

ЛИЗИНГ В ГОСУДАРСТВЕННЫХ ИНТЕРЕСАХ

Компания размещает облигации на 5 млрд руб.

Дебют на первичном рынке. Продолжается формирование книги заявок на размещение дебютного выпуска облигаций компании ВЭБ-Лизинг объемом 5 млрд руб. Изначально организаторы размещения планировали закрыть книгу 30 июня, однако затем решили продлить срок сбора заявок до 7 июля. По облигациям сроком обращения 10 лет предусмотрена оферта через пять лет, а также амортизационные платежи (по 20%) начиная с даты выплаты шестого купона, что укорачивает дюрацию выпуска до 3,5 лет. Ориентир по ставке купона определен в диапазоне 8,0–8,5%, что предполагает доходность к оферте на уровне 8,16–8,68%.

Справедливый уровень находится в верхней части объявленного диапазона по доходности. Предложенный ориентир практически не предполагает премии к совместной кривой других государственных банков – ВТБ и РСХБ, в то время как выпуски ВТБ-Лизинга на вторичном рынке предлагают премию в размере 30–40 б.п. к кривой своей материнской компании. Принимая во внимание сформировавшийся в последнее время высокий спрос на первичные размещения со стороны «качественных» эмитентов, ВЭБ-Лизинг, являясь полностью подконтрольным государственному ВЭБу, на наш взгляд, может разместиться и без премии к кривой ВТБ-РСХБ. Это предполагает доходность около 8,3–8,4% при дюрации 3,5 года, что находится в середине объявленного ориентира по доходности. Компания изначально создавалась в интересах государства и в настоящее время финансирует преимущественно проекты в приоритетных для государства отраслях, привлекая для этого средства в государственных банках. Иными словами, по уровню риска ВЭБ-Лизинг отождествляется со своей материнской компанией, что и отражено в ее рейтингах, которые совпадают с рейтингами ВЭБа и, соответственно, с суверенными. Однако на текущей неделе сам ВЭБ проводит роуд-шоу дебютного выпуска еврооблигаций объемом около 1 млрд долл., тем самым оттягивая часть потенциальных покупателей облигаций своей дочерней компании. Таким образом, возможно, эмитенту придется установить ставку по верхней границе заявленного диапазона, что как раз и будет соответствовать спреду, с которым торгуются облигации лизингового подразделения ВТБ к кривой своей материнской компании (см. диаграмму доходности на последней странице).

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО «ВЭБ-Лизинг»
Кредитный рейтинг	Fitch: BBB/ стабильный
Серия облигаций	01
Объем	5 млрд руб.
Дата размещения	июль 2010 г.
Срок обращения	10 лет
Купон	полугодовой
Оферта	5 лет
Амортизация	по 20% начиная с 6-го купонного периода
Закрытие книги заявок	7 июля 2010 г.
Ориентир по ставке купона	8,0-8,5% (УТР 8,16-8,68%)

Ключевые финансовые показатели
ВЭБ-Лизинга, млн руб.

МСФО	2007	2008	2009
Чистые проц. доходы	393	843	1 304
Комиссионные расходы	(6)	(18)	(9)
Доход от операций с ц. б.	-	-	682
Доход от операций с ин. вал.	(8)	(37)	(41)
Доход от переоц. ин. вал.	(6)	(311)	(119)
Суммарные операц. д-ды	427	572	1 846
Операционные расходы	(181)	(313)	(769)
Резервы	(61)	(112)	26
Чистая прибыль	122	8	967
Денежные ср-ва и эквив.	134	580	1 221
Средства в других банках	14	920	584
Ценные бумаги	-	-	581
Чистые инвестиции в лизинг	917	6 713	12 230
Оборуд. для передачи в лиз.	118	1 079	934
Авансы поставщикам оборуд.	1 322	1 617	2 588
Основные средства	343	282	25
Прочие активы	522	1 516	1 231
Активы	3 369	12 707	19 394
Средства банков	1 815	8 460	14 271
Авансы от лизингополучат.	662	912	840
Кредит. задолженность	326	1 426	946
Прочие обязательства	1 091	199	656
Собственный капитал	(525)	1 711	2 680
Коэффициенты			
Чистая проц. маржа, %	-	13,3	9,4
ROAA, %	-	0,1	6,0
ROAE, %	-	1,4	44,1
Обесцененные активы/ Лизинговый портфель*, %	-	9,2	2,4
Норма резервирования, %	-	2,8	1,4
Собств. капитал/Активы, %	(15,6)	13,5	13,8
Расходы/Доходы, %	42,4	54,8	41,7

