

Специальный комментарий

Каркаде: приятный вкус при отсутствии аппетита

- ❶ На конец 2011 г. намечено не совсем характерное для последних месяцев первичное размещение. На предпоследней неделе декабря на публичном рынке может дебютировать лизинговая компания Каркаде. Эмитент, имеющий рейтинг «В+», предлагает займ небольшого объема (RUB1.5 млрд).
- ❷ Основным предметом лизинга Каркаде выступают легковые автомобили для компаний малого и среднего бизнеса в сфере торговли, транспорта и непищевых продуктов. Договоры заключаются с клиентами на срок 12-48 месяцев при эффективных ставках до 30% (27.9% по итогам 1П 2011 г.), авансовый платеж составляет от 9% до 50% от суммы задолженности.
- ❸ Каркаде хочет заинтересовать инвесторов высоким уровнем доходности к годовой оферте – более 14% по верхней границе маркетируемого диапазона. Еще 4–6 месяцев назад мы сочли бы такое предложение однозначно привлекательным и полностью покрывающим кредитные риски эмитента. Однако нестабильность на рынках капитала, замедление российской и мировой экономики, обвальное снижение аппетита к риску в последнее время позволяют считать параметры сделки вполне оправданными и отнюдь не щедрыми в текущих финансовых условиях.
- ❹ Мы склонны полагать, что облигации могли бы представлять интерес в качестве актива до погашения ближе к верхней границе ориентиров, но основная проблема состоит в том, что круг потенциальных инвесторов крайне ограничен.
- ❺ По нашему мнению, дебютант может быть воспринят инвесторами достаточно прохладно в условиях ужесточившегося подхода институциональных инвесторов к кредитным рискам. Среди основных рисков эмитента мы выделяем небольшой размер бизнеса компании, ставку на агрессивный рост в последний год, существенную субординацию облигационеров, низкую операционную эффективность и высокие риски рефинансирования.
- ❻ Помимо кредитных рисков самого эмитента в случае Каркаде очень важны и технические детали. Так, учитывая малый объем займа, можно полагать, что бумаги не будут сколько-нибудь ликвидными. Инвестор рискует не только сделать «невозвратную» в течение года инвестицию, но и терпеть отсутствие опции по РЕПО в далекое от спокойствия время, если процедура вхождения бумаг в Ломбардный список затянется на несколько месяцев.

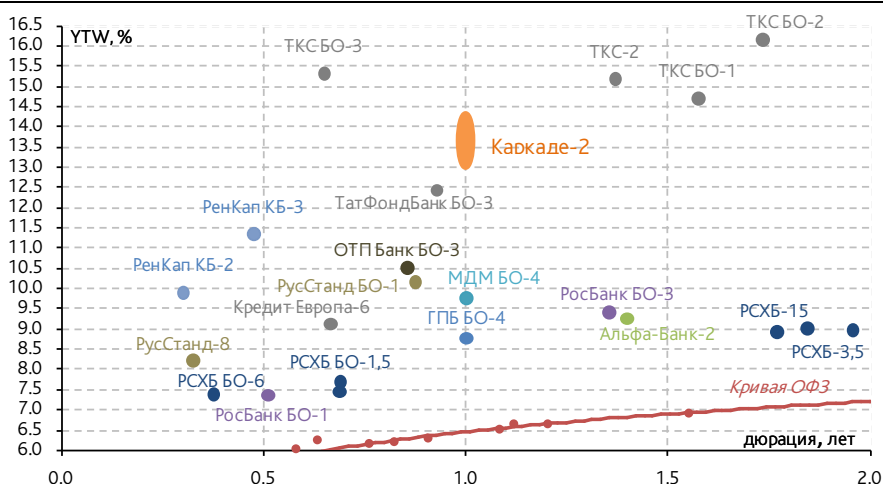
Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Лизинговая компания Каркаде проводит маркетинг дебютного выпуска рублевых облигаций 2-ой серии на сумму RUB1.5 млрд. Общий срок обращения бумаг составляет три года, но по ним предусмотрена годовая оферта. Актуальные ориентиры по купону достаточно щедрые и составляют 12.50–13.50%, что при квартальных выплатах обеспечивает доходность УТР 13.10–14.20% к оферте через год. Книга будет открыта до 21 декабря 2011 г., а техническое размещение бумаг назначено на 23 декабря 2011 г. Бумаги потенциально удовлетворяют условиям вхождения в Ломбардный список ЦБ РФ, так как эмитент имеет рейтинг уровня «В+» от Fitch.

