КРЕДИТНЫЙ ЛОНГРИД · ОБЛИГАЦИИ · ООО «ИНТЕРЛИЗИНГ» · 19 НОЯБРЯ 2026

Лизинг на ручном тормозе: новый выпуск Интерлизинга стоит дороже риска

ООО «Интерлизинг» 24 ноября собирает книгу на 3 млрд ₽ под фиксированный купон не выше 18,00% (YTM до 19,56%). Справедливый G-спред, по нашей оценке, — около 500 б.п. на вторичном рынке и не ниже 550 б.п. на первичном: инвестору недоплачивают минимум 69 б.п. за нарушенные банковские ковенанты на 6,1 млрд ₽, убыток за LTM и разрыв ликвидности.

к.э.н. Николай Еремеев

Дата анализа: 19.11.2026 · ключевая ставка — 14,00% (решение ЦБ от 23.10.2026) · котировки выпусков и пиров — 19.11.2026 (Smart-Lab, Cbonds), КБД ОФЗ — 18.11.2026 · отчётность: МСФО FY2024–1П2026, РСБУ FY2025–9М2026

Обозначения: ФАКТ из отчётности РАСЧЁТ вычислено ОЦЕНКА мнение редакции ДОПУЩЕНИЕ при неполноте данных · ● позитив ● нейтрально ● негатив ● н/д

≤18,00%	500 / 550	0,97x	6,1 млрд ₽
верхний ориентир купона 001P-12 (YTM ≤19,56%, G-спред ≤481 б.п.)	б.п. — справедливый спред вторички / минимум первички РАСЧЁТ	покрытие процентов EBIT за LTM 1П2026 (чистый убыток −0,2 млрд ₽)	банковских кредитов с нарушенными ковенантами без раскрытых waivers

1 TL;DR ООО «Интерлизинг» — аккуратная розничная лизинговая компания с автономией 25,5% и пятикратным запасом диверсификации клиентов. Но цикл жёстких ставок догнал и её: за последние 12 месяцев (LTM 1П2026) Группа ушла в чистый убыток −0,2 млрд ₽, объём банковских кредитов с нарушенными ковенантами утроился до 6,1 млрд ₽ (без раскрытых waivers), а на окне 0–6 мес. возник разрыв ликвидности −1,9 млрд ₽. Новый трёхлетний фикс 001P-12 предлагает купон ≤18,00% (G-спред ≤481 б.п.) — на 57 б.п. уже обращающегося выпуска 001P-11 (538 б.п.) и на 69 б.п. ниже нашего порога первички (550 б.п.) РАСЧЁТ. **Взгляд редакции — осторожный. Участие в первичке 001P-12 нецелесообразно; если экспозиция на эмитента нужна, вторичный рынок (001P-11 по G-спреду 538 б.п. или короткий 001P-08 до апреля 2027 г.) выглядит рациональнее и прозрачнее.**

2 Почему это важно прямо сейчас

Во вторник, 24 ноября, ООО «Интерлизинг» открывает книгу заявок на облигации серии 001P-12: 3,0 млрд ₽, три года, ежемесячный фиксированный купон не выше 18,00% годовых (эффективная доходность YTM до 19,56%), ежемесячная амортизация по 4% с 12-го по 36-й купон и техническое размещение 27 ноября (Cbonds, 18.11.2026; БКС Экспресс, 19.11.2026). Это первое публичное размещение эмитента с марта 2025 г. — и первый серьёзный тест аппетита инвесторов к лизингу второго эшелона после того, как сосед по рейтинговой полке «Балтийский лизинг» (тоже рейтинг A) рухнул в дистресс с доходностью выше 68% (Smart-Lab).

За последние полгода с Интерлизингом произошло сразу три события, о которых редко пишут в презентациях организаторов. Во-первых, в МСФО за 1П2026 чистая прибыль сжалась до символических 14 млн ₽, выведя скользящий 12-месячный результат (LTM) в убыток −0,2 млрд ₽ РАСЧЁТ. Во-вторых, объём банковских кредитов с нарушенными ковенантами утроился — с 2,1 до 6,1 млрд ₽ (32,2% всего банковского долга) — без раскрытых отказов банков от права досрочного требования (waivers). В-третьих, свежая РСБУ головной компании за 9М2026 показала продолжение сжатия в 3-м квартале: прибыль от продаж обвалилась на 68,8% г/г, сток изъятой техники подрос ещё на 27% с начала года, а вложения в дочерние общества обесценились на 1,5 млрд ₽.

Парадокс сделки в том, что рынок вторичного долга Интерлизинга это уже отчасти учёл — выпуск 001P-11 торгуется с доходностью 20,81% и G-спредом 538 б.п. А организаторы 001P-12 предлагают новую бумагу с дюрацией длиннее, купоном ниже и G-спредом до 481 б.п. — то есть просят заплатить премию за право войти в первичку. Правильный вопрос перед книгой — не «выживет ли Интерлизинг» (с автономией 25,5% запас прочности у компании серьёзный ОЦЕНКА), а зачем покупать 001P-12 дешевле по доходности, чем уже торгующийся 001P-11.

3 Визитка бизнеса: розничный лизинг без якорного клиента

Интерлизинг — классический универсальный розничный лизинг: компания покупает грузовики, строительную спецтехнику, легковые автомобили и оборудование и передаёт их в финансовую аренду малому и среднему бизнесу в 71 филиале по России (РСБУ, 30.09.2026). Экономика проста: номинальная доходность лизингового портфеля по РСБУ достигла 34,0% годовых при стоимости фондирования 17,2–19,7%, что даёт широкий чистый процентный спред (~15 п.п.). Но в фазе кризиса эта маржа мгновенно съедается просрочкой, дисконтами при продаже изъятых тягачей и содержанием филиальной сети (CIR вырос с 38,4% до 52,0%).

