

### ДОСТОЙНАЯ ПРЕМИЯ К БОНДАМ МАТЕРИНСКОЙ КОМПАНИИ

#### Компания размещает два выпуска суммарным объемом 10 млрд руб.

**Возвращение на первичный рынок.** На следующей неделе ВТБ-Лизинг впервые в нынешнем году выйдет на первичный рынок, предложив инвесторам два выпуска облигаций по 5 млрд руб. каждый. Эмитентом является ООО «ВТБ-Лизинг Финанс», однако поручителем по обоим займам выступит ОАО «ВТБ-Лизинг», полностью подконтрольное Группе ВТБ и консолидирующееся в ее отчетности. Выпуск серии 08, по которому предусмотрена оферта через полтора года, размещается путем предварительного сбора заявок от инвесторов, выпуск серии 09 с офертой через один год – путем проведения конкурса по ставке купона. Оба выпуска сроком обращения семь лет являются амортизируемыми, по ним предусмотрены равномерные полугодовые платежами по 7,692% от номинала начиная с даты четвертого купона. Ориентир по ставке купона для полуторогодового выпуска (дюрация 1,4 года, по нашей оценке) составляет 6,95–7,15%, по годовому (дюрация 0,97 лет) – 6,45–6,65%. Оба выпуска будут торговаться в котировальном листе «В» ММВБ, что ускорит начало их вторичного обращения. Кроме того, можно ожидать, что они, по примеру остальных находящихся в обращении выпусков эмитента, также войдут в ломбардный список ЦБ.

**Лидер по объему лизингового портфеля.** Будучи крупнейшей лизинговой компанией в России и опираясь на ресурсы материнской структуры, ВТБ-Лизинг в последние годы закрепился на лидирующих позициях в отрасли. По итогам 2009 г. лизинговый портфель ВТБ-Лизинга составил 155,1 млрд руб., что превосходит показатели прочих дочерних компаний государственных банков – Сбербанк Лизинга (второе место) и ВЭБ-Лизинга (третье место – по данным РА «Эксперт»). Если ранжировать три эти компании по объему нового бизнеса, привлеченного в 2009 г., то лидером остается ВЭБ-Лизинг, Сбербанк Лизинг занимает второе место, а ВТБ-Лизинг (26,8 млрд руб., что на 37% ниже показателей 2008 г.) – третье при незначительной разнице в результатах.

В целом же на долю этих трех компаний пришлось порядка 30% от объема новых сделок, заключенных на рынке, что объяснимо, поскольку в условиях, когда кредитные рынки не работали, у них, во-первых, была возможность опираться на кредитные ресурсы своих материнских структур и, во-вторых, использовать их клиентскую базу при существенном сужении круга заемщиков, способных обслуживать свои обязательства по лизингу. Если судить о дальнейших перспективах в отрасли, то в последние 1,5–2 года три вышеупомянутые компании, безусловно, получили солидную фору. Однако по мере восстановления ликвидности в банковской системе и решения проблем с просроченной задолженностью лизинговые компании, за которыми стоят акционеры с меньшими возможностями, постепенно начнут возвращать себе доли рынка.

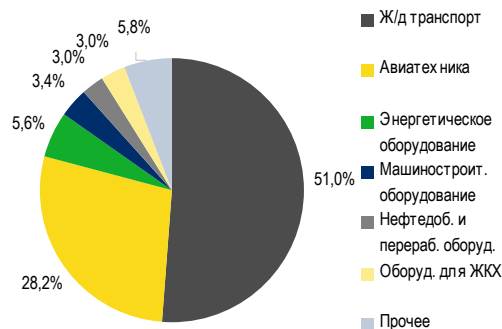
#### Информация о выпусках

Эмитент	ООО «ВТБ-Лизинг Финанс»
Поручитель	ООО «ВТБ-Лизинг»
Кредитный рейтинг эмитента	Fitch: BVB
Серия облигаций	08
Объем	5 млрд руб.
Дата размещения	10 августа 2010 г.
Срок обращения	7 лет
Купон	Квартальный
Оферта	1,5 года
Амортизация	Равномерная амортизация по 7,692% каждые 182 дня начиная с даты 4-го купона
Способ размещения	Книга заявок
Закрытие книги заявок	6 августа 2010 г.
Листинг на ММВБ	Список «В»
Ориентир по ставке купона	6,95-7,15% (УТР 7,13-7,34%)

Эмитент	ООО «ВТБ-Лизинг Финанс»
Поручитель	ООО «ВТБ-Лизинг»
Кредитный рейтинг эмитента	Fitch: BVB
Серия облигаций	09
Объем	5 млрд руб.
Дата размещения	11 августа 2010 г.
Срок обращения	7 лет
Купон	Квартальный
Оферта	1 год
Амортизация	Равномерная амортизация по 7,692% каждые 182 дня начиная с даты 4-го купона.
Способ размещения	Конкурс по купону
Листинг на ММВБ	Список «В»
Ориентир по ставке купона	6,45-6,65% (УТР 6,61-6,82%)

#### Низкая диверсификация лизингового портфеля

Структура лизингового портфеля ВТБ-Лизинга на 31.12.2009



Источники: ВТБ-Лизинг

Компания размещает два выпуска суммарным объемом 10 млрд руб.

