпромбанка). По итогам 2007 г. объем чистых инвестиций в финансовую аренду вырос почти в 2 раза (на 95%) – с \$418.9 млн до \$818 млн. Тем не менее по темпам роста этого показателя ЛК УРАЛСИБ значительно уступает лидеру рынка, ВТБ Лизинг, который по итогам 2007 г. продемонстрировал более чем четырехкратный рост инвестиций в финансовую аренду. Рост активов ЛК УРАЛСИБ в 2007 г. составил 88% – с \$544 млн в 2006 г. до \$818 млн в 2007 г.

Чистый процентный доход до резервов вырос на 134% – с \$29.6 млн до \$69.3 млн. При этом чистая процентная маржа выросла с 9.8% до 11%. Чистая процентная маржа после резервов увеличилась с 7.6% до 10.2%. Также выросли показатели рентабельности активов и собственного капитала – с 2.1% и 10.9% до 3.3% и 18.7% соответственно.

ЛК УРАЛСИБ поддерживает высокий уровень собственного капитала. В 2007 г. показатель Капитал/ Активы составил 15.3% против 22.2% в 2006 г. (когда был сделан крупный вклад в капитал от акционера) и 12% в 2005 г.

По словам представителей компании, на 2009 г. намечен переход от стратегии интенсивного роста к стратегии повышения эффективности и управления издержками, а период активной экспансии приближается к завершению. Соответственно, можно предположить, что бурный рост валовых показателей может несколько сократиться, а во главе угла останутся показатели рентабельности.

Кредитные рейтинги лизинговых компаний

	S&P	Moody's	Fitch
ВТБ-Лизинг	BBB+		BBB+
ЛК Уралсиб			В+
Росагролизинг			BBB

Источники: данные рейтинговых агентств

Финансовые показатели за 2007г.

	ЛК УРАЛСИБ	ВТБ-Лизинг
Активы		
Финансовая аренда	818.0	1919.8
Дебиторская задолженность	2.6	693.6
Налоги	177.8*	187.2
Основные средства	0.4	138.4
Ликвидные активы	22.2	66.3
Доходные активы	818.1	1919.8
Активы	1020.9	3458.703
Темп роста активов	88%	344%
Средние доходные активы	629.9	1192.7
Средние активы	782.5	2118.6
Обязательства и капитал		
Банковские кредиты	438.0	2774.3
Собственный капитал	156.4	146.1
Отчет о прибылях и убытках		
Чистый процентный доход до р	69.3	164.8
Резервы на по судам	5.2	3.5
Чистый процентный доход	64.1	161.3
Операционные расходы	29.9	36.2
Прибыль до налогообложения	35.0	109.1
Чистая прибыль	25.9	77.9
Коэффициенты (х)		
Чистая процентная маржа	11.0%	13.8%
Чистая процентная маржа пог	10.2%	13.5%
ROAA	3.3%	3.7%
ROAE	18.7%	75.0%
Операционные расходы /доходы	46%	25%
Операционные расходы /Средние активы	3.8%	1.7%
Ликвидные Активы /Активы	2.2%	2%
Капитал /Активы	15.3%	4%