PRO BONDS RF

РИС. 1

Четыре из пяти рублей портфеля — автотранспорт и стройка

Структура ЧИЛ Группы «Интерлизинг» на 30.06.2026 (МСФО, прим. 5); топ-5 клиентов — лишь 6,3% ЧИЛ

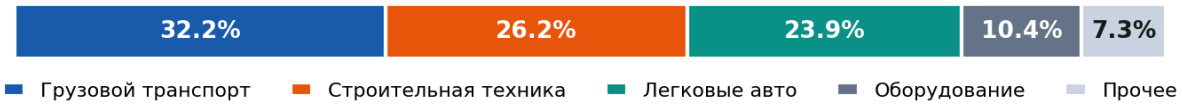


Таблица 1. Отраслевая структура лизингового портфеля и масштаб Группы · МСФО, 30.06.2026

Отрасль клиента	Объём (оц.)	Доля ЧИЛ	Комментарий редакции
Транспорт и логистика	12,2 млрд ₽	24,4%	Наиболее чувствителен к ставкам и падению фрахта
Строительство	11,1 млрд ₽	22,2%	Давление из-за охлаждения стройки и ипотеки
Производство	7,6 млрд ₽	15,3%	Умеренная устойчивость, длинные контракты
Услуги и торговля	13,5 млрд ₽	27,1%	Высокая диверсификация по чекам и регионам
Прочие отрасли	5,5 млрд ₽	11,0%	Мелкие сегменты МСБ
Итого нетто ЧИЛ и ФА	**49,9 млрд ₽**	**100,0%**	**Топ-5 клиентов — всего 6,3% ЧИЛ (3,1 млрд ₽)**

Главное достоинство портфеля — отсутствие концентрации: на пять крупнейших лизингополучателей приходится лишь 6,3% ЧИЛ. В отличие от корпоративных лизингов с двумя-тремя гигантами, здесь нет риска «одного звонка, который обрушит баланс». Но есть обратная сторона: 46,6% портфеля сидит в автоперевозках и строительстве — двух секторах, где дефолты МСБ в 2025–2026 гг. стали массовыми.

По позиции на рынке Интерлизинг — крепкий второй эшелон: 12-е место по ЧИЛ и 13–14-е по новому бизнесу в рэнкинге Эксперт РА на 01.01.2026 (доля рынка около 1,2%, Эксперт РА, 11.06.2026). Ближайшие публичные ориентиры в автолизинге — ПАО «ЛК «Европлан» (AA), ООО «РЕСО-Лизинг» (AA−) и ООО «Элемент Лизинг» (A). 100% долей ООО «Интерлизинг» владеет ООО «ИЛ Холдинг»; конечный бенефициар скрыт из МСФО по постановлениям № 1102 и № 1490. По открытым публикациям (TAdviser), структура связана с контролирующим акционером ПАО «Банк УРАЛСИБ» (4,1 млрд ₽ кредитов Группе, 1,37 млрд ₽ остатков ДС и статус агента по размещению 001P-12).

4 Отрасль и макро: когда китайский тягач некому продать

Российский лизинг в 2025–2026 гг. проходит через самый жёсткий стресс-тест за последнее десятилетие. По данным Эксперт РА (9М2026), число новых сделок скатилось к 6-летнему минимуму, а вторичный рынок грузовой и спецтехники переполнен изъятыми машинами. Ключевая ставка ЦБ РФ хоть и спустилась с пика 21% до 14,00% с 27 июля 2026 г., но остаётся запретительной для малого перевозчика — тем более что 19 ноября представители регулятора прямо допустили новое повышение ставки 18 декабря, если инфляция не замедлится (Эксперт, 19.11.2026).

Таблица 2. Чувствительность Интерлизинга к ключевой ставке по каналам · МСФО 1П2026 / РСБУ 9М2026

Канал	Механизм влияния	Масштаб (факт / расчёт)	Оценка
Стоимость долга	Плавающий долг ~17,6 млрд ₽ (флоатеры 6,1 млрд + ~60% банк. кредитов)	+300 б.п. КС = +0,53 млрд ₽/год до компенсации	● средняя
Спрос и новый бизнес	Высокая ставка заморозила обновление парков МСБ	Новые договоры 1П26: 14,5 млрд ₽ (−29,8% г/г)	● высокая
Качество активов	Дефолты клиентов и дисконты при продаже изъятой техники	Кредитные потери LTM: 4,0 млрд ₽ (7,1% ср. ЧИЛ)	● высокая

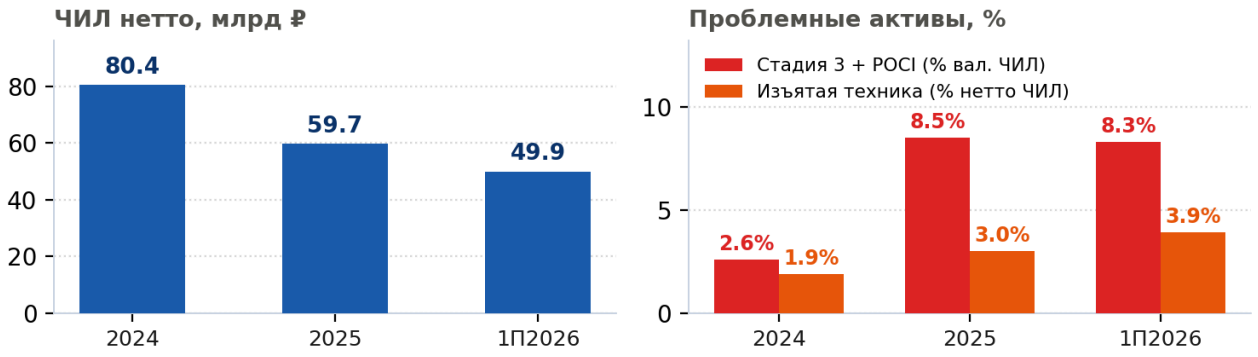
Для лизинговой компании рост ключевой ставки бьёт не столько в процентные расходы (часть портфеля тоже индексируется, да и долг активно гасится), сколько в платёжеспособность заёмщиков и ликвидность залогов. Свою лепту внесло повышение утилизационного сбора на импортную коммерческую технику и налоговый спор: 22 мая 2026 г. ФНС выставила Акт выездной налоговой проверки (ВНП) по вычетам НДС за 2022–2024 гг. на 173,8–178,3 млн ₽ с риском распространения подхода на 2025–2026 гг. Валютный риск при этом отсутствует ●: 100% активов и пассивов Группы номинированы в рублях. Сама компания не под санкциями, но связанный Банк УРАЛСИБ находится в SDN OFAC и списке UK с февраля 2023 г. (Интерфакс) — на рублёвые купоны в НРД это не влияет, но сужает пространство для внешних контрагентов.

