

Кредитный комментарий

Российский рынок облигаций
30 октября 2012 г.

Европлан (-/-/ВВ-)

Параметры нового выпуска Европлан

Серия	Объем, млн руб.	Оферта/ Погаш., лет	УТР, %
03	3 000*	2 / 5	11,57-12,1%

Источник: данные организатора
*номинальный объем 5 млрд руб.

Александр Полютков
Polyutov_av@nomos.ru

Облигации Европлана могут заинтересовать инвесторов, готовых взять риски лизинговой отрасли, причем в лице одного из лучших частных игроков рынка. Мы рекомендуем участие в выпуске с доходностью от 11,8% годовых.

Лизинговая компания Европлан планирует с 29 по 30 октября 2012 г. провести сбор заявок на облигации серии 03 объемом 3 млрд руб. Индикатив 1 купона 11,25-11,75% годовых, доходность – 11,57-12,10% годовых к оферте через 2 года. Напомним, ранее у Европлана в обращении уже был 3-летний амортизируемый выпуск серии 01 объемом 2 млрд руб., который эмитент своевременно погасил в 2011 г.

В рамках предстоящего размещения менеджмент Европлана провел встречу с аналитиками, которая помогла «освежить» в памяти основные черты кредитного профиля компании:

- **Участие иностранных фондов Baring Vostok и Capital International в акционерном капитале:** обеспечивает качество корпоративного управления и прозрачность бизнеса.
- **Несколько сложную юридическую структуру группы:** ряд юридических лиц выполняют идентичные функции или «не активны».
- **Развитие новых направлений бизнеса:** для диверсификации линейки услуг группа приобрела банк и развивает страховой бизнес, что в дальнейшем может привести к отвлечению денежных средств от основного бизнеса.
- **Лидирующие позиции в сегменте автомобильного лизинга и широкую сеть дистрибуции:** компания №1 в России и входит в ТОП-20 в Европе, занимая долю рынка свыше 20%. Угроза конкуренции со стороны госкомпаний существует, но пока неочевидна.
- **Концентрацию на малом и среднем бизнесе:** обеспечивает хорошую диверсификацию лизингового портфеля и его относительно высокую ликвидность.
- **Банковские кредиты как источник фондирования:** ключевые кредиторы – иностранные и российские институциональные и коммерческие банки.
- **Высокую капитализацию и комфортный уровень долговой нагрузки:** факторы финансовой устойчивости компании.
- **Отсутствие разрыва ликвидности:** лизинговые платежи с запасом перекрывают выплаты по долгу.
- **Рост размера и прибыльности лизингового бизнеса:** избежав убытков в 2008-2009 гг., компания показывает устойчивый рост лизинговых доходов и прибыльности основного бизнеса.