*здесь Прочие активы, т к у ЛК УРАЛСИБ налоги в этой статье

Источник: ЛК УРАЛСИБ, ВТБ-Лизинг, расчеты БМ

	2006	2007	Изменение, в %		2006	2007	Изменение, в %
Активы				Отчет о прибылях и убытках			
Финансовая аренда	418.9	818.0	95%	Чистый процентный доход до резервов	29.6	69.3	134%
Дебиторская задолженность	6.7	2.6	-62%	Резервы на по ссудам	6.7	5.2	-23%
Прочие активы*	87.0	177.8		Чистый процентный доход	22.8	64.1	181%
Основные средства	0.8	0.4	-49%	Операционные расходы	12.6	29.9	137%
Ликвидные активы	30.6	22.2	-27%	Прибыль до налогообложения	10.8	35.0	223%
Доходные активы	441.7	818.1	85%	Чистая прибыль	8.1	25.9	221%
Активы	544.0	1020.9	88%	Коэффициенты (х)			
Средние доходные активы	302.6	629.9		Чистая процентная маржа	9.8%	11.0%	
Средние активы	383.0	782.5		Чистая процентная маржа после резервов	7.6%	10.2%	
Обязательства и капитал				ROAA	2.1%	3.3%	
Банковские кредиты	351.3	438.0	25%	ROAE	10.9%	18.7%	
Собственный капитал	120.7	156.4	30%	Операционные расходы /доходы	54%	46%	
				Операционные расходы /Средние активы	3.3%	3.8%	
				Ликвидные Активы /Активы	5.6%	2.2%	
				Капитал /Активы	22.2%	15.3%	

*в этой статье НДС
Источник: ЛК УРАЛСИБ, расчеты БМ

Структура источников фондирования

До 2006 г. доля УРАЛСИБа в источниках фондирования ЛК УРАЛСИБ составляла 100%. В 2007 г. компания перешла к стратегии диверсификации источников фондирования. Летом 2007 г. был размещен выпуск CLN объемом 2.5 млрд руб. сроком обращения 1.5 года со ставкой купона 9.75%. Также был привлечен синдицированный кредит объемом \$200 млн сроком на 5 лет (организатор Credit Suisse). В декабре 2007 г. был размещен дебютный выпуск рублевых облигаций объемом 2.7 млрд руб. сроком обращения 3 года и 1.5-годовой офертой.

По состоянию на 01.06.2008 в структуре кредитного портфеля

- 23.1% составляли займы от банков ФК УРАЛСИБ
- 25.2% - кредиты западных банков
- 37.1% - размещения на открытом рынке
- 14.7% - кредиты и займы российских банков и компаний.

На презентации займа было сказано, что помимо нового облигационного выпуска на 5 млрд других рублевых бумаг размещать не планируется, что не может не радовать в свете последних событий, когда прайсинги по новым займам приводят к переоценке обращающихся выпусков и порой к очень существенной переоценке.

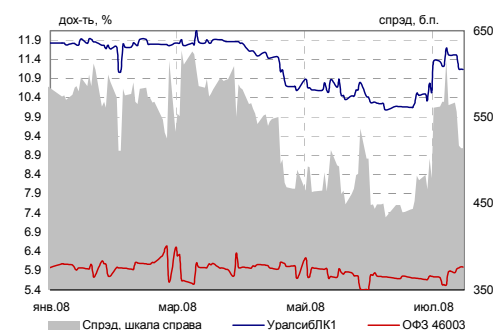
Риски переоценки

При позиционировании облигационного выпуска ЛК УРАЛСИ мы будем опираться на рыночную оценку облигаций лидера отрасли, ВТБ Лизинг. Учитывая не самую радужную картину, которую мы наблюдаем на рынке рублевого долга последний месяц, нам бы хотелось отдельно остановиться на том, что «фундамент», от которого мы будем отталкиваться при оценке, достаточно устойчив. Выпуск ВТБ Лизинг Финанс-02 разместился с премией порядка 50 б.п. кривой ВТБ, что вполне достаточно, учитывая одинаковые рейтинги дочки и материнской компании, а также тот факт, что до объявления прайсинга ВТБ Лизинг ВТБ Лизинг Финанс-01 торговался с премией к кривой ВТБ не более 20 б.п.

Что касается бумаг самого ВТБ, то, в отличие от многих голубых фишек бумаги ВТБ (BBB+/Baa1/BBB+) не выглядят переоцененными. Если взять за базу доходность, под которую недавно разместился новый выпуск РЖД (8.68%), то фактическая кривая доходностей ВТБ находится выше кривой РЖД, построенной при предположении, что все выпуски РЖД «подтянутся» по доходности вверх к новому бонду. Спрэд между кривыми составляет примерно 60-80б.п. Для компаний с одинаковыми рейтингами, одна из которых принадлежит к финансовому сектору, другая к нефинансовому, такой спрэд, на наш взгляд, выглядит более чем достаточным.