5 Операционная динамика: управляемое сжатие и тяжёлый сток

Менеджмент Интерлизинга выбрал единственно разумную стратегию для перегретого рынка — нажал на тормоз. Объём новых договоров лизинга рухнул с 66,9 млрд ₽ в 2024 г. до 31,7 млрд ₽ в 2025 г. и 14,5 млрд ₽ за 1П2026 (−29,8% г/г). В результате портфель ЧИЛ нетто сжался за 18 месяцев на 38% (с 80,4 до 49,9 млрд ₽, рис. 2), а по РСБУ головной компании к 30 сентября — ещё до 44,5 млрд ₽. Поскольку лизинговая компания не строит заводы, классический CapEx минимален; «инвестпрограмма» здесь — это закупка техники под новые сделки, которую можно свести почти к нулю за один квартал.

РИС. 2

Портфель сжался на 38%, а доля изъятой техники удвоилась
МСФО Группы «Интерлизинг» за 2024–1П2026 гг.; в РСБУ за 9М2026 изъятый сток вырос ещё на +27% YTD



Проблема в том, что тормозить портфель легче, чем разгружать стоянки с изъятой техникой. Доля проблемных активов (Стадия 3 + POCI) выросла с 2,6% (2024) до 8,5% (2025) и держится на 8,3% (4,3 млрд ₽ на 30.06.2026). Покрытие Стадии 3 резервами ОКУ — всего 37,4% РАСЧЁТ: остальное компания рассчитывает вернуть продажей самой техники. В 1П2026 от реализации

изъятого имущества поступило 3,2 млрд ₽ (за 2025 г. — 5,8 млрд ₽), но балансовый сток «активов на продажу» всё равно вырос до 2,0 млрд ₽ (3,9% ЧИЛ), а в РСБУ за 3-й квартал прибавил ещё 27% с начала года. Параллельно почти втрое подскочило обесценение авансов поставщикам — с 83 до 245 млн ₽ (МСФО 1П2026, прим. 6).

6 Финансовое здоровье: прибыль растаяла, капитал выстоял

Таблица 3. Ключевые финансовые показатели Группы «Интерлизинг» · МСФО, млрд ₽; LTM на 30.06.2026

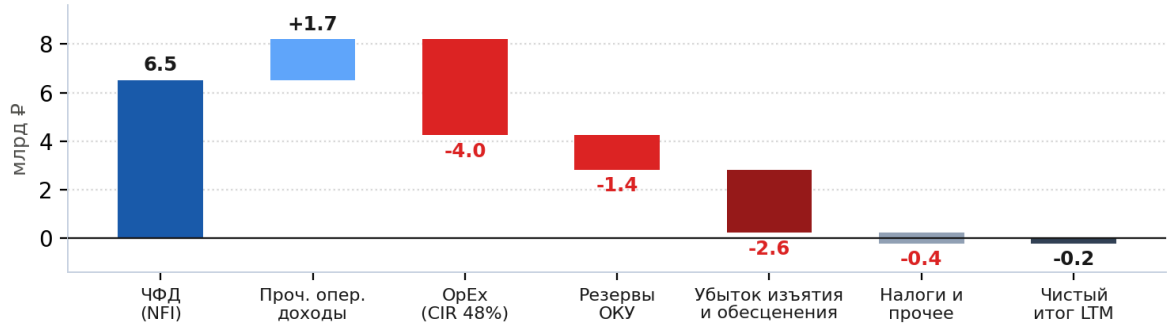
Показатель	FY2024	FY2025	1П2026	LTM 1П26	Δ 1П26/1П25	Комментарий
Процентные и лизинговые доходы	14,3	19,6	7,4	16,5	−29,7%	Сжатие портфеля ЧИЛ на 38%
Чистый финансовый доход (NFI)	5,7	7,4	2,9	6,5	−23,1%	Номинальная маржа широка, но база падает
EBITDA (EBIT + D&A)	11,4	12,5	4,5	9,8	−37,9%	Through-cycle: 11,1 млрд ₽ (на 11,8% выше)
Маржа NFI / доходы	39,5%	37,6%	39,4%	39,5%	+3,4 п.п.	Удерживается за счёт роста ставок ЧИЛ
Кредитные потери (ОКУ + изъятия + обесц.)	−1,3	−4,4	−1,6	−4,0	−18,9%	Съедают 61,7% NFI за LTM
Чистая прибыль (убыток)	2,6	0,2	0,01	−0,2	−96,3%	LTM в минусе впервые в истории
ROE (годовая / аннуал.)	21,1%	1,0%	0,2%	−1,3%	−4,5 п.п.	Рентабельность капитала обнулилась
Операционный ДП (CFO)	−14,9	+17,6	+3,4	+13,1*	н/д	Положителен благодаря режиму run-off
Капитал / Автономия	15,4 / 16,3%	15,6 / 21,7%	15,6 / 25,5%	15,6 / 25,5%	+9,2 п.п.	Главный буфер: нулевые дивиденды

Цифры P&L выглядят как иллюстрация к учебнику по кредитному циклу (рис. 3). За 1П2026 Группа заработала 2,9 млрд ₽ чистого финансового дохода, но 1,6 млрд ₽ ушло в резервы и убытки от продажи изъятой техники, а 2,0 млрд ₽ — в операционные расходы (+10,7% г/г при падающем бизнесе). На выходе — 14 млн ₽ чистой прибыли за полугодие и −0,2 млрд ₽ за LTM РАСЧЁТ. При этом качество баланса спасает консервативная политика капитала: собственник не вывел ни рубля дивидендов за 2024–1П2026, а в 2024–2025 гг. даже докапитализировал компанию на 3,89 млрд ₽.

РИС. 3

Как 6,5 млрд ₽ чистого финансового дохода превратились в убыток

Разложение прибыли Группы за LTM 1П2026 (МСФО, расчёт редакции, млрд ₽): кредитные потери и OpEx съели маржу целиком



Отдельная деталь для внимательных: в свежей РСБУ за 9М2026 головная компания показала красивую чистую прибыль 1,05 млрд ₽. Но радость преждевременна: внутри сидят 2,75 млрд ₽ внутригрупповых дивидендов от дочек и +0,60 млрд ₽ отложенного налога — при одновременном обесценении вложений в те же дочки на 1,48 млрд ₽. Без внутригрупповой бухгалтерии 9М2026 глубоко убыточны.