ДИАГРАММА 1. ДОХОДНОСТЬ КАРКАДЕ НА ФОНЕ БАНКОВСКИХ HIGH YIELD



Источник: ММВБ, НБ «Траст»

Еще 4–6 месяцев назад мы сочли бы такое предложение однозначно привлекательным и полностью покрывающим кредитные риски эмитента. Однако нестабильность на рынках капитала, замедление российской и мировой экономики, обвальное снижение аппетита к риску в последнее время позволяют считать параметры сделки вполне оправданными и отнюдь не щедрыми в текущих финансовых условиях. Мы склонны полагать, что облигации могли бы представлять интерес в качестве актива до погашения ближе к верхней границе ориентиров, но основная проблема состоит в том, что круг потенциальных инвесторов весьма ограничен ввиду очень низкого аппетита к риску в настоящий момент.

По нашему мнению, кредитные риски дебютанта могут быть восприняты инвесторами достаточно высоко в условиях ужесточившегося подхода институциональных инвесторов к ним. По сложившейся в последние недели традиции рынок обоснованно рассчитывает на солидные премии ко вторичному рынку даже со стороны качественных эмитентов с рейтингами инвестиционной категории, а уж по 3-му эшелону вопрос их размера носит открытый характер. Важны и технические детали: учитывая невысокий объем размещения (всего RUB1.5 млрд.), можно полагать, что бумаги не будут сколько-нибудь ликвидными. Инвестор рискует не только сделать «невозвратную» в течение года инвестицию, но и терпеть отсутствие опции по РЕПО в далекое от спокойствия время, если процедура вхождения бумаг в Ломбардный список затянется на несколько месяцев.

Коротко выделим основные характеристики компании, которые предполагают повышенные кредитные риски:

- **Небольшие масштабы бизнеса.** Объем активов составил RUB6.3 млрд. по итогам 1П 2011 г., т.е. предполагаемый объем займа на публичном рынке составляет более 20% валюты баланса.
- **Операционный профиль не имеет «защитных» нюансов.** Компания ориентирована на работу с клиентами малого и среднего бизнеса (МСБ) в сегменте лизинга легкового автотранспорта. В случае ухудшения экономических условий и сокращения инвеститивности бизнес становится очень уязвимым.
- **Риски рефинансирования.** В структуре источников фондирования преобладают краткосрочные заемные средства в соответствии со структурой активов, и концентрация кредиторов достаточно высока.

Впрочем, бизнес-модель компании предполагает относительно высокую гибкость в управлении денежными потоками и развитии бизнеса, которая была успешно продемонстрирована в 2008–2009 гг. Высокие показатели маржинальности покрывали недешевое фондирование, и есть основания видеть заинтересованность в развитии бизнеса со стороны собственника и некоторый потенциал поддержки в случае затруднений.

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Компания Каркаде является 100%-ой дочерней структурой польской группы Getin Holding, которая в свою очередь на 55.7% принадлежит Лешеку Чарнецки, а на 5.2% – пенсионному фонду ING OFE. Л. Чарнецки входит в тройку самых богатых людей Польши по версии Forbes и является одним из наиболее успешных польских бизнесменов в сфере финансов. В частности, в переходный период он основал лизинговую компанию, после чего продал ее французской Credit Agricole. На данный момент Getin Holding S. A. является основным активом Л. Чарнецки.

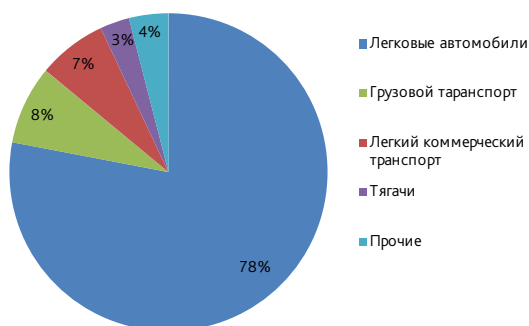
Getin Holding – крупная финансовая корпорация, включающая в себя банки, лизинговые и страховые компании, а также предлагающая широкий спектр финансовых и инвестиционных услуг в странах Центральной и Восточной Европы. В странах СНГ группа, помимо российского актива Каркаде, владеет украинским банком Плюс и белорусским Сомбелбанком.

Каркаде обладает широкой филиальной сетью (64 подразделения в 47 городах России), а также сотрудничает с двумя тысячами дилерских центров. К концу текущего года компания планирует увеличить количество представительств до 70-ти. Каркаде работает преимущественно с компаниями малого и среднего бизнеса и является участником программы развития совместно с «дочерним» банком ВЭБа – МСП банком.