**Лизинговый портфель – масштабный, но рисковый.** Если посмотреть на отраслевую структуру лизингового портфеля компании, то становится очевидным его низкая диверсификация. Так, на долю железнодорожного транспорта и авиатехники, двух крупнейших наименований, пришлось в сумме 79,2% от общего портфеля, тогда как в 2008 г. на две крупнейшие статьи приходилось только 63,8% портфеля. Однако ради справедливости стоит отметить, что железнодорожные вагоны являются чрезвычайно ликвидным активом, который даже при высокой степени износа (порядка 80%) обладает высокой стоимостью и пользуется спросом (по словам представителей транспортных компаний). Мы ожидаем, что по мере восстановления экономической активности российских компаний (вследствие которого увеличится спрос на энергетическое, нефтедобывающее и нефтеперерабатывающее, а также машиностроительное оборудование) диверсификация лизингового портфеля ВТБ-Лизинга начнет увеличиваться, снижая риски для компании.

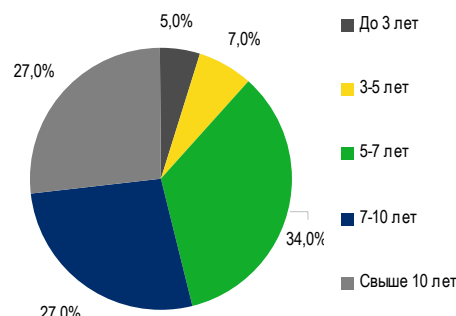
**Потребность в долгосрочном финансировании.** Структура лизингового портфеля ВТБ-Лизинга свидетельствует о том, что компания в основном работает с клиентами на основе долгосрочных договоров. Так, по состоянию на конец 2009 г. доля договоров сроком до пяти лет составляет всего 12%, тогда как на контракты сроком выше 10 лет приходится 27% портфеля. Из графика справа видно, что текущие лизинговые договоры обеспечивают деятельность компании более чем на 10 лет вперед, однако в результате этого уменьшается размер единовременного платежа. Из этого следует, во-первых, фундаментальная потребность ВТБ-Лизинга в «длинных» деньгах, и, во-вторых, возможные перманентные разрывы в краткосрочной ликвидности. Не исключено что, как раз такой разрыв в настоящее время пытается закрыть эмитент, размещая годовой и полуторогодовой выпуски по относительно низким ставкам (стоимость размещения облигаций на более долгие сроки – 4–5 лет – безусловно, была бы для компании выше).

**Ощутимая поддержка контролирующего акционера, как в части фондирования...** На кредиты Группы ВТБ приходится 65,5 млрд руб., или 60,4% кредитного портфеля ВТБ-Лизинга, что свидетельствует о значительной поддержке компании со стороны контролирующего акционера. При этом доля других банков составляет всего 9,5%, а вторым по значимости источником фондирования для эмитента являются облигации, на которые в 2009 г. приходилось 28,1 млрд руб., или 25,9% от кредитного портфеля. Отметим, что в кризисный период компания смогла, хоть и незначительно, но снизить зависимость от средств своей материнской структуры (доля Группы ВТБ снизилась на 7,6 п.п.), переориентировавшись на рублевый долговой рынок (доля облигаций увеличилась с 12,2% до 25,9%). В 2009 г. ВТБ-Лизинг разместил три выпуска облигаций общим объемом 15 млрд руб., хотя нельзя исключать, что их основным покупателем при размещении выступал ВТБ, что вместо классического кредитования давало банку возможность их рефинансирования в ЦБ, поскольку все выпуски эмитента включены в ломбардный список.

**...так и в части капитала.** По итогам 2009 г. ВТБ-Лизинг получил чистый убыток в размере 9 млрд руб. против чистой прибыли 413 млн руб. в 2008 г. Потери были в первую очередь обусловлены масштабными отчислениями в резервы,

**Доминирование долгосрочных договоров**

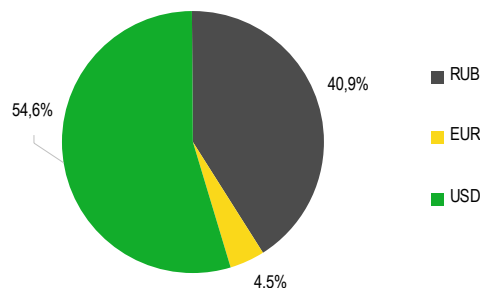
Распределение лизингового портфеля по срокам договоров, 2009 г.