7 Долговой профиль — ядро анализа

7.1 Структура долга: сильный капитал, слабое покрытие процентов

Таблица 4. Ключевые долговые метрики Группы «Интерлизинг» · МСФО 30.06.2026 / LTM 1П2026; долг включает аренду IFRS 16 (0,24 млрд ₽)

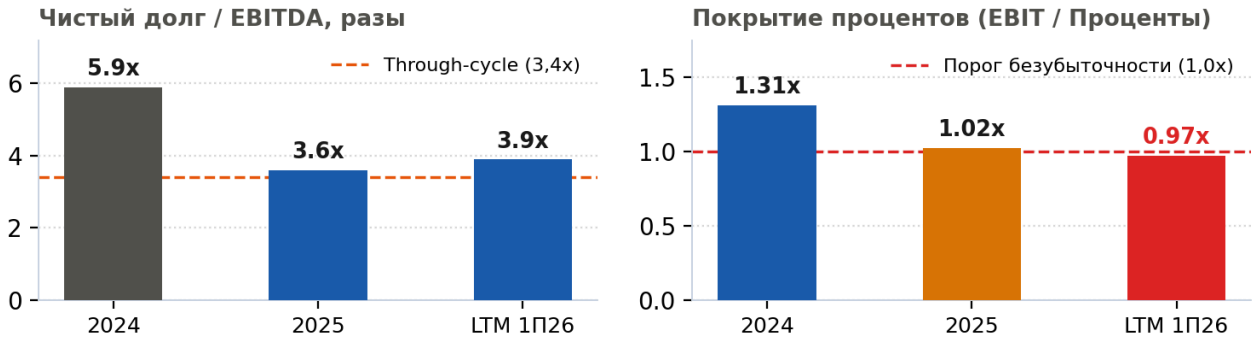
Метрика	Значение	Бенчмарк	Оценка
Общий долг / Чистый долг	40,0 / 38,0 млрд ₽ (без аренды: 39,7 / 37,8)	н/д	● −45% с 2024
ЧД / EBITDA (LTM / through-cycle)	3,9x / 3,4x (без аренды: 3,9x / 3,4x)	ориентир IG ≤3,5x	● пограничено
ICR = EBIT / Процентные расходы	0,97x (1,0x по EBITDA / проценты)	норма ≥1,5x	● ниже 1,0x
FFO / Общий долг	5,9% (FFO 2,37 млрд / долг 40,0 млрд)	н/д	● низкий
Долг / Собственный капитал	2,6x (автономия 25,5%)	лизинг РФ: 4–6x	● сильный
Краткосрочный долг / Общий долг	>55% по МСФО (71,6% по РСБУ 30.09.2026)	порог ≤40%	● очень высоко
Валютный / Плавающий долг	0% валютного / ≈44% плавающего (оц. 17,6 млрд)	—	● 0% FX
Средневзвешенная ставка (РСБУ 30.09)	Банки 17,5%, займы 17,2%, облигации 19,7%	КС ЦБ — 14,00%	● снижается
Займы от физических лиц	6,3 млрд ₽ (+42,4% за 1П2026, до марта 2027)	—	● горячие деньги

Перед нами раздвоение личности на балансе (рис. 4). В координатах капитала Интерлизинг выглядит крепко: за полтора года долг сократился с 72,1 до 40,0 млрд ₽, а соотношение Долг/Капитал упало с 4,7x до 2,6x — уровень, которому позавидуют многие лизинги с рейтингом АА.

Но в координатах денежного потока и срочности картина обратная: проценты полностью съедают EBIT (0,97x), почти три четверти долга по РСБУ нужно гасить или продлевать в течение 12 месяцев, а самым быстрорастущим источником фондирования стали короткие необеспеченные займы от физлиц (+42,4% за полугодие до 6,3 млрд ₽ под 9,95–25,00%). Когда эмитент с рейтингом A активно занимает у частных лиц до марта 2027 г., это прозрачный намёк, что банковские кредиты стали даваться тяжелее ОЦЕНКА.

РИС. 4

Делеверидж снизил долг почти вдвое, но проценты съели всю прибыль
МСФО Группы (расчёт редакции); автономия выросла с 16,3% до 25,5%, но запас прочности по процентам обнулился



7.2 График погашений: узкое горлышко 4К2026–1К2027

В 2026 г. компания аккуратно погасила пять публичных выпусков (001P-05/06/07 и 001P-01/02 дочерней «Практики ЛК»), и все оставшиеся облигации имеют комфортную ежемесячную амортизацию без пут-оферт. Главная «стена» — не облигации, а банковские кредиты (14,8 млрд ₽ в ближайшие 6 мес., включая 6,1 млрд ₽ реклассифицированных из-за ковенантов) и 6,3 млрд ₽ займов физлиц со сроками до марта 2027 г. (рис. 5).

РИС. 5

Узкое горлышко — ближайшие полгода: разрыв −1,9 млрд ₽
Недисконтированный профиль притоков и оттоков Группы на 30.06.2026 (МСФО 1П2026, прим. 13, включая 6,1 млрд ₽ с нарушенными ковенантами)

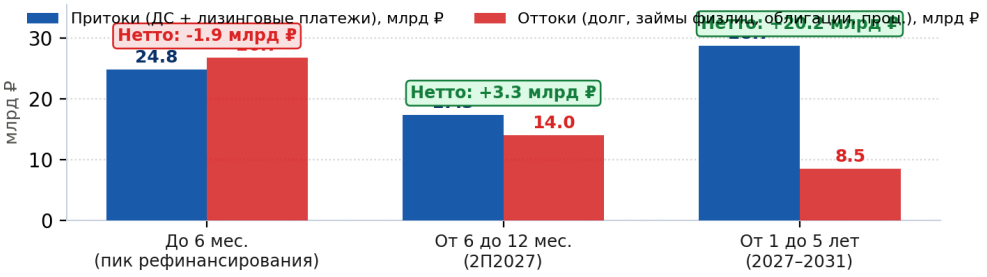


Таблица 5. Покрытие потребностей на 12 месяцев (источники / оттоки) · МСФО 1П2026, прим. 13; расчёт редакции

