



Аналитический обзор

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб. 12, 7 под., 18 этаж

Тел: 7 (495) 258 1988

27 октября 2010 г.

Факс: 7 (495) 258 1989

ЛК «УРАЛСИБ» — в крепких семейных узах Комментарий к размещению

Аналитики: Иван Манаенко,
Юрий Кравченко
Эл. почта: IManaenko@veles-capital.ru

Ключевые моменты

- ☑ ЛК «УРАЛСИБ» занимает 4-е место по объему лизингового портфеля среди российских лизинговых компаний, являясь крупнейшей частной компанией.
- ☑ Компания является частью финансовой корпорации «УРАЛСИБ», подконтрольной Николаю Цветкову.
- ☑ Поддержка компании материнской структурой выражается как в увеличении капитала, так и предоставлении долгосрочных ресурсов, и оценивается нами как безусловная.
- ☑ Компания обладает высоким запасом капитальной достаточности, обеспеченной, в том числе, выкупом в 2009 г. собственных облигаций акционерами.
- ☑ Ликвидная позиция компании на начало 2010 г. поддерживалась с хорошим запасом, обусловленным, в том числе, сокращением лизингового портфеля в кризисный период.
- ☑ Заметный уровень NPL, превышавший на начало 2010 г. 20% лизингового портфеля, обусловлен преимущественно сокращением работающих инвестиций в кризис.
- ☑ Незначительный рост расходов по резервированию в 2009 г. по сравнению с 2008 г. свидетельствует о стабилизации кредитного качества лизингового портфеля.
- ☑ Показатели прибыльности компании ожидаемо снизились под давлением расходов по резервированию, однако заметного сокращения чистой процентной маржи не произошло.
- ☑ Компания хорошо знакома участникам российского долгового рынка и имеет кредитный рейтинг, необходимый для включения облигаций в ломбардный список Банка России, куда были включены все предыдущие выпуски ЛК «УРАЛСИБ».
- ☑ Мы считаем, что нижний ориентир ориентировочной доходности предлагает премию порядка 26 б.п., а верхний — 53 б.п., к справедливому уровню размещения ЛК «УРАЛСИБ». Выпуск также имеет хороший потенциал для роста цены в виду отсутствия на рынке сопоставимых по дюрации займов других лизинговых компаний, сильного кредитного качества и положительной кредитной истории эмитента, потенциального включения выпуска в ломбард, а также биржевого типа займа.

Основные показатели

Динамика и структура баланса по МСФО, млрд руб.

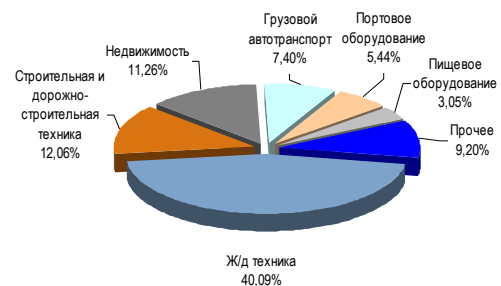
	2007	Изм.	2008	Изм.	2009	Доля
Активы	25,1	63%	40,8	-17%	33,8	100%
Денежные средства	0,5	135%	1,3	1%	1,3	4%
Кредиты клиентам	0,1	175%	0,2	742%	1,5	4%
Чистые инвестиции в лизинг	20,4	59%	32,4	-35%	21,1	62%
Прочие активы	4,0	72%	7,0	44%	10,0	30%
Обязательства	21,2	73%	36,7	-29%	26,0	100%
Кредиты от связанных кредитных организаций	7,9	29%	10,3	-39%	6,2	24%
Кредиты от прочих кредитных организаций	0,0	н/с	6,5	-51%	3,2	12%
Синдицированные кредиты	2,6	62%	4,2	-23%	3,2	12%
Выпущенные облигации	2,7	196%	8,0	43%	11,4	44%
Выпущенные векселя	2,7	-22%	2,1	-60%	0,8	3%
Выпущенные еврооблигации	2,6	1%	2,6	-100%	0,0	0%
Прочие обязательства	2,7	10%	3,0	-63%	1,1	4%
Собственные средства	3,8	8%	4,1	89%	7,8	100%
Прочие взыскания акционеров	н/д	н/с	0,0	н/с	3,6	46%

Показатели прибыльности по МСФО, млн руб.