Позиционирование

Организаторы займа (Газпромбанк, ФК УРАЛСИБ, ИНГ Банк) ориентируют рынок на ставку купона 11.75-12.25%, что соответствует доходности к 1.5-годовой оферте на уровне 12.1-12.63%. Ранее озвучивался более широкий диапазон – 11.75-12.75%.



Доходность и спрэд за последние 20 торгов. дней*

	ср.знач	ст.откл.	min	max
УралсибЛК1	10.91	0.51	10.14	11.68
ОФЗ 46003	5.74	0.14	5.52	5.99
Спрэд	517	50	443	616

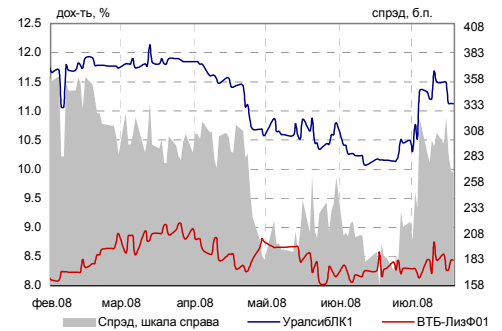
*По состоянию на 18.07.08

Источники: ММВБ, Банк Москвы

Обращающийся в настоящее время на рынке выпуск ЛК УРАЛСИБ-01 с офертой исполнением в июне 2009 г. ($Dm \sim 0.8$ года) торгуется с доходностью около 11%. С учетом премии за срок более длинного 2-го выпуска ($Dm \sim 1.25$ года), рассчитанной на основании Z-sigve, составляющей примерно 20 б.п., предложенные организаторами ориентиры по доходности дают премию к текущим рыночным уровням в размере 90 – 140 б.п.

Недавно состоялся аукцион по размещению 2-го выпуска ВТБ Лизинг Финанс с годовой офертой. Размещение прошло по верхней границе диапазона организаторов, доходность по итогам аукциона составила 9.2%, премия к обращающемуся выпуску ВТБ Лизинг Финанс -01 около 70 б.п.

ВТБ Лизинг присвоен рейтинг BBB+ от S&P и Fich, рейтинг ЛК УРАЛСИБ от Fitch – B+. Для оценки справедливого спреда между бумагами ВТБ Лизинг и ЛК УРАЛСИБ, мы построили кривые доходностей облигаций финансового сектора с рейтингами B+ и BBB+. По нашим оценкам, спред составляет около 250 б.п. (при дюрации 1-1.5 года). Текущий спред между выпусками ВТБ Лизинг Финанс-01 и ЛК УРАЛСИБ-01 (с учетом разницы в дюрации) составляет около 270-280 б.п. Взяв наиболее консервативный из возможных вариантов (280 б.п.) и прибавив к доходности размещения ВТБ Лизинг Финанс-02 этот спред и необходимую премию за срок в 20 б.п. (выпуск ЛК УРАЛСИБ длиннее) мы получим 12.2%. Таким образом, мы рекомендуем принимать участие в аукционе и выставлять заявки от 12.2% по доходности (11.85% по купону).