Вариант расчёта покрытия (12 мес.)	Без линий (0%)	50% линий (23,7 млрд)	100% линий (47,5 млрд)
Режим run-off (ДС + притоки по ЧИЛ / оттоки 12 мес.)	1,04x (0–6м: 0,93x)	1,62x	2,20x
Корпоративный тест (ДС + FFO LTM / долг 12 мес.)	0,11x	0,74x	1,36x

Недисконтированный разрыв на горизонте 0–6 мес. составляет −1,9 млрд ₽, а годовой профицит сжался за полугодие вчетверо — с +6,0 до +1,5 млрд ₽. На бумаге у Группы есть 47,5 млрд ₽ невыбранных банковских линий от 15 банков, но доля юридически обязывающих (committed) лимитов не раскрыта ●. Если рынок облигаций закроется, а банки пролонгируют короткие кредиты, самоамортизация лизингового портфеля позволит погасить все облигации в срок. Но если банки одновременно потребуют возврата 50% короткого долга, возникает кассовый разрыв 7–10 млрд ₽ РАСЧЁТ.

7.3 Ковенанты: главная причина не торопиться с книгой

На 30.06.2026 Группа нарушила финансовые ковенанты по банковским кредитам на 6,15 млрд ₽ — это почти треть (32,2%) всего банковского портфеля (на 31.12.2025 нарушений было 2,07 млрд ₽; в 2024 г. — ноль; МСФО 1П2026, прим. 13, с. 25) ФАКТ. Числовые пороги ковенантов в отчётности не раскрыты, а формальных письменных отказов банков от права досрочного требования (waivers) на дату отчётности получено не было, из-за чего весь этот долг реклассифицирован в краткосрочный. Кроме того, 32,9% всего финансового долга (13,1 млрд ₽) обеспечено залогами прав требований и техники в пользу банков — в сценарии реструктуризации держатели необеспеченных облигаций окажутся в очереди позади залоговых кредиторов.

7.4 Кредитные рейтинги: стабильные на бумаге, под давлением весной

Таблица 6. **Кредитные рейтинги ООО «Интерлизинг»** · по данным агентств на 19.11.2026

Агентство	Рейтинг / прогноз	Дата действия	Ближайший пересмотр и ключевой фактор
Эксперт РА raexpert.ru	ruA / Стабильный	11.06.2026	До 11.06.2027; поддержка = 0 ступеней (ОСК ruA)
АКРА acra-ratings.ru	A(RU) / Стабильный	01.04.2026	До 01.04.2027; первый плановый тест после МСФО 2026
Внутренняя оценка мемо	A− / Категория BBB	19.11.2026	На 1 ступень ниже агентств из-за ковенантов и LTM-убытка

Оба рейтинга свежие (весна–лето 2026 г.), но опирались ещё на годовую отчётность 2025 г. с положительной прибылью. Свежий LTM-убыток и утроение нарушенных ковенантов до 6,1 млрд ₽ делают весенний пересмотр АКРА (до 01.04.2027) и Эксперт РА (до 11.06.2027) главным источником риска понижения прогноза на «Негативный» или самого рейтинга на 1 ступень ОЦЕНКА.

7.5 Стресс-тест: ставка +300 б.п. и EBITDA −20%

Таблица 7. **Стресс-тест обслуживания долга** · МСФО LTM 1П2026; расчёт редакции

Показатель	База (LTM)	Стресс	Вывод
EBITDA, млрд ₽	9,8	7,8 (−20%)	Снижение портфеля и повтор пика потерь
Процентные расходы, млрд ₽	10,0	10,5 (+0,53)	+300 б.п. на ~17,6 млрд ₽ плавающего долга
ЧД / EBITDA	3,9x	4,9x	● существенно выше нормы IG
ICR (EBIT / Проценты)	0,97x	0,74x	● проценты не покрываются
Ковенанты (6,1 млрд ₽)	Нарушены	Под угрозой 7,6 млрд	● запас = 0%

Показатель	База (LTM)	Стресс	Вывод
Ликвидность 12 мес. (без / 50% линий)	1,04x / 1,62x	0,88x / 1,45x	● разрыв в 1П без пролонгации

Стресс-тест показывает жёсткую правду: в отличие от 2024 года, маржи безопасности по процентам у Интерлизинга больше нет. При шоке EBITDA −20% и КС +300 б.п. ICR проваливается до 0,74x, а ЧД/EBITDA уходит к 4,9x РАСЧЁТ. Спасает компанию только капитал (15,6 млрд ₽ способны поглотить до 15% дополнительного обесценения ЧИЛ) и готовность банков пролонгировать линии.

8 Параметры 001P-12, вторичная кривая и справедливый спред

Таблица 8. Сравнение первичного 001P-12 и обращающихся выпусков Интерлизинга · котировки Smart-Lab и Cbonds на 19.11.2026; КБД ОФЗ на 18.11.2026