Источники: ВТБ-Лизинг

**Преобладание контрактов в иностранной валюте**

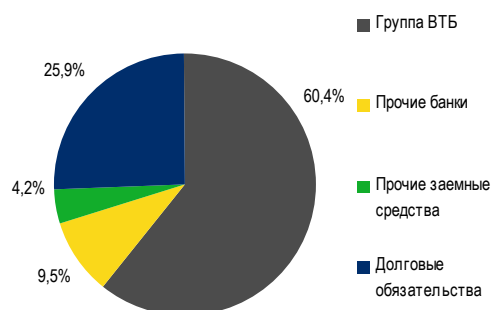
Валютная структура лизингового портфеля, 2009 г.



Источники: ВТБ-Лизинг

**Группа ВТБ – основной кредитор**

Структура кредитного портфеля, 2009 г.



Источники: ВТБ-Лизинг

Компания размещает два выпуска суммарным объемом 10 млрд руб.

которые суммарно составили 10,9 млрд руб. К сожалению, представляемые компанией данные не дают возможности максимально точно оценить уровень просрочки (расшифровки к отчетности по МСФО компания не раскрывает), однако

по величине отчислений в резервы можно сделать заключение, что проблемы с неплатежами у компании были чрезвычайно серьезные, что, впрочем, соответствовало общей ситуации в экономике в тот период. Примечательно, что понесенные в результате резервирования убытки более чем вдвое превышали величину капитала компании (3,7 млрд руб. на конец 2008 г.), в связи с чем материнская структура дважды в течение года была вынуждена проводить докапитализацию ВТБ-Лизинга, чтобы капитал последнего не стал отрицательным. Так, в марте и декабре прошлого года были проведены дополнительные эмиссии акций на 1,6 млрд руб. и 12,6 млрд руб. соответственно, которые были полностью выкуплены ВТБ. Это позволило компании, несмотря на понесенные убытки, показать более чем двукратное увеличение капитализации (отношение собственного капитала к активам) – с 3,1% в 2008 г. до 7,4% в 2009 г. До настоящего момента компания не публиковала промежуточную отчетность по МСФО за текущий год, однако представленные ею отдельные показатели за I квартал свидетельствуют о некотором улучшении положения. Так, за первые три месяца нынешнего года ВТБ-Лизинг получил чистую прибыль в размере 283 млн руб., что лишь в полтора раза меньше чистого итога 2008 г. При этом чистые процентные доходы были сопоставимы с прошлогодними, что свидетельствует о стабилизации ситуации с просрочкой. Помимо нераспределенной прибыли, капитал компании увеличился еще на 600 млн руб., что на фоне сокращения активов увеличило капитализацию ВТБ-Лизинга до 8,6%. Хотя это невысокий уровень (относительно того же ВЭБ-Лизинга, у которого этот показатель в 2009 г. составлял 13,8%), наличие сильного акционера, который уже неоднократно оказывал поддержку компании, дает основания в случае необходимости рассчитывать на помощь и в будущем.

**Предложение представляет интерес, однако привлекательность выпусков ограничивается их возможной невысокой ликвидностью.** Объявленные организатором размещения ориентиры по доходности предполагают сред к кривой ОФЗ на уровне 198–219 б.п. для ВТБ-Лизинг-8 (доходность 7,13-7,34%) и 208–229 б.п. для ВТБ-Лизинг-9 (доходность 6,61-6,82%). При этом наиболее ликвидный из уже обращающихся выпусков ВТБ-Лизинг-2 торгуется со спредом в размере 222 б.п. к государственной кривой, что делает предложение привлекательным только ближе к верхней границе объявленного диапазона. В то же время спред облигаций ВТБ к кривой ОФЗ составляет в среднем около 150 б.п., что предполагает премию новых выпусков к бондам материнской структуры в размере 50–80 б.п. Учитывая оказывавшуюся ранее Группой ВТБ всестороннюю поддержку ВТБ-Лизингу и одинаковые кредитные рейтинги обеих компаний, премия в размере 50 б.п., на наш взгляд, будет достаточной. Предложенные ориентиры выглядят также привлекательными на фоне завершившихся недавно первичных размещений облигаций НОВАТЭКА (BVB-/Ваа3/BVB-) и НорНикеля (BVB-/Ваа2/BVB-), поскольку на вторичном рынке выпуски теперь торгуются с доходностями 6,97% и 7,11% к погашению через три года соответственно. Однако привлекательность предложение ограничивается потенциально невысокой ликвидностью размещаемых выпусков, что отличает и находящиеся в обращении выпуски эмитента.

### Ключевые финансовые показатели ВТБ-Лизинга, млн руб.

МСФО	2008	2009	3М10
Чистые проц. доходы	5 907	2 971	708
Комиссионные расходы	(34)	