	2007	Изм.	2008	Изм.	2009
Чистый процентный доход	1 770	77%	3 134	-3%	3 036
Чистый непроцентный доход	-745	н/с	-1 358	н/с	-1 321
Резервы под обесценение активов	-132	н/с	-1 007	н/с	-1 047
Чистая прибыль	661	-14%	569	-28%	409
Чистая %-ная маржа	11,1%		11,8%		10,9%
ROAA*	2,1%		1,7%		1,1%
ROAE*	11,1%		14,3%		6,3%

* в годовом исчислении

Структура лизингового портфеля на 01.08.2010



Параметры выпуска ЛК «УРАЛСИБ» БО-03

Параметры выпуска ЛК «УРАЛСИБ» БО-03	
Тип	биржевой
Объем	3,0 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	не предусмотрена
Купонный период	ежеквартально
Амортизация	8,33% от номинала в даты выплаты 1-11 купонов 8,37% от номинала в дату выплаты 12-го купона
Ориентир по ставке купона	9,50-9,75%
Дюрация	1,49 года
Доходность к оферте	9,84-10,11%
Кредитный рейтинг	Fitch Ratings: B+
Формат размещения	по закрытой книге
Дата открытия книги	26.10.2010
Дата закрытия книги	01.11.2010
Предварительная дата размещения	03.11.2010

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Краткий кредитный профиль

Лизинговая компания «УРАЛСИБ» представляет собой группу компаний, занимающихся оказанием услуг по предоставлению финансового лизинга.

Конечным бенефициаром ЛК «УРАЛСИБ» является владелец Финансовой корпорации «УРАЛСИБ» Николай Цветков, основным активом которого, в свою очередь, является Банк «УРАЛСИБ», занимавший на 01.09.2010 13-е место по размеру активов среди крупнейших российских банков.

По данным РА «Эксперт», ЛК «УРАЛСИБ» по итогам 2009 г. занимала 4-е место среди российских лизинговых компаний по объему лизингового портфеля, являясь крупнейшей частной лизинговой компанией. ЛК «УРАЛСИБ» имеет широкую филиальную сеть, которая, впрочем, с 2008 г. сократилась почти в полтора раза — до 49 филиалов на 01.08.2010.

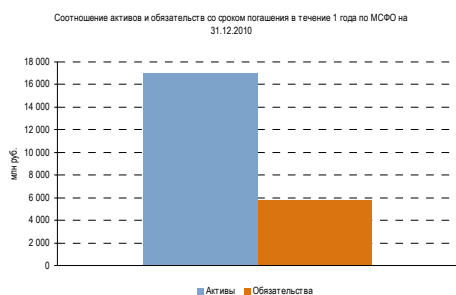
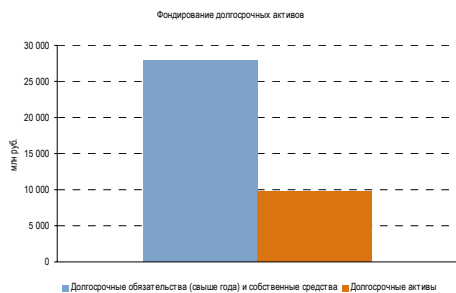
Компания обладает высоким уровнем капитальной достаточности: соотношение собственных средств и активов на конец 2009 г. превышало 20%. При этом величина собственных средств возросла почти в 2 раза в кризисной первой половине 2009 г. в результате выкупа акционерами части облигационного займа. Согласно комментариям к отчетности по МСФО, компания оставляет за собой право выбора погасить эти облигации или конвертировать их в уставный фонд, поэтому эти облигации рассматриваются в качестве части собственных средств.

Запас собственных средств в совокупности со срочными привлеченными ресурсами обеспечивают ЛК «УРАЛСИБ» комфортную позицию по фондированию долгосрочных лизинговых проектов: на конец 2009 г. обязательства срочностью свыше одного года и собственные средства в совокупности более чем в 2 раза превышали величину активов срочностью свыше 1 года, оставляя хороший запас для наращивания лизинговых инвестиций в посткризисном периоде.

По данным на начало 2010 г. краткосрочная ликвидная позиция компании также не вызывает опасений: активы со сроком погашения в течение 1 года почти в 3 раза покрывали аналогичные по срочности обязательства, при этом денежные средства и их эквиваленты на 76% покрывали объем обязательств срочностью до 3-х месяцев.

Согласно данным отчетности по МСФО, компания крайне консервативно подходит к оценке кредитных рисков лизингового портфеля. Обесцененные инвестиции занимают существенную часть портфеля (актив условно определяется обесцененным в случае идентификации компанией признаков, способных отрицательно повлиять на будущие платежи заемщика). При этом преобладают в обесцененных активах инвестиции без просроченной задолженности, а обесцененные активы с просрочкой от 1 до 90 дн. и свыше 90 дн. зарезервированы в совокупности на 25%, что составляет 2,3 млрд руб. и совпадает с величиной NPL на начало 2010 г., указанной компанией в инвестмеморандуме. Таким образом, резервы полностью покрывали просроченную задолженность.