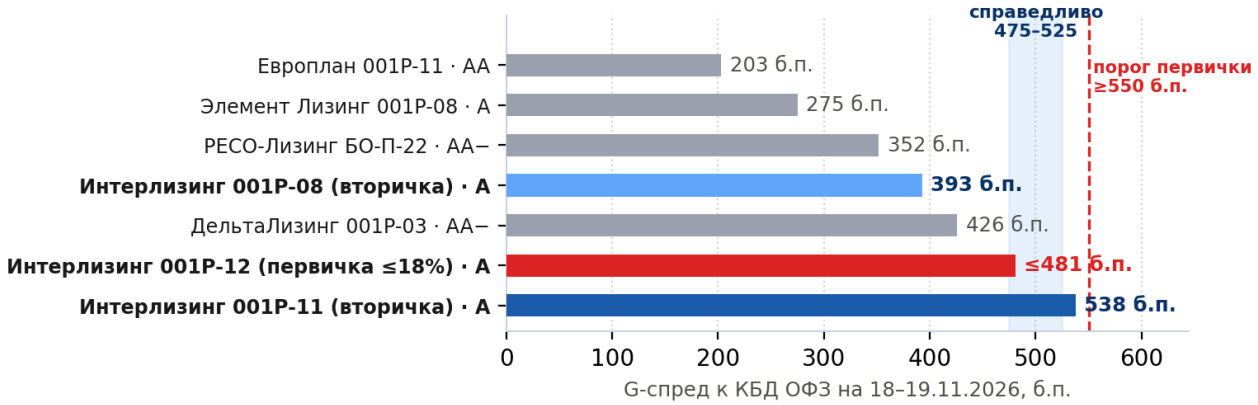
Параметр	001P-12 (первичка)	001P-11 (фикс)	001P-08 (короткий)	001P-10 (флоатер)
ISIN / статус	Присваивается (книга 24.11)	RU000A10B4A4 (вторичка)	RU000A108AL4 (вторичка)	RU000A10A4N8 (флоатер)
Объём / номинал	3,0 млрд ₽ / 1 000 ₽	3,53 млрд ₽ / 794,7 ₽*	1,7 млрд ₽ / 285,0 ₽*	3,0 млрд ₽ / аморт.
Тип купона и ставка	Фикс ≤18,00% (30 дн.)	Фикс 24,00% (ежемес.)	Фикс 15,75% (кварт.)	КС + 4,5% (тек. 18,5%)
Погашение / Оферты	Нояб. 2029 (3 г.) / нет	27.02.2029 / нет	03.04.2027 / нет	07.11.2027 / нет
Амортизация	4% с 12 по 36 купон	2,7–2,8% ежемес.	5,5–6,5% по графику	4,0% ежемес.
Дюрация (оц.)	≈1,7 года	≈1,55 года	≈0,35 года	≈0,1 г. проц. / 0,8 г. спред.
Цена / YTM	100,00% / ≤19,56%	104,98% / 20,81%	99,99% / 16,99%	Флоатер (диск.-маржа ~450)
G-спред к ОФЗ	≤481 б.п.	538 б.п.	393 б.п.	Неприменим (КС + 450)
Премия к fair (500/550)	−69 б.п. к порогу 550	+38 б.п. к fair 500	−107 б.п. (дорого)	Хедж роста КС ЦБ
Ликвидность (оборот/д)	н/д (новый выпуск)	н/д (умеренно-низкая)	н/д (низкая)	н/д (умеренно-низкая)

**Примечание: остаточный номинал 001P-11 и 001P-08 уменьшен за счёт прошедших амортизаций. Отдельно в обращении находится флоатер 001P-09 (RU000A109DV5, КС + 2,6%, погашение 19.08.2027) — при купоне 16,61% он существенно проигрывает и 001P-10 (КС + 4,5%), и фиксу 001P-11.*

РИС. 6

Первичка 001P-12 на 57 б.п. уже собственной вторички 001P-11

Котировки Smart-Lab и Cbonds на 19.11.2026; дистрессовый «Балтийский лизинг» (5 447 б.п.) вынесен за масштаб

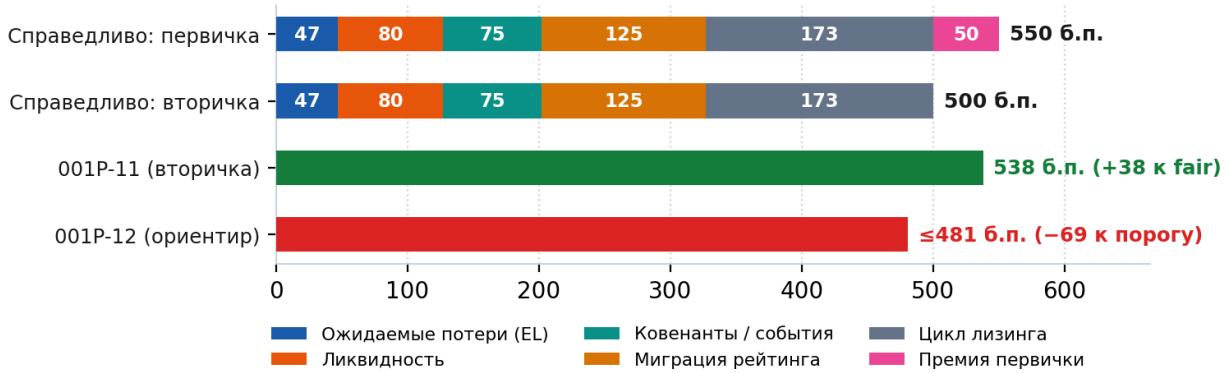


Справедливая доходность РАСЧЁТ**.** Мы оцениваем справедливый G-спред двумя методами. **Метод А (относительный):** здоровые лизинговые пиры торгуются в диапазоне 203 б.п. (Европлан, AA) — 275 б.п. (Элемент Лизинг, A) — 426 б.п. (ДельтаЛизинг, AA−). С поправкой на LTM-убыток, нарушенные ковенанты и меньший масштаб Интерлизинг должен стоить на 75–100 б.п. шире ДельтаЛизинга — то есть около 500–525 б.п. **Метод Б (фундаментальный):** ожидаемые потери (PD 0,85% × LGD 55% = 47 б.п. ДОПУЩЕНИЕ) + премия за ликвидность 2-го эшелона (80 б.п.) + ковенантный риск (75 б.п.) + премия за миграцию рейтинга (45% × 275 б.п. = 125 б.п.) + циклическая надбавка лизинга (173 б.п.) дают ровно **500 б.п.** на вторичном рынке (рис. 7). Для первичного размещения добавляем 50 б.п. премии за новый выпуск и буфер под риски — **минимум 550 б.п.** (YTM ≥20,25%, купон ≥18,60–19,00%).

РИС. 7

Из чего складывается справедливый спред — и сколько платит рынок

G-спред к ОФЗ, б.п.: фундаментальная модель «EL + премии» против рыночных уровней 19.11.2026



Рыночный ориентир 001P-12 (≤481 б.п.) не дотягивает до справедливой вторички (500 б.п.) и проигрывает порогу первички на 69 б.п. Хуже того: прямо в стакане Мосбиржи лежит выпуск 001P-11 того же эмитента с чуть меньшей дюрацией (1,55 против 1,7 года) и G-спредом 538 б.п. Покупать 001P-12 на размещении имеет смысл только в одном случае — если в ходе книги ставку не понизят, а, напротив, поднимут выше 18,6%, что на практике почти не случается.