Основным предметом лизинга у Каркаде выступают легковые автомобили (см. диаграмму 2). Договоры заключаются с клиентами на срок 12–48 месяцев при эффективных ставках до 30% (27.9% по итогам 1П 2011 г.), авансовый платеж составляет от 9% до 50% от суммы задолженности в зависимости от клиента. Платежи выстраиваются таким образом, что в любой момент времени объем задолженности клиента меньше рыночной стоимости предмета лизинга, а право владения активом передается лизингополучателю только после выплаты всего долга.

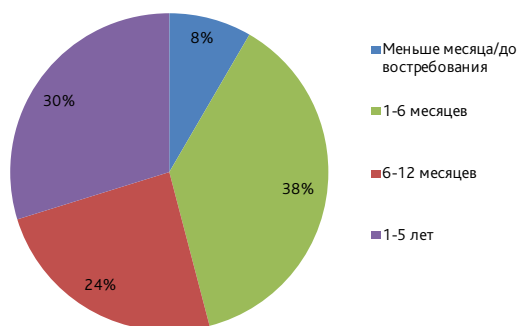
Компания занимает вторую по величине позицию в сегменте лизинга легкового автотранспорта (18% по объему нового лизинга по итогам 1П 2011 г. и 13% в 2010 г.). Данный вид лизинга является основным направлением развития бизнеса Каркаде. Чистые инвестиции в лизинг легковых автомобилей составили 78% от портфеля по итогам 1П 2011 г. (см. диаграмму 2). Одновременно компания предоставляет в лизинг грузовую технику, легкой коммерческий транспорт (LCV) и прочие специализированные виды транспорта, планируя нарастить их долю с текущих 22% до 30%.

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА ЧИСТЫХ ИНВЕСТИЦИЙ КАРКАДЕ ПО ПРЕДМЕТУ ЛИЗИНГА В 1П 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 3. СТРУКТУРА ЧИСТЫХ ИНВЕСТИЦИЙ КАРКАДЕ ПО СРОКАМ ПОГАШЕНИЯ В 1П 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ФАКТОРЫ ПОДДЕРЖКИ КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА

- Потенциал поддержки со стороны акционеров.** Материнская компания последовательно предоставляет необходимую помощь Каркаде в виде собственных средств, а также заемного капитала. Так, по итогам 10М 2011 г. займы связанных стороны составили около 26% от всех привлеченных ресурсов (38% в 2010 г.). Российский рынок является одним из приоритетных для дальнейшего развития бизнеса Getin Holding, что предполагает умеренный потенциал поддержки в стресс-сценарии.
- Короткая природа портфеля.** Двукратное сокращение объема чистых инвестиций в лизинг в 2008–2009 гг., благодаря высокой скорости амортизации портфеля, позволило сгенерировать денежные средства в объеме, необходимом для погашения всех заимствований. Кроме того, относительная ликвидность залогового имущества (легковые автомобили) в совокупности со своевременной работой с проблемными лизингополучателями позволили быстро восстановить качество активов. Так, доля просроченной задолженности в лизинговом портфеле снизилась с 8% в конце 2009 г. до текущих 1.4%.
- Устойчивая ликвидная позиция.** Структура лизингового портфеля Каркаде предполагает быстрый возврат средств: до 70% портфеля чистых инвестиций в лизинг погашаются на диапазоне до года (см. диаграмму 3). Это обуславливает положительную величину чистых накопленных денежных потоков на всем диапазоне сроков. При этом компания последовательно поддерживает объем остатков денежных средств и эквивалентов на балансе в размере RUB50–100 млн.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КАРКАДЕ

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	9М 11
Чистый финансовый доход	0.94	0.82	0.62	0.36
Чистая прибыль	0.25	0.19	0.21	0.11
Денежные средства	0.32	0.17	0.07	0.09
Дебиторская задолженность клиентов, нетто	0.22	0.25	0.15	0.23
Чистые инвестиции в лизинг, в т.ч.	4.63	2.38	2.83	4.52
текущая часть	3.64	1.98	2.18	3.12
долгосрочная часть	0.99	0.40	0.65	1.40
Краткосрочная задолженность	2.94	1.50	2.20	2.80
Долгосрочный долг	1.94	0.92	0.29	1.58
Собственный капитал	0.76	0.83	1.00	1.35
Активы	6.06	3.73	3.91	6.32
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	40.0%	23.8%	23.4%	17.9%
Доходность активов (ROAA)	5.2%	3.9%	5.6%	4.1%
Расходы/Доходы	57.1%	74.5%	73.2%	73.8%
Чистая процентная маржа (NIM)	24.1%	22.0%	22.1%	18.8%
Собственный капитал/Активы	12.6%	22.2%	25.5%	21.4%
Долг/Капитал (x)	6.4	2.9	2.5	3.2
Денежные средства/Активы	5.2%	4.6%	1.9%	1.5%
Доля связанных сторон в обязательствах	65.4%	52.4%	38.0%	25.8%*

* по данным за 10М 2011 г.