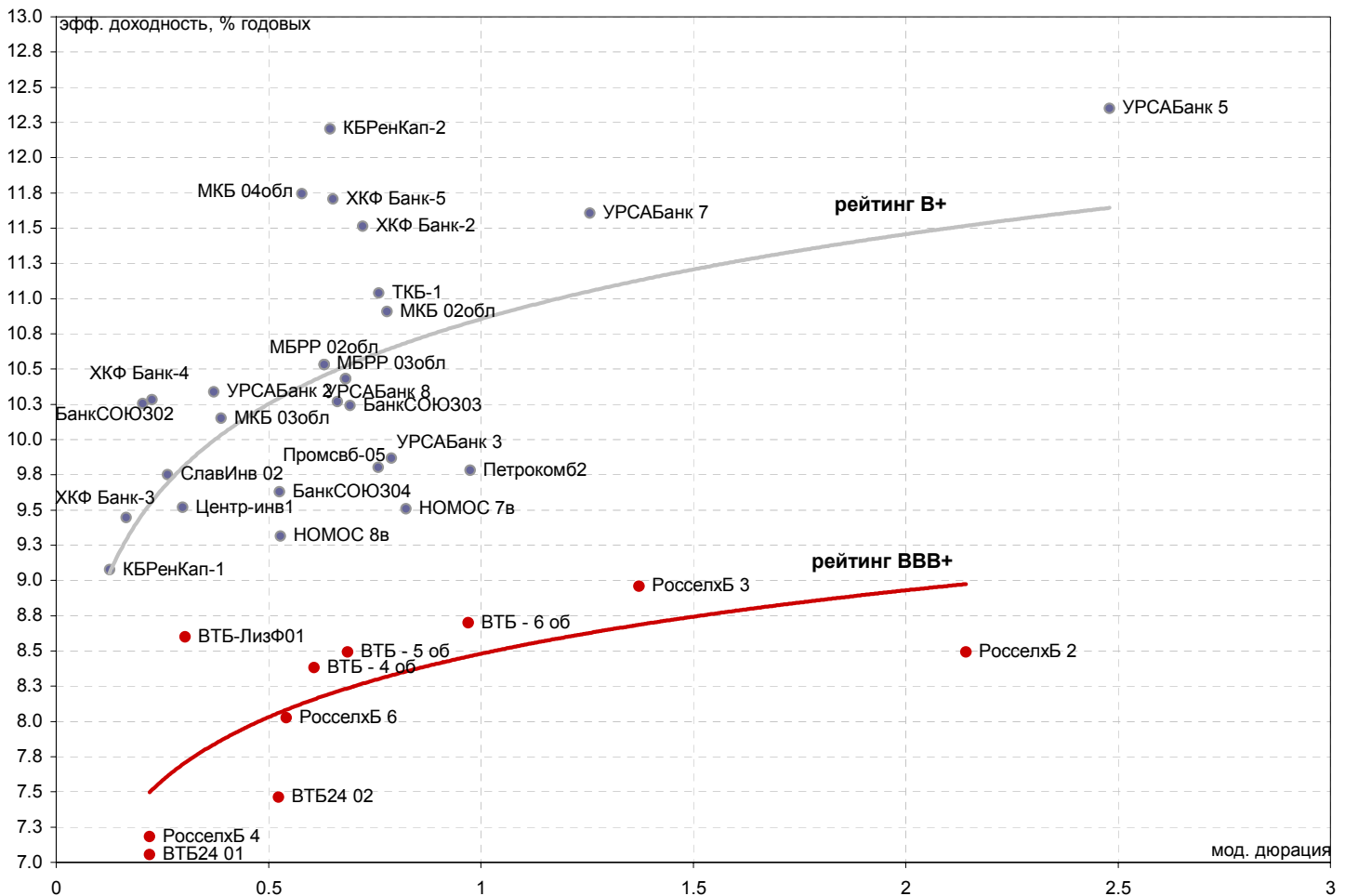


Доходность и спред за последние 20 торгов. дней*

	ср.знач	ст.откл.	min	max
УралсибЛК1	10.91	0.51	10.14	11.68
ВТБ-ЛизФ01	8.36	0.14	8.14	8.75
Спред	256	48	173	321

*По состоянию на 18.07.08

Источники: ММББ, Банк Москвы



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Зам. директора департамента

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Управление рынка акций**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Металлургия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE@mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Телекоммуникации и ИТ

Мусиенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru

Химическая промышленность

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Управление долговых рынков**Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA@mmbank.ru

Кредитный анализ

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за возможные потери клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.