9 Матрица рисков на 12–18 месяцев

Таблица 9. Ключевые риски ООО «Интерлизинг» · горизонт ноябрь 2026 – май 2028; оценка редакции

Конкретный риск	Вероятн.	Влияние	Митигант
Досрочное истребование части из 6,1 млрд ₽ банковских кредитов с нарушенными ковенантами	Средняя	Высокое	15 банков-кредиторов; диалог по waivers; отсутствие дефолтов по платежам
Непролонгация коротких займов физлиц (6,3 млрд ₽ до марта 2027 г.) на фоне разрыва 0–6м −1,9 млрд ₽	Средняя	Высокое	Самоамортизация портфеля (притоки 21,3 млрд ₽ за 6 мес.); линии 47,5 млрд ₽
Повышение КС ЦБ 18.12.2026 до 15–16% и углубление спада в грузоперевозках	Средняя	Среднее	Управляемое сжатие НБ (run-off); высокий буфер капитала 25,5%
Понижение рейтинга АКРА (до 01.04.2027) или Эксперт РА (до 11.06.2027) до A− / негативный прогноз	Высокая	Среднее	Частично уже заложено в спреде 001P-11 (538 б.п.)
Распространение претензий ФНС по Акту ВНП (178,3 млн ₽ НДС) на 2025–2026 гг.	Средняя	Среднее	Оспаривание акта; масштаб 0,2–0,5 млрд ₽ терпим для капитала 15,6 млрд ₽
Рост дисконтов при продаже изъятой техники (сток 2,0 млрд ₽; +27% YTD в РСБУ)	Высокая	Среднее	Отсутствует внешний митигант; зависит от спроса на вторичном рынке техники
Вторичные санкционные риски через связанный Банк УРАЛСИБ (SDN OFAC) и скрытый бенефициар	Низкая	Среднее	100% рублёвые расчёты и облигации в локальной инфраструктуре НРД

Самые вероятные риски — весенний пересмотр рейтингов и давление на цены изъятых грузовиков — бьют по котировкам, но не обрушивают платёжеспособность. Самые опасные — досрочное взыскание ковенантных кредитов и отток займов физлиц — концентрируются в ближайшие 4–5 месяцев и напрямую зависят от того, удастся ли компании документально закрыть waivers до публикации годовой МСФО за 2026 год.

10 Red Flags Check

Таблица 10. Проверка красных флагов · МСФО FY2024–1П2026, РСБУ FY2025–9М2026

Флаг	Ответ	Пояснение
Отрицательный операционный cash flow 2+ периода подряд	● Нет	CFO положителен в 2025 (+17,6 млрд) и 1П2026 (+3,4 млрд) за счёт run-off
Дебиторка / проблемные активы растут быстрее доходов	● Да	Сток изъятого +10% (МСФО) / +27% (РСБУ), обесц. авансов ×3 при доходах −30%
Забалансовые обязательства / поручительства за связанных	● Частично	Крупных поручительств нет, но 4,1 млрд ₽ долга и 1,4 млрд ₽ ДС в связанном УРАЛСИБе
Частая смена аудитора или CFO	● Нет	Стабильный аудитор топ-уровня — АО «Кэпт»
Оговорки или going concern в аудиторском заключении	● Нет	Немодифицированное мнение 2025 и чистый обзор 1П2026
Залог ключевых активов (структурная субординация)	● Да	Залогами обеспечено 32,9% долга (13,1 млрд ₽ банковских кредитов)
Концентрация: топ-3 клиента > 50% выручки	● Нет	Топ-5 клиентов — всего 6,3% ЧИЛ (сильный плюс)

Флаг	Ответ	Пояснение
Существенные судебные и налоговые претензии	● Да	Акт ВНП по НДС 173,8–178,3 млн ₽ (+риск 2025–2026); реестр КАД — н/д
Нарушение банковских ковенантов без waivers (спец.)	● Да	6,15 млрд ₽ (32,2% банковского долга) реклассифицированы в КС-долг
Краткосрочный долг >40% и ДС <50% КС-долга (спец.)	● Да	КС-долг 71,6% по РСБУ 30.09; ДС покрывают лишь 10,5% КС-долга

Из десяти проверенных пунктов сработали четыре красных и два жёлтых флага, причём все красные сосредоточены в одном узле: ликвидность, ковенанты, залоги банков и накопление изъятого стока. Аудит, диверсификация клиентов и дивидендная дисциплина — чистые.

11 Сценарный анализ на 12 месяцев

Таблица 11. Сценарии динамики спреда и доходности · вероятности — оценка редакции; расчёт на горизонте 12 мес.

Сценарий	Ключевые предпосылки	Метрики 2027	Спред 12м	Доход 001P-12 / 001P-11
● Бычий (20%)	КС 11–12% к концу 2027, waivers получены, ЧП >1,5 млрд, рейтинги подтверждены	ЧД/EBITDA 3,2x; ICR 1,5x	380 б.п.	+21,5% / +23,5%
● Базовый (55%)	КС 13–14%, waivers получены, портфель ~48 млрд, АКРА меняет прогноз на «Негативный»	ЧД/EBITDA 3,9x; ICR 1,2x	500 б.п.	+19,2% / +21,4%
● Медвежий (25%)	КС 15–16%, даунгрейд до A−/BBB+, рост потерь; крайний дефолт (PD ~2%, recovery ~45%)	ЧД/EBITDA ≥5,5x; ICR <0,8x	750 б.п.	+15,0% / +17,2%
Взвешенно (100%)	**Вероятностно-взвешенный спред через 12 мес. с учётом ожидаемых потерь**	**—**	**≈538 б.п.**	**+18,6% / +20,8%**

Вероятностно-взвешенный спред через год составляет около 538 б.п. РАСЧЁТ — ровно там, где уже сегодня торгуется вторичный выпуск 001P-11. Иными словами, 001P-11 честно учитывает базовый и медвежий сценарии, тогда как ориентир первички 001P-12 (≤481 б.п.) фактически закладывает оптимистичный исход без права на ошибку и уступает вторичке ~2,2 п.п. ожидаемого годового дохода.

PRO RF

12 Вердикт редакции: первичка 001P-12 или вторичный рынок?