* Данные компании

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Под контролем государства. Компания была создана в 2003 г. при участии ФГУП «Рособоронэкспорт» в целях повышения конкурентоспособности выпускаемой продукции, а также материально-технического перевооружения оборонных предприятий и гражданского машиностроения. С тех пор компания постепенно передавалась под контроль ВЭБа. В июле 2008 г. она была переименована в ВЭБ-Лизинг, а в ноябре прошлого года выкупила последние свои акции у ОПК «ОБОРОНПРОМ», и на 15 марта 2010 г. структура акционерного капитала компании выглядела следующим образом: 78,07% акций ВЭБ-Лизинга принадлежало ВЭБу напрямую, 19,99% – через его дочернюю структуру «Глобэксбанк», а 1,94% находились у ООО «Вертолетная транспортная компания», которая является дочерней компанией ВЭБ-Лизинга – по сути, это означает, что эта доля капитала находится у владельца в форме казначейских акций.

Под контролем государства

Структура собственности ВЭБ-Лизинга на 15.03.2010 г.



Источники: отчетность МСФО ВЭБ-Лизинг

Финансирование приоритетных для государства проектов... Структура собственников ВЭБ-Лизинга определяет и назначение деятельности компании: являясь, помимо прочего, и банком развития, ВЭБ финансирует приоритетные для государства отрасли и проекты, в том числе и посредством лизинга, используя для этого свою дочернюю структуру. К крупнейшим сделкам ВЭБ-Лизинга относится финансирование приобретения Аэрофлотом 10 самолетов Sukhoi Superjet 100, а также лизинг оборудования для строительства газотурбинной электростанции «Коломенское» на сумму 182,7 млн долл.

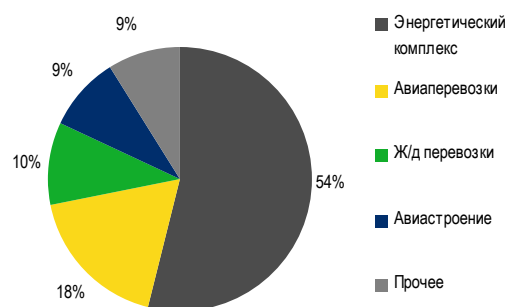
...преимущественно за счет средств государственных банков. Основными кредиторами ВЭБ-Лизинга являются государственные банки: 65% кредитного портфеля компании приходится на кредиты банков Группы ВЭБ, еще 15% привлечено в Группе ВТБ, а остальное – в Deutsche Bank преимущественно в форме прямого финансирования под конкретные сделки (в частности, покупка оборудования у западных компаний, которое впоследствии передается в лизинг).

Быстрый рост и низкая диверсификация лизингового портфеля. Поскольку компания аффилирована с ВЭБом и осуществляет деятельность в интересах государства, она смогла, привлекая фондирование у материнской структуры, в течение 2009 г. увеличить лизинговый портфель в 2,3 раза – с 18,4 млрд руб. в 2008 г. до 42,8 млрд руб. в 2009 г. Сопоставимыми темпами рос и объем нового бизнеса, который в 2009 г. достиг 31,8 млрд руб., и по темпам его прироста ВЭБ-Лизинг в прошлом году вырвался в лидеры рынка, что позволило компании переместиться с девятого на третье место среди крупнейших лизинговых компаний России (согласно рейтингу РА-Эксперт).

Оборотной стороной этого является крайне низкий уровень диверсификации лизингового портфеля, как по отраслевой структуре, так и с точки зрения компаний-лизингополучателей. Несмотря на то что показанные в отчетности МСФО чистые инвестиции в лизинг не являются полным отражением лизингового портфеля (величина которого считается по данным управленческой отчетности), в целом картину это не меняет. На конец 2009 г. 54% чистых инвестиций в лизинг приходилось на энергетический комплекс, еще 27% – на авиаперевозки и авиастроение, а 10% – на железнодорожные перевозки. При этом на одного крупнейшего лизингополучателя приходилось 41% от объема чистых инвестиций в лизинг, на второго по величине – еще 11%. Однако, поскольку стратегически важные для государства компании, как правило, не испытывают трудностей с привлечением финансирования в государственных банках, это ограничивает риски просрочки или неполучения лизинговых платежей, что и подтверждает последняя отчетность компании.