Такой заметный уровень NPL обусловлен более быстрыми темпами сокращения работающего портфеля лизинговых инвестиций (что, на наш взгляд, являлось вполне логичным в кризисный период в свете существенных проблем всей отрасли), так как после значительного роста резервирования в 2008 г., расходы по их созданию в течение 2009 г. существенным образом не изменились.



Структура портфеля чистых инвестиций в финансовый лизинг по МСФО на 31.12.2009



Показатели прибыльности компании ожидаемо снизились в свете роста объемов резервирования в кризис и по-прежнему находятся под их давлением, однако чистая процентная маржа сократилась незначительно. В свою очередь, ухудшение показателя рентабельности собственных средств было обусловлено упоминавшимся выше ростом капитализации компании.

Компания хорошо знакома участникам российского долгового рынка; эмитент имеет кредитный рейтинг, необходимый для включения его облигаций в ломбардный список Банка России, куда были включены все предыдущие выпуски ЛК «УРАЛСИБ». Заметим, что положительный момент, связанный с открытыми лимитами на компанию, может быть несколько нивелирован влиянием ограничений для банковских организаций по установлению лимитов на связанные организации, учитывая активность Банка «УРАЛСИБ» на рынке МБК.

Бизнес компании демонстрирует самостоятельную рентабельность и устойчивость (в том числе в кризис), однако построен и зависит от поддержки материнской структуры, в том числе банковских активов группы. Репутация, ресурсы и положительная кредитная история материнской компании в совокупности с собственной эффективностью бизнеса ЛК «УРАЛСИБ» дает основания считать вероятность поддержки компании акционерами как безусловную.

Позиционирование займа

Параметры выпуска ЛК «УРАЛСИБ» БО-3	
Тип	биржевой
Объем	3,0 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	не предусмотрена
Купонный период	ежеквартально
Амортизация	8,33% от номинала в даты выплаты 1-11 купонов 8,37% от номинала в дату выплаты 12-го купона
Ориентир по ставке купона	9,50-9,75%
Дюрация	1,49 года
Доходность к оферте	9,84-10,11%
Кредитный рейтинг	Fitch Ratings: B+
Формат размещения	по закрытой книге
Дата открытия книги	26.10.2010
Дата закрытия книги	01.11.2010
Предварительная дата размещения	03.11.2010

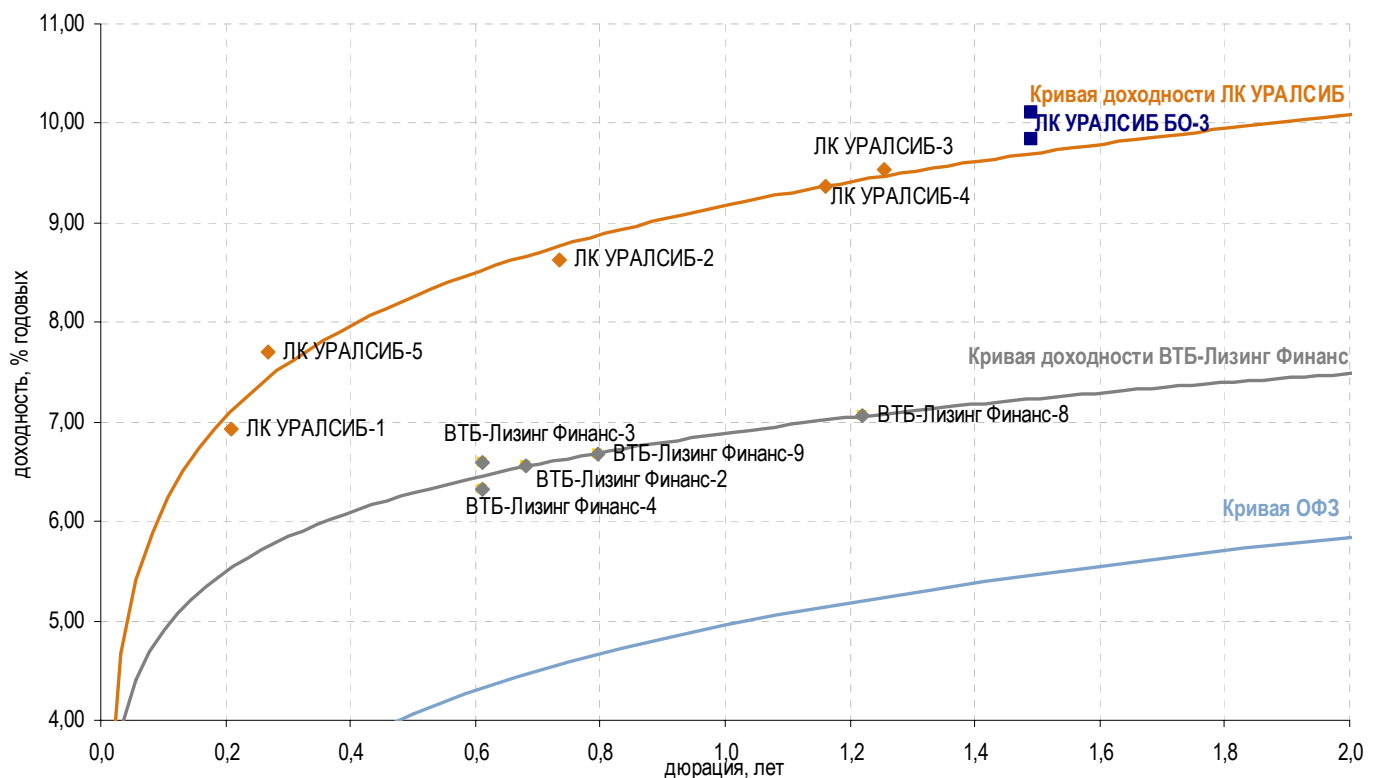
Выпуск ЛК «УРАЛСИБ» БО-3 предусматривает амортизационные ежеквартальные платежи в размере 8,33% от номинала в даты выплаты 1-11 купонов и 8,37% от номинала в дату выплаты 12-го купона. Соответственно, амортизация сокращает дюрацию выпуска до 1,49 года.

