

Специальный комментарий

ЛК Уралсиб: до 250 бп премии к банкам double-B

ЛК Уралсиб (Fitch: BB-) сегодня закрывает книгу заявок инвесторов на приобретение облигаций серии БО-5. Компания предлагает инвесторам RUB3.0 млрд. облигаций на 3 года с квартальными купонными платежами и амортизационной структурой погашения (по 8.33% в день выплаты 1–11-го купонов и 8.36% при выплате последнего). Ориентиры по ставке купона озвучены в диапазоне 11.00–11.50%, что предполагает YTM 11.46–12.01% при дюрации 1.5 года.

Мы считаем, что новые облигации должны заинтересовать инвесторов со средним аппетитом к риску в качестве высокодоходного инструмента до погашения и послужить адекватной альтернативой банковскому риску. Бумага удовлетворяет требованиям вхождения в Ломбардный список ЦБ РФ. При этом параметры обеспечивают 500–550 бп премии к кривой ОФЗ или 200–250 бп к бумагам банков с рейтингами double-B.

Премия к банкам с сопоставимым кредитным рейтингом «BB-» в 200–250 бп заслуживает внимания инвесторов. Ниже мы приводим наиболее значимые характеристики кредитного качества эмитента, которые рыночный инвестор должен принимать во внимание (по мере убывания удельного веса в общей оценке):

- **Ликвидность.** ЛК Уралсиб последовательно поддерживает комфортный уровень денежных средств и эквивалентов на балансе: 11.3% от валюты баланса по итогам 1П 2011 г. Однако заметим, что, согласно отчетности за 2010 г. по МСФО, чистая накопленная позиция ликвидности была отрицательной на диапазоне 1–3 года. При этом напомним, что в феврале текущего года компании предстоит погасить RUB1.5 млрд. облигаций 3-й серии, а также выплатить, по нашим оценкам, около RUB2.6 млрд. по другим выпускам бондов.
- **Комфортное значение капитала.** Отношение капитала к активам составило комфортный уровень в 16.4% по итогам 1П 2011 г. Тем не менее заметим, что данный показатель снизился практически на 7 п.п. с 2009 г., и в случае сохранения позитивной динамики активов при отрицательном финансовом результате давление на позицию капитала может сохраниться.
- **Умеренный потенциал поддержки со стороны акционеров.** Основной акционер компании – группа «Уралсиб», бенефициаром которой является Н. Цветков. На данный момент банковский бизнес – основной актив бизнесмена, характеризующийся невысокими показателями рентабельности. Поэтому потенциал поддержки компании, на наш взгляд, ограничен возможностями группы.
- **Снижение зависимости фондирования от связанных сторон.** Компания исторически активно привлекает средства на публичном рынке капитала: объем выпущенных ценных бумаг составляет до 50% от всех заемных ресурсов. При этом часть из них в кризисный период выкупалась связанными с компанией сторонами, что наряду с прочим предоставлением заемных средств привело к существенному росту зависимости фондирования от ресурсов связанных сторон (до 53% в 2009 г.). По итогам 1П 2011 г. доля составила 30.6%, что является более приемлемым значением.

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

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЛК УРАЛСИБ

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	1П 11
Чистый процентный доход	3.13	3.08	0.89	0.34
Операционные расходы	-1.40	-1.45	-1.35	-0.75
Отчисления в резервы	-1.01	-1.91	-0.48	0.38
Чистая прибыль	0.59	0.32	-1.77	-0.58
Денежные средства	1.28	1.32	2.33	3.08
Кредиты клиентам	0.14	0.01	0.62	0.19
Инвестиции в лизинг до вычета резервов	34.57	24.24	14.60	16.25
Резервы	-1.66	-2.73	-1.73	-1.16
Чистые инвестиции в лизинг	32.91	21.50	12.87	15.08
Запасы	1.99	4.53	3.02	2.63
Финансовые и инвестиционные активы	0.00	1.01	2.44	1.12
Средства кредитных организаций	4.51	3.21	3.98	5.96
Выпущенные ценные бумаги	12.68	10.79	9.87	10.35
Средства связанных сторон	17.36	6.78	3.57	3.39
Синдицированные кредиты	0.00	3.25	2.92	2.13
Собственный капитал	4.19	7.76	5.41	4.46
Активы	41.52	32.97	26.50	27.13
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	14.1%	5.3%	-26.9%	-23.5%
Чистая процентная маржа (NIM)	11.2%	10.5%	4.5%	4.3%
Доля NPLs (+90 дней)	10.2%	22.5%	13.3%	н.д.
Доля просроченных лизинговых платежей	н.д.	7.9%	5.6%	4.3%*
Резервы/Инвестиции в Лизинг	4.8%	11.3%	11.9%	7.2%
Стоимость риска	3.6%	6.5%	2.5%	-4.9%
Собственный капитал/Активы	10.1%	23.5%	20.4%	16.4%
Доля средств связанных сторон в обязательствах	33.4%	52.9%	36.2%	30.6%

* по данным на 01.04.2011

Источник: данные компании, НБ «Траст»

- Восстановление роста масштабов бизнеса.** В 1П 2011 г. компании удалось нарастить объем инвестиций в лизинг впервые за последние три года: +11.3% за полугодие до RUB16.25 млрд. (до отчислений в резервы). К сожалению, компания не раскрывает долю просроченных кредитов свыше 90 дней в промежуточной отчетности, однако, судя по восстановлению резервов за 1П 2011 г. в размере RUB377.7 млн., мы не исключаем, что ЛК Уралсиб удалось стабилизировать качество портфеля.
- Убыточность бизнеса.** Несмотря на позитивную динамику активов в 1П 2011 г., компании еще не удалось выйти на безубыточный уровень функционирования. В 1П 2011 г. ЛК Уралсиб получила RUB579.2 млн. чистого убытка даже с учетом перехода к восстановлению резервов (-RUB1.8 млрд. за 2010 г.). Основной причиной является фиксация потерь от продажи запасов и финансовых активов. Как мы понимаем, в 2010 г. компания перешла к консервативной оценке запасов и финансовых активов на балансе, не связанных с основной деятельностью компании. В результате учет значительных рыночных дисконтов привел к необходимости отрицательной переоценки статей на балансе, а также к потерям при реализации активов.
- Низкий показатель чистой процентной маржи.** По нашим оценкам, показатель чистой процентной маржи снизился в 1П 2011 г. до 4.3%, т.е. более чем в 2 раза по сравнению с показателями 2009 г. Отметим, что давление на маржинальность также оказывает ориентация на более качественный сегмент клиентов при увеличении масштабов бизнеса. По данным компании, около 45–65% нового бизнеса пришлось на инвестиции в железнодорожный подвижной состав.

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынковresearch.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынковsales@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**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 786-35-36

ivan.sinelnikov@trust.ru**Руководитель управления продаж****Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Управление продаж****Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@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**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

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

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@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 принимают 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 ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным 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.