

„Национална агенция за кредитен рейтинг“ АД е частна агенция със седалище в София. От началото на 2006 г. НАКР е асоцииран партньор на Moody's Investors Service в България, водещата агенция за кредитен рейтинг в света. Рейтингите, които НАКР присъжда, са само местни и се изготвят според световно-признатите методологии и практики на Moody's. Те се определят по сравнителна скала от bgAaa (най-висок рейтинг) до bgC (най-нисък) и са мнения за сравнителната кредитоспособност на емитенти и емисии в границите на България.

## Рейтинг

### Местен рейтинг на НАКР

22 декември 2009 г.

Дългосрочен кредитен рейтинг **bgA3**  
Краткосрочен кредитен рейтинг **bgP-2**  
Перспектива **Стабилна**

## Основни показатели

(Сумите са в хил. лв. на консолидирана база)	30.09.2008	2008	2007	2006 <sup>1</sup>
Активи	709,001	705,758	466,880	171,875
Дълг	296,231	267,794	159,386	56,044
Нетен дълг (дълг минус разполагаеми парични средства)	258,486	248,924	126,249	-
Нетен дълг (коригиран) <sup>2</sup>	113,280	78,499	30,327	-
Собствен капитал	168,617	175,674	170,377	53,932
Приходи от основна дейност	307,706	412,377	368,281	141,435
Нетна печалба	(4,986)	4,124	82,938	9,701
Нормализирана нетна печалба	n/a	(30,674)	24,900	9,701

<sup>1</sup> проформа отчети;  
<sup>2</sup> изключен директен дълг на лизинговата дейност, поради спецификата на дейността

## Кредитно мнение

### Положителни характеристики

- Добра кредитоспособност на основните дъщерни дружества;
- Регионален играч в застраховането
- Синергичен ефект по веригата „продажба на автомобили-лизинг-застраховане“;
- Много добър мениджмънт и прозрачно корпоративно управление.

### Отрицателни характеристики

- Експозицията към пазара на автомобили се отличава с висока волатилност
- Оперативни предизвикателства в застрахователните подразделения
- Силна зависимост от банково финансиране и капиталовите пазари.

### Обосновка на рейтинга

Местният кредитен рейтинг на „Еврохолд България“ е от инвестиционен клас и съответства на качество над средното и сравнително нисък кредитен риск в рамките на България.

„Еврохолд България“ АД е холдингово дружество, образувано през декември 2006 г. при сливането на „Старком Холдинг“ АД и „Еврохолд“ АД. След сливането обединеният холдинг предприема експанзия в България и чужбина, при която се стреми да формира добре диверсифициран портфейл от сходни дейности във всяка от балканските страни.

Кредитният рейтинг на „Еврохолд България“ отразява диверсифицирания и интегриран бизнес микс на групата, обособен в три ключови сегмента – застраховане, финанси и продажба на автомобили. Тези сегменти формират обща стойностна верига „продажби на автомобили – лизинг – застраховане“, която осигурява възможност за значителни синергии и кръстосани продажби от средни по мащаб дейности, всяка с пазарен дял около 5-10%. На база наложилият се в България бизнес модел холдингът разширява инвестициите си в съседните балкански страни, най-вече в Румъния и Македония.

С най-голям принос за кредитоспособността на „Еврохолд България“ са застрахователният и лизинговият бизнеси, които определят инвестиционния клас на рейтинга. Застрахователният подхолдинг „Евроинс Иншурънс Груп“ (ЕИГ) има най-широко развито регионално присъствие. През 2009 г. неговото румънско дъщерно дружество постига повече от двукратен ръст на записаните премии, с което пазарният му дял вече съответства на

### Обосновка на рейтинга (продължение)

традиционно отчитания в българското и македонското поделения. Въпреки по-слабите финансови резултати, силно регулираният характер на дейностите на ЕИГ и значителния баланс от парични средства, с които разполага подхолдинга подчертават високото му кредитно качество. Лизинговият бизнес на Еврохолд остава устойчив на кризата, възползвайки се от по-широки маржове и сравнително малки проблемни вземания.

Бизнес рискът на холдинга се повишава поради вътрешноприсъщата волатилност на дейността на неговото автомобилно подразделение. Продажбите на „Авто Юнион Груп“ (бивше „Еврохолд Аутомотив Груп“) са тежко ударени от настоящата финансова криза. Въпреки това „Еврохолд България“ има възможност да излезе от рецесията с много по-силна конкурентна позиция. С придобиването на Авто Юнион през април 2009 г., групата става и най-големия и дивесифициран мултибренд автомобилен дилър в България.

Друг фактор за рейтинга е значителният опит на ръководния екип на холдинга в прилагането на избраната стратегия за растеж чрез придобивания. Този опит дава увереност, че рисковете при всяка инвестиция се отчитат внимателно и се съобразяват спрямо възможностите на холдинга. В условията на много ограничено кредитиране в икономиката, мениджмънта се фокусира върху цялостно оптимизиране на дейностите на холдинга, което би следвало да доведе до видимо възстановяване през 2010 г. Силна страна на „Еврохолд България“ е и прозрачното корпоративно управление, с което той се отличава.