- **Основные акционеры группы Европлан – иностранные фонды прямых инвестиций.** По данным компании, Baring Vostok Private Equity Funds владеет 61,3% группы, Capital International Private Equity Fund – 25%, остальное у менеджмента. Мы считаем, что присутствие в капитале иностранных фондов обеспечивает качество корпоративного управления, а также прозрачность бизнеса. Так, группа на ежеквартальной основе уже в течение 13 лет готовит консолидированную отчетность по МСФО и US GAAP (аудиторы PriceWaterHouseCoopers и KPMG), но на уровне ЗАО «Европлан», то есть без учета «ветки» в юридической структуре, отвечающей за новое направление «Страхование» (Interwest Holdings Corporation), которая напрямую на 100% принадлежит головной компании холдинга Europlan Holdings Limited (Cyprus).
- **Организационная структура группы Европлан осложнена юрисдикциями с идентичными функциями и «не активными» компаниями.** В юридической структуре группы присутствуют компании, которые выполняют дублирующие функции, либо не ведут деятельности, что, на наш взгляд, делает ее несколько сложной. В свою очередь, менеджмент группы сообщил, что планирует в ближайшей перспективе провести оптимизацию структуры, ликвидировав неактивные компании и объединив юрисдикции с идентичным функционалом, тем самым повысив ее прозрачность. Важно отметить, что основным юрисдикционным центром группы является ЗАО «Европлан», где сосредоточен весь лизинговый бизнес, при этом компания также выступает эмитентом выпуска облигаций.
- **Для диверсификации бизнеса Европлан развивает новую линейку услуг.** Европлан, являясь лизинговым монолайнером, решила диверсифицировать свой бизнес за счет кредитных и страховых продуктов. Для этого в июле 2011 г. ЗАО «Европлан» приобрело 99,90% ЗАО «Восточный ипотечный банк», позже переименованный в ЗАО «КБ Европлан», который по активам на конец 3 кв. 2012 г. в рейтинге «Интерфакс» занимал 633 место (1,4 млрд руб.) и 238 место по собственному капиталу (1,4 млрд руб.). Группа планирует получить синергию за счет использования клиентской базы лизингового бизнеса, кредита сотрудников малых и средних предприятий. Более того, на уровне холдинговой компании (Europlan Holdings Limited (Cyprus)) создана «ветка» страхового бизнеса (в России – ООО «СК Европлан»), которая также будет развиваться в тандеме с основным лизинговым бизнесом. На наш взгляд, от новых направлений деятельности вполне можно ждать положительной синергии, но вряд ли Европлан в ближайшей перспективе сможет изменить свой статус монолайнера. Вместе с тем, диверсификация деятельности может потребовать отвлечения денежных средств от основного бизнеса на их развитие.
- **Европлан занимает лидирующие позиции в автомобильном лизинге, управляя широкой сетью дистрибуции. Угроза конкуренции со стороны госкомпаний существует, но пока неочевидна.** Компания №1 в России в сегменте лизинга легковых автомобилей и грузовиков, а также входит в ТОП-20 автомобильных лизинговых компаний в Европе по объему новых договоров, занимая, по оценкам ряда агентств, долю рынка более 20%. Вместе с тем, сеть дистрибуции Европлан состоит из 80 филиалов и около 1,8 тыс. сотрудников в 77 регионах России, с централизованным управлением рисками и процессингом на базе единой IT-платформы. Централизация бизнес-процессов и автоматизация документооборота позволяет минимизировать риски человеческого фактора на местах. В свою очередь, мы считаем, что нельзя исключать ужесточения конкуренции в сегменте автомобильного лизинга со стороны государственных лизинговых компаний, которые располагают развитой филиальной сетью, а самое главное, более длинным и дешевым фондированием. В то же время менеджмент Европлана заявил о готовности компании ответить на конкуренцию большей гибкостью и пониманием потребностей клиентов, кроме того, отметив низкий уровень проникновения лизинга в продажах новых автомобилей (не более 2,5-3%) и соответственно высокий потенциал рынка, где достаточно места для всех игроков.
- **Целевой сегмент бизнеса Европлана – малый и средний бизнес.** Лизинговый портфель группы сфокусирован на малом и среднем бизнесе, преимущественно с численностью персонала от 1 до 100 человек (около 83% портфеля). В связи с этим у компании довольно широкая клиентская база (по итогам 1 пол. 2012 г. свыше 53 тыс.), а средний размер лизингового договора составляет около 1,8 млн руб. Поэтому вполне можно говорить о хорошей диверсификации лизингового портфеля и низкой концентрации риска на одного клиента (отрасль, регион), что повышает его финансовую устойчивость. Так, на 1 крупнейшего клиента (иностранную фармацевтическую компанию с рейтингом «AAA») приходится всего 1,6% лизингового портфеля, на 10 – 5%, на 50 – 9%. Кроме того, в силу этой же специфики предметы лизинга (главным образом легковые автомобили и грузовики типа «Газель» - более 80% портфеля) являются относительно ликвидными, поскольку вторичный рынок автотранспорта в России уже сформирован, где вполне «безболезненно» можно