Низкая диверсификация лизингового портфеля

Структура чистых инвестиций в лизинг ВЭБ-Лизинга на 31.12.2009 г.



Источники: отчетность МСФО ВЭБ-Лизинг

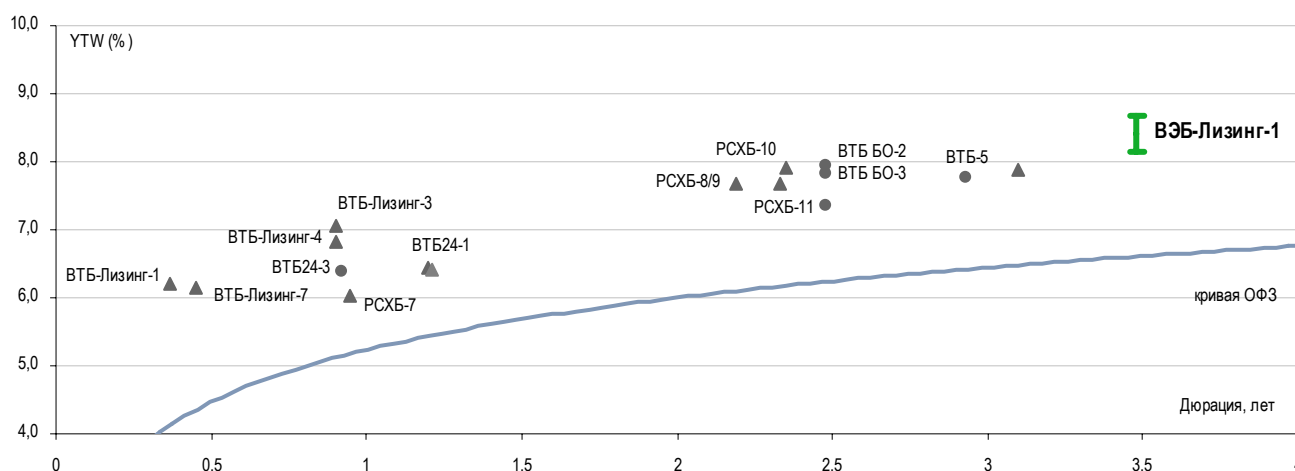
Высокое качество лизингового портфеля. Как следует из представленных по итогам 2009 г. финансовых данных, качество лизингового портфеля у компании было достаточно высоким. В отчетности не раскрыт напрямую уровень просрочки, однако приведены данные по индивидуально обесцененным компанией лизинговым платежам (и это совсем не значит, что они в итоге будут просрочены). Так, их доля в лизинговом портфеле на 31 декабря 2009 г. составила 2,4%

против 9,2% на конец 2008 г. Еще один положительный фактор – восстановление резервов на покрытие просроченной задолженности в размере 26 млн руб. (против отчислений в 112 млн руб. в 2008 г.), и это означает, что качество лизингового портфеля как минимум не ухудшается.

Набирающий обороты бизнес. По итогам 2009 г. компания заработала 967 млн руб. чистой прибыли против лишь 8 млн руб. в 2008 г. Хотя существенное влияние на результат оказали доходы от операций с ценными бумагами (682 млн руб.), основной бизнес ВЭБ-Лизинга также быстро развивался. Так, чистые процентные доходы по итогам года выросли на 55%, а лизинговый портфель увеличился в 2,3 раза. Чистая процентная маржа составила 9,4%, ROAA – 6,0%, ROAE – 44,1%, тогда как в банковском секторе эти показатели в среднем ниже. Некоторым недостатком компании является ее относительно невысокая капитализация – отношение собственного капитала к активам составляло на конец года всего 13,8%, а после размещения облигаций оно еще снизится (до 11%), что, впрочем, некритично. На конец 2009 г. имеющиеся у компании выкупленные ранее собственные акции уменьшали ее капитал на 935,8 млн руб. (стоимость 21,93% акций ВЭБ-Лизинга, принадлежащих ООО «Вертолетная транспортная компания»). Впоследствии 19,99% этих акций было передано Глобэксбанку, что должно было увеличить капитал ВЭБ-Лизинга более чем на 900 млн руб.

Справедливый уровень доходности находится ближе к верхней границе объявленного диапазона

Рублевые облигации РСХБ, ВТБ и его дочерних компаний



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артеми Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkovs@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010