Върху финансовия профил на холдинга негативно влияние оказва зависимостта от местните и международни финансови пазари, чрез които се набавят ресурси за развитието на дейността на дъщерните дружества. Значителна част от финансовия дълг на групата се формира от лизинговите дружества, където е нормално използването на по-висок ливъридж. В автомобилния бизнес на холдинга, заедно със свързаните с него недвижими имоти, също се използва сравнително висок ливъридж, особено ако се вземе предвид дълга, придобит чрез покупката на Авто Юнион. Друг фактор, оказващ негативно влияние на финансовия профил, са слабите резултати на застрахователните дружества на холдинга през 2008 г. и по-голямата част от 2009 г.

Холдингът има възможност да проявява достатъчна гъвкавост относно капиталовите си разходи и тяхното финансиране спрямо пазарните условия и фазите на бизнес цикъла. Портфейлът от инвестиции се допълва от компании с дейност в областта на производството и недвижимите имоти, част от които са в процес на продажба. Продажбата с обратен лизинг на новата централа на холдинга през октомври 2009 г. потвърждава способността на мениджмънта да извлича кеш от непродуктивни активи и по този начин подкрепя кредитоспособността на дружеството.

Цялостният анализ на „Еврохолд България“ АД, с акцент върху анализа на ликвидността, показва добра способност на дружеството да изплаща краткосрочните си задължения напълно и навреме.

### Какво може да повиши рейтинга

- Подобряване на показателите за покритие на дълга;
- Увеличение на капитала с парични средства.

### Какво може да понижи рейтинга

- Продължително отслабване на ликвидността на групата;
- Влошаване на кредитоспособността на основните дъщерни дружества.

### Текущо развитие

През 2009 г. „Еврохолд България“ приключи с реорганизацията на основните си бизнеси в три подхолдинга: „Евроинс Иншурънс Груп“ АД, „БГ Аутолиз Холдинг“ Б.В. (Евролийз Груп) и „Авто Юнион Груп“ ЕАД. Очаква се новата структура да подобри управлението, отчетността и достъпа до финансиране на дъщерните дружества.

Придобиването на „Авто Юнион“ АД през юни 2009 г. на практика удвоява пазарния дял на „Еврохолд“ в продажбите на автомобили до над 10%. След сделката е предприета пълна реорганизация на доставките, персонала, точките на продажба и заемите на Групата. През октомври 2009 г. „Еврохолд“ прехвърля собствеността на мултифункционалната търговска сграда „Авто Юнион Център“ чрез сделка по продажба с обратен лизинг на стойност 27.3 млн. евро. След изплащане на инвестиционни заеми „Еврохолд“ получава нетно около 10.7 млн. евро от сделката, които ще се използват за допълнителна подкрепа на основните бизнеси на холдинга.

През последното тримесечие на 2009 г. Групата продължава да оптимизира заемното си финансиране. „Евролийз Ауто“ договаря кредитна линия в размер на 10 млн. евро от ЕБВР и 5 млн. евро от местна банка. В същото време дъщерните дружества на ЕИГ успяват да пласират на частни инвеститори по-голяма част от облигационната емисия на Авто Юнион Груп (7.5 млн. евро), която записват през април 2009 г.

## РЕЙТИНГОВА СКАЛА

### Дългосрочен кредитен рейтинг на НАКР

НАКР – местен*	Значения на символите за кредитен рейтинг**
<i>bgAaa</i>	Компании и дългови емисии с рейтинг Aaa са с най-високо качество и минимален кредитен риск.
<i>bgAa</i>	Компаниите с рейтинг Aa са с високо качество и с много нисък кредитен риск.
<i>bgA</i>	Компаниите с рейтинг A са с над средно качество и с малък кредитен риск.
<i>bgBaa</i>	Компании с рейтинг Baa са със среден кредитен риск. Те са със средно ниво на кредитоспособност и като такива могат да притежават определени спекулативни характеристики.
<i>bgBa</i>	Компании с рейтинг Ba са със спекулативни елементи и са със значителен кредитен риск.
<i>bgB</i>	Компании с рейтинг B са спекулативни и с висок кредитен риск.
<i>bgСаа</i>	Компании с рейтинг Саа имат много слаба финансова сигурност и са с много висок кредитен риск.
<i>bgСа</i>	Компании с рейтинг Са имат изключително слаба финансова сигурност, намират се във или много близо до невъзможност да изплащат задълженията си, но има някаква вероятност да погасяват главницата и лихвите си.
<i>bgС</i>	Компании с рейтинг С са силно спекулативни и са с най-нисък рейтинг. Те обикновено не могат да плащат задълженията си и има малка вероятност за възстановяване на главници и лихви.

\* НАКР добавя цифрови показатели 1, 2 и 3 към всяка основна класификация от Aa до Саа. Показателят 1 означава, че задължението е в най-високата категория на даден рейтингов клас; показателят 2 означава задължение от средна категория и показател 3 означава най-ниската категория от определен рейтингов клас.

\*\*Оцветената част от скалата отразява рейтинги от инвестиционен клас, а неочетената – рейтинги от спекулативен клас

### Краткосрочен кредитен рейтинг на НАКР

*bgP-1*: Много добра способност на компаниите да изплащат краткосрочните си задължения напълно и навреме.

*bgP-2*: Добра способност за изплащане на краткосрочните задължения.

*bgP-3*: Средна способност за изплащане на краткосрочните задължения.

*bgP-4*: Задоволителна способност за изплащане на краткосрочните задължения.

*bgP-5*: Незадоволителна способност за изплащане на краткосрочните задължения.