Источник: данные компании, НБ «Траст»

- Комфортный уровень собственных средств и долговой нагрузки.** По итогам 1П 2011 г. объем собственных средств составил выше 20% валюты баланса, объем заемных средств превысил капитал в 3.2 раза, что является приемлемым уровнем (по ожиданиям менеджмента, показатель не превысит значения 6x – порогового значения по ковенантам кредитных договоров).
- Высокие показатели рентабельности и чистой процентной маржи.** Рентабельность капитала компании даже в кризисный период составляла выше 20% (18% по итогам 1П 2011 г.) благодаря высоким показателям чистой процентной маржи. Так, по итогам 1П 2011 г. NIM составила 18.8% по сравнению с менее 10% у ВЭБ-Лизинг за тот же период.

- **Приемлемое качество лизингового портфеля.** Согласно данным компании за 1П 2011 г., доля просроченных лизинговых платежей составила менее 1.4% по действующим договорам благодаря продуктивному управлению кредитными рисками и активным действиям по расторжению договоров и взысканию залогового имущества в случае просроченных платежей. Наконец, специализация работы с компаниями МСБ обуславливает низкую концентрацию клиентов: 14 крупнейших лизингополучателей формируют менее 3.5% лизингового портфеля.

КЛЮЧЕВЫЕ КРЕДИТНЫЕ РИСКИ

- **Высокая зависимость от состояния экономики.** Каркаде ориентирована на работу с компаниями МСБ, при этом по итогам 1П 2011 г. 35% клиентов представлены торговыми компаниями, еще около 22% клиентов заняты производством пищевой и непищевой продукции, а также проектно-монтажной деятельностью. В случае ухудшения экономической среды кредитные риски данной категории клиентов повысятся в числе первых. Рынок легкового автотранспорта одним из первых реагирует на внешние шоки, что может негативно отразиться как на дальнейшем развитии бизнеса, так и затруднить процесс реализации залогового имущества.
- **Небольшие масштабы бизнеса.** Небольшие масштабы бизнеса предполагают волатильность показателей, особенно при активной экспансии рынка за счет привлечения долговых ресурсов. При этом объем предлагаемого необеспеченного займа в виде облигаций составляет выше 20% от чистых инвестиций в лизинг по итогам 10М 2011 г.
- **Существенная субординация облигационеров.** Около RUB2.9 млрд. привлеченных кредитов из RUB7.0 млрд. по итогам 10М 2011 г. обеспечены активами, переданными в лизинг, что предполагает дополнительные риски для держателей облигаций, которые уступают другим кредиторам в правах требования на имущество при наступлении дефолта.
- **Активная экспансия бизнеса за счет привлечения заемных средств.** С конца 2010 г. Каркаде приступил к активному росту бизнеса. Так, портфель чистых инвестиций в лизинг вырос на 60% за 1П 2011 г., а отношение «Долг/Капитал» увеличилось на треть до 3.2х. При этом по итогам 10М 2011 г. показатель достиг 4.2х. Мы не исключаем как дальнейшего роста долговой нагрузки в терминах «Долг/Капитал» до таргетируемого показателя 6.0х, так и снижения уровня капитализации к концу года.
- **Давление на чистую процентную маржу и рентабельность.** Показатели маржинальности снизились относительно 2010 г. в результате активного роста лизингового портфеля, и мы не исключаем сохранения давления в дальнейшем вследствие роста конкуренции на рынке и удорожания фондирования.
- **Низкая операционная эффективность.** Уровень операционной эффективности Каркаде несколько отстает от крупных государственных компаний, у которых показатель «Расходы/Доходы» исторически не превышает 50%. По итогам 1П 2011 г. данный коэффициент у Каркаде составил 74%, что, как мы понимаем, связано со спецификой деятельности работы с небольшими компаниями и необходимостью обслуживать широкую сеть подразделений.
- **Структура фондирования и повышенные риски рефинансирования.** Структура активов обуславливает преобладание краткосрочного долга в структуре заемных средств (выше 60%). Одновременно высокая концентрация кредиторов предполагает повышенные риски рефинансирования. Так, по итогам 10М 2011 г. 26% предоставлено связанными структурами, а 65% всех кредитов предоставлено только четырьмя кредитными организациями. Компания располагает открытыми кредитными линиями в размере до RUB1.5 млрд., что наряду с короткой возвратностью активов частично элиминирует риски рефинансирования.

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Управление продаж

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценному бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.