- их реализовать, причем в разумные сроки.
- **Европлан применяет собственную систему оценки рисков.** Компания, используя статистическую базу по лизинговому портфелю, накопившуюся за много лет, разработала собственную скоринговую систему обработки заявок (корректируется раз в год), которая позволяет довольно оперативно принимать решения по клиентам, а также поддерживать качество портфеля на высоком уровне (NPL (90+) – 0,07%; NPL (60+) – 0,52%). Кроме того, компания при формировании резервов по портфелю использует современную оценку ожидаемых потерь (Expected Loss) по методологии Базель II.
 - **Основными источниками фондирования Европлана являются банковские кредиты.** Исторически, еще на стадии start up, главными кредиторами компании были иностранные институциональные и коммерческие банки (IFC, FMO, ЕБРР, BNP Paribas, Citibank и др.), которые оказали ей доверие, вероятно, благодаря составу акционеров (фондов Baring Vostok и Capital International), которые стали своего рода гарантами прозрачности бизнеса и качества корпоративного управления. В настоящее время у компании также имеются кредиты и от российских банков (Сбербанк, Газпромбанк, Банк ГЛОБЭКС), доля которых в общем портфеле превышает 55% (или 9,4 млрд руб.). Что касается планов группы на рублевом рынке облигаций, то помимо анонсированного выпуска серии 03 на 3 млрд руб. эмитент планирует еще один рублевый заем в 2013 г., не исключая возможности разместить и евробонд.
 - **Высокая капитализация и комфортный уровень долговой нагрузки.** Рост лизинговых активов компании поддерживался увеличением ее капитала, размер которого по итогам 1 пол. 2012 г. достиг 4,8 млрд руб., а соотношение Капитал/Активы составило 21% (для сравнения, у Каркаде – 16%). Отметим, что в 2011 г. группе была оказана поддержка со стороны ее акционеров, которые конвертировали в капитал субординированный заем на 2,4 млрд руб., хотя, по информации менеджмента, необходимости не было, тем не менее, это добавило уверенности кредиторам в финансовой устойчивости компании. В то же время размер долга группы на конец июня 2012 г. составил 16,6 млрд руб. (краткосрочная часть 5,6 млрд руб. или 34%), а соотношение Долг/Капитал было 3,5х (у Каркаде – 4,5х). Отметим, что за 2011 г. и 1 пол. 2012 г. долг Европлана заметно вырос («+57%» к 2010 г. и «+13%» к 2011 г. соответственно) на фоне активного увеличения лизингового портфеля за 1,5 года практически в 2 раза до 19,1 млрд руб.
 - **Отсутствует разрыв ликвидности.** Компания постоянно поддерживает «подушку» ликвидности, а поквартальные лизинговые платежи с более чем 3 кратным запасом перекрывают выплаты по долгу. По данным менеджмента, коэффициент ликвидности (до 1 года) в среднем составляет порядка 2х.

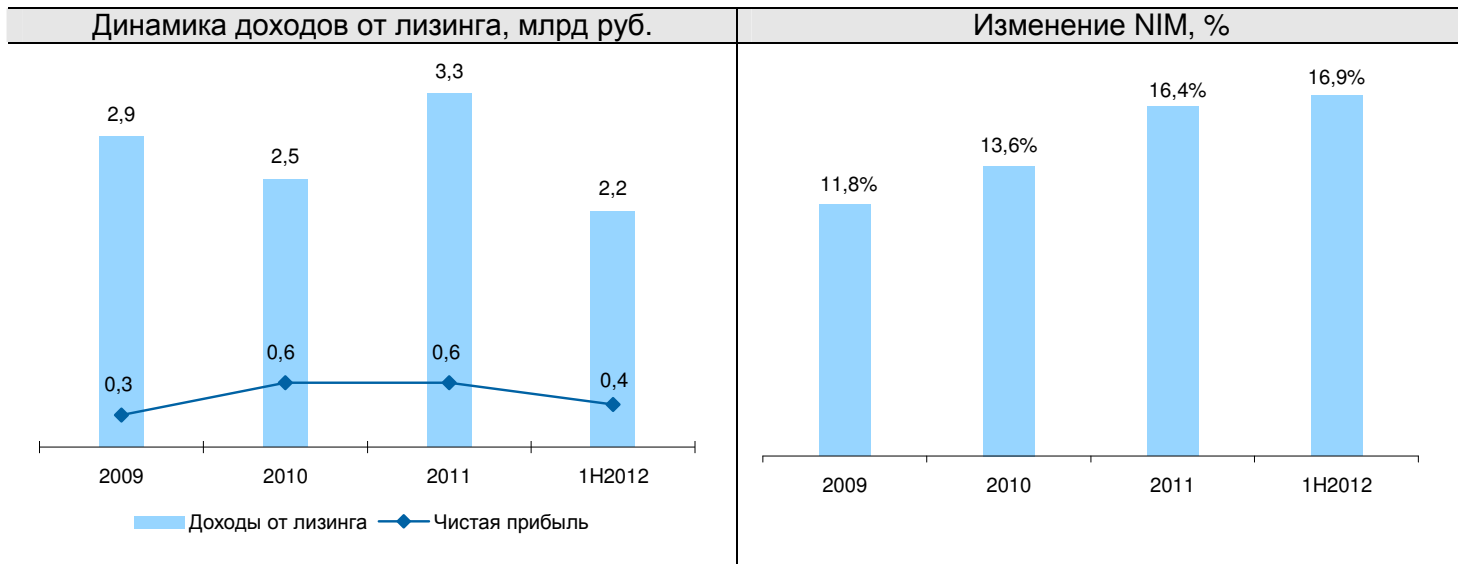
Финансовые показатели Группы Европлан (МСФО)