Первоначально объявленный ориентир ставки купона выпуска ЛК «УРАЛСИБ» БО-3 составлял 9,25-9,50% годовых, что транслировалось в доходность 9,58-9,84% годовых. Однако вчера, 26-го октября, организатор выпуска сообщил о повышении ориентиров купона до 9,50-9,75% годовых, что соответствует доходности 9,84-10,11% годовых.

В настоящее время в обращении находится 5 выпусков классических облигаций ЛК «УРАЛСИБ», наиболее ликвидным из которых является выпуск 2-ой серии. Мы считаем, что справедливым уровнем размещения биржевого займа является первоначально установленный нижний ориентир купона в 9,25% годовых. Доходность, соответствующая данному купону, предлагает почти аналогичный спрэд (порядка 410 б.п.) к кривой ОФЗ относительно спреда классического выпуска 2-ой серии и соответствует кривой доходности обращающихся выпусков компании. Таким образом, нижняя граница ориентира доходности вновь установленного купона предлагает премию в 26 б.п., а верхняя — 53 б.п., к справедливому уровню размещения.

Мы также считаем, что выпуск имеет хороший потенциал для роста цены в виду отсутствия аналогичных предложений по дюрации среди лизинговых компаний на рынке, отмеченного нами сильного кредитного качества эмитента, открытых на него лимитов, потенциального включения бумаги в ломбард и, наконец, биржевого типа планируемого займа.

Карта рынка



Источник: данные ММВБ; оценка: Велес Капитал

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Управление по работе с долговыми обязательствами**Bills@veles-capital.ru**

Оксана Теличко
Начальник управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Евгений Шиленков
Зам. начальника управления
EShilenkov@veles-capital.ru

Оксана Степанова
Зам. начальника управления
OStepanova@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с
векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
Специалист
YShabalina@veles-capital.ru

Олег Медведев
Начальник отдела по работе с
облигациями
OMedvedev@veles-capital.ru

Александр Аникин
Главный специалист
AAnikin@veles-capital.ru

Управление анализа долговых рынков**Bonds@veles-capital.ru**

Иван Манаенко
Начальник управления,
макрэкономист
IManaenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор
YKravchenko@veles-capital.ru

Иван Лубков
Программист
ILubkov@veles-capital.ru

Управление по анализу рынка акций**research@veles-capital.ru**

Илья Федотов
Начальник управления
IFedotov@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия
AKhalikov@veles-capital.ru

Алексей Мартьянов
Электроэнергетика
AMartyanov@veles-capital.ru

Ирина Ладыгина
Нефть и газ
ILadygina@veles-capital.ru

Доверительное управление**am@veles-capital.ru**

Бейшен Исаев
Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский
Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед
Работа с инвесторами
VLabed@veles-capital.ru