Интерлизинг — не «второй Балтийский лизинг»: мощный капитал (25,5%), делеверидж и отсутствие дивидендов дают компании реальный шанс пройти дно цикла без реструктуризации. Но пока на балансе висят 6,1 млрд ₽ банковского долга с нарушенными ковенантами без раскрытых waivers, а впереди пик погашений 4К2026–1К2027, платить за новый выпуск 001P-12 дороже собственной вторички — арифметическая ошибка.

Взгляд редакции: осторожный (категория B «Пограничный IG»; по Правилу доминирования — отказ от первички и сокращение избыточных позиций).
Премия: недостаточна в 001P-12 (−69 б.п. к порогу первички 550 б.п.) и достаточна в 001P-11 (+38 б.п. к справедливому уровню 500 б.п.).
Risk/Reward (001P-12): неблагоприятный ~1 : 2,5 — потенциал сужения спреда ~100 б.п. против расширения на 250+ б.п. при даунгрейде или отказе в waivers.

Таблица 12. Первичка 001P-12 против вторичных выпусков Интерлизинга · на 19.11.2026; расчёт редакции

Критерий	001P-12 (первичка 24.11)	001P-11 (вторичка)	001P-08 (вторичка)
Доходность (YTM) / G-спред	≤19,56% / ≤481 б.п.	20,81% / 538 б.п.	16,99% / 393 б.п. (4,5 мес.)
Спред к справедливому уровню	−69 б.п. к порогу 550 б.п.	+38 б.п. к fair 500 б.п.	−107 б.п., но короткий риск
Ожидаемый годовой доход (взвеш.)	≈18,6%	≈20,8% (+2,2 п.п. к первичке)	≈17,0% (защитная парковка)
Издержки входа и риски	По номиналу, но риск снижения купона в книге ниже 18%	Цена 104,98% (выше номинала при амортизации), тонкий стакан	Минимум процентного риска до погашения 03.04.2027
Вывод редакции	НЕ УЧАСТВОВАТЬ при купоне ≤18,0% (и до раскрытия waivers)	ЛУЧШИЙ ВЫБОР для тех, кому нужна доходность Интерлизинга	Допустим только как кэш-парковка до весны 2027 г.

Ответ на главный вопрос — первичка или вторичка: в отличие от кейсов, где на вторичке нет ликвидных бумаг, у Интерлизинга уже торгуется выпуск 001P-11 с купоном 24%, YTM 20,81% и G-спредом 538 б.п. Брать новый 001P-12 с купоном не выше 18% (и риском его снижения на книге до 17,25–17,50%) — значит добровольно отказываться от ~125–200 б.п. доходности при более длинной дюрации и тех же самых ковенантных рисках. Если же инвестор опасается повышения ключевой ставки 18 декабря, на вторичке доступен флоатер 001P-10 (КС + 4,5%, погашение в ноябре 2027 г.), который страхует от жёсткого ЦБ, а вот дорогой флоатер 001P-09 (КС + 2,6%) логичнее заменить.

- **Подходит:** квалифицированному инвестору с толерантностью к риску второго эшелона — исключительно через вторичный рынок (001P-11 при G-спреде ≥530 б.п. или хедж-флоатер 001P-10), с жёстким лимитом не более 2,0% портфеля, дюрацией ≤2,0 года и готовностью дождаться раскрытия waivers.
- **Не подходит:** консервативным портфелям, требующим чистого IG без ковенантных нарушений; участникам первички 001P-12 в расчёте на «быстрый апсайд после размещения» (при отсутствии премии к 001P-11 бумага рискует открыться ниже номинала).

Таблица 13. Календарь триггеров пересмотра взгляда · ноябрь 2026 – июнь 2027

Дата	Событие	Сигнал, меняющий взгляд редакции
24.11.2026	Книга 001P-12 и ответ IR по waivers	Подтверждение waivers + купон ≥19% → пересмотр к нейтральному; срезка купона <18% → подтверждение отказа
18.12.2026	Заседание ЦБ РФ по ключевой ставке	Повышение КС ≥15% → усиление давления на фикс-выпуски, предпочтение 001P-10
До 01.04.2027	РСБУ 2026 и пересмотр рейтинга АКРА	Понижение ниже A− или падение ДС <1 млрд ₽ → переход к негативному взгляду
До 30.04.2027	Аудированная МСФО 2026 и ковенанты	Устранение нарушений, ЧП >0 и ICR >1,2x → переход к конструктивному взгляду
До 11.06.2027	Пересмотр рейтинга Эксперт РА	Подтверждение ruA после погашения 001P-08 и пика 1К2027 → снятие стресс-дисконта

Disclaimer: *материал носит исключительно информационно-аналитический характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Оценки отражают мнение редакции на 19 ноября 2026 г. и подлежат пересмотру при раскрытии новой отчётности и статуса waivers.*

13 Ограничения и источники

Даты и исходники. Дата анализа и рыночных котировок — 19.11.2026 (КБД ОФЗ ЦБ РФ — 18.11.2026, КС ЦБ — 14,00%). Использованы стратегический и тактический кредитные меморандумы по ООО «Интерлизинг» от 19.11.2026, консолидированная МСФО за 2025 г. и 1П2026 (аудитор АО «Кэпт»), РСБУ ООО «Интерлизинг» за 2025 г. и 9М2026, пресс-релизы Эксперт РА, АКРА, Cbonds, ЦБ РФ и котировки Smart-Lab.

Пробелы и влияние на уверенность. (1) Числовые пороги банковских ковенантов и наличие waivers по 6,1 млрд ₽ не раскрыты — трактуются консервативно. (2) Доля безотзывных лимитов в 47,5 млрд ₽ линий неизвестна — ликвидность рассчитана в трёх вариантах. (3) Конечный бенефициар скрыт по ПП РФ № 1102/1490. (4) Отсутствует МСФО за 9М2026 (использована неаудированная РСБУ), а также прямые выгрузки КАД Арбитр, ЕФРСБ и точные дневные обороты в стакане Мосбиржи. (5) Зафиксировано расхождение оценки риска по Акту ВНП (173,8 млн ₽ с пенями в МСФО против 178,3 млн ₽ основного налога в РСБУ). Итоговая уверенность в выводах — средняя (условная).

PRO BONDS.RU