млрд руб.	2010	2011	Изм., %	1 пол. 2012	Изм., %
Выручка	2,757	3,463	25,6	2,325	-
Доходы от лизинга	2,456	3,336	35,8	2,229	-
Чистая прибыль от лизинговых операций	1,519	2,305	51,7	1,598	-
Чистая прибыль	0,594	0,563	-5,2	413	-
Активы	14,330	20,303	41,7	22,732	12,0%
Чистые инвестиции в лизинг	9,988	16,504	65,2	19,096	15,7
Денежные средства и их эквиваленты	1,787	0,762	-57,4	1,135	48,9
Банковские депозиты	0,537	1,141	112,5	0,508	-55,5
Капитал*	4,360	4,872	11,7	4,802	-1,4
Долг	9,397	14,718	24,2	16,661	13,2
ROA	6,0%	5,5%	-0,5 п.п.	3,8%	
ROE	23,5%	20,5%	-3,0 п.п.	17,1%	
NIM	13,6%	16,4%	2,8 п.п.	16,9%	
Долг/Капитал	2,2	3,0		3,5	
Капитал/Активы	0,3	0,2		0,2	

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа
*с учетом субординированного займа

- **Рост размера и прибыльности бизнеса.** После кризисных 2008-2009 гг. компания показывает устойчивый рост доходов от лизинговой деятельности на фоне активного расширения лизингового портфеля. Так, доходы за 2011 г. возросли на 26% к 2010 г. до 3,5 млрд руб., при этом размер лизингового портфеля увеличился на 65% до 16,5 млрд руб. Вместе с тем, результаты 1 пол. 2012 г. показывают сохранение заданных темпов роста доходов компании. В свою очередь, можно

выделить рост эффективности лизинговых операций группы: по данным компании, NIM за 2011 г. возросла до 16,4% против 13,6% в 2010 г., а в 1 пол. 2012 г. уже достигла 16,9%. В свою очередь, ROA и ROE в 2011 г. у компании несколько снизились в сравнении с 2010 г. («-0,5 п.п.» до 5,5% и «-3 п.п.» до 20,5% соответственно) на фоне заметного роста расходов на персонал («+66%» до 1,2 млрд руб.), а в 1 пол. 2012 г. давление на прибыль оказали возросшие потери от курсовых разниц («-92 млн руб.») и отчисления на резервы («-31 млн руб.»). Отметим, что для минимизации валютных рисков, актуальных для Европлана (выручку компания получает в рублях, а кредитный портфель изначально был сформирован в долларах и евро), менеджмент нарастил долю рублевых заимствований до 74% (или 12,4 млрд руб.), хотя еще в 2009 г. она была всего 17% (или 2,7 млрд руб.).



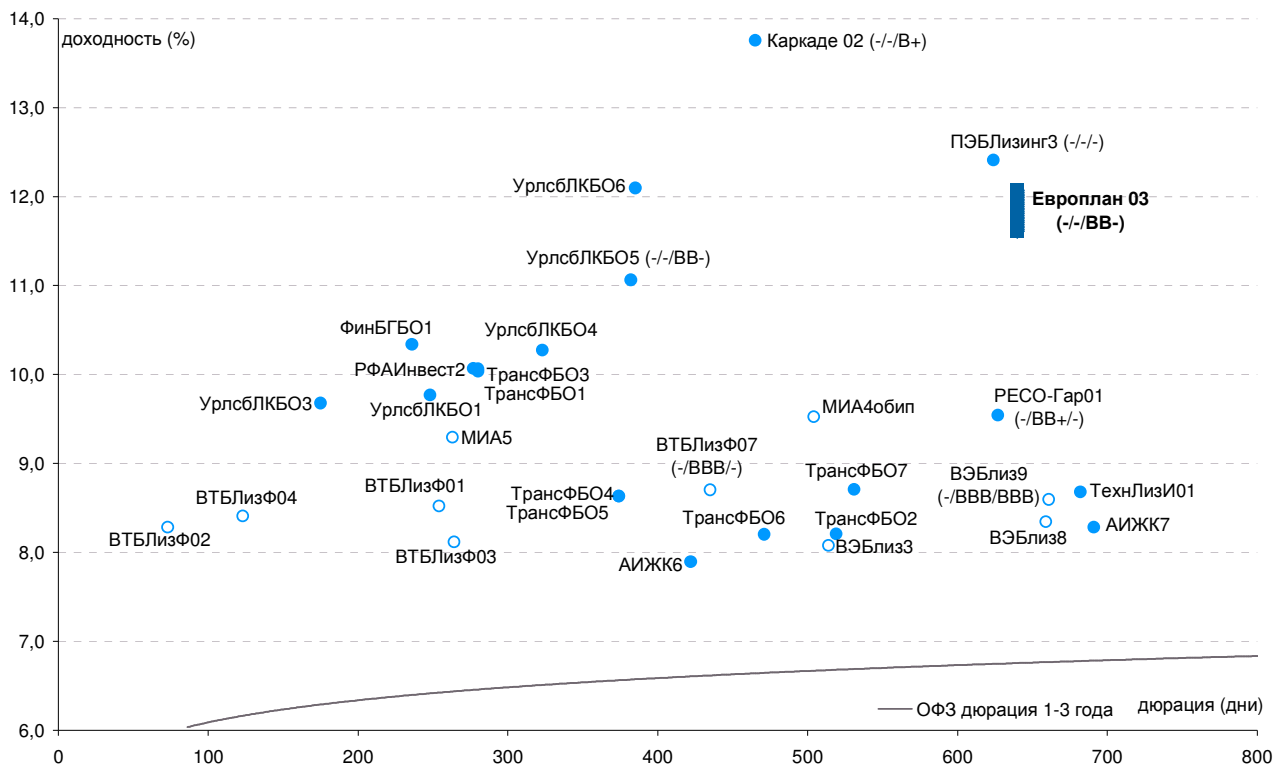
Источники: данные компании

Резюме: Кредитный профиль Европлана, на наш взгляд, является довольно устойчивым с точки зрения позиций компании на рынке, операционных показателей и финансовых метрик (капитализации, уровня долговой нагрузки). К рискам компании можно отнести рост конкуренции на рынке со стороны лизинговых госкомпаний, кроме того, некоторый дискомфорт может добавить сложная юридическая структура группы и желание компании развивать другие направления деятельности (страхование, кредитование), что может потребовать отвлечения от основного бизнеса денежных ресурсов.

Наши рекомендации.

Предложенный ЛК Европлан ориентир доходности (11,57-12,10% годовых) по новым бумагам дает премию более 300 б.п. к облигациям госкомпаний – ВЭБ-лизинг (-/BBB/BBB), ВТБ-лизинг (-/BBB/-), что, на наш взгляд, является достаточной компенсацией за разницу в характеристиках кредитного профиля и кредитных оценок. Среди облигаций частных лизинговых компаний наиболее подходящими для сравнения могут быть выпуски Каркаде (-/-/В+) серии 02 и ЛК Уралсиб (-/-/BB-) серий БО-04, БО-05 и БО-06, но они низко ликвидные. Тем не менее, средневзвешенная доходность бондов Каркаде за последние две недели составляет 13,66% годовых при дюрации 469 дн. (спрэд к кривой ОФЗ около 690 б.п.), а ЛК Уралсиб – 10,1-10,8% годовых/382 дн. (спрэд до 430 б.п.). Отметим, что на фоне рассматриваемых частных лизинговых компаний Европлан отличается более высоким кредитным качеством (см. таблицу сравнения ниже), кроме того, в сравнении с Каркаде у нее отсутствуют риски «материнской» структуры.

Учитывая все вышеперечисленное, в том числе обозначенные спрэды, мы считаем, что новые облигации ЛК Европлан могут представлять интерес с доходностью от 11,8% годовых.

Распределение доходностей бумаг финансового сектора**Финансовые результаты лизинговых компаний (МСФО)**

млрд руб.	Европлан		Каркаде		ЛК Уралсиб
	2011	1H2012	2011	1H2012	2011
Рейтинг (M/S&P/F)	- / - / BB-		- / - / B+		- / - / BB-
Выручка	3,463	2,325	1,469	1,181	2,408
Доходы от лизинга	3,336	2,229	1,416	1,118	2,385
Чистая прибыль	0,563	413	0,251	0,223	-2,142
Активы	20,303	22,732	10,566	11,896	27,065
Чистые инвестиции в лизинг	16,504	19,096	7,626	8,710	17,250
Денежные средства и их эквиваленты	0,762	1,135	0,214	0,344	0,807
Банковские депозиты	1,141	0,508	-	0,348	-
Капитал	4,872	4,802	1,715	1,937	2,759
Долг	14,718	16,661	7,603	8,683	23,501
Долг/Капитал	3,0	3,5	4,4	4,5	8,5
ROA	5,5%	3,8%	4,6%		отриц.
ROE	20,5%	17,1%	23,5%		отриц.
NPL (90+), просроченная дебиторская задолженность	0,03%	0,07%	0,48%*		1,9%*

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА overdue*

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.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 НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их 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 банков 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.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их 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. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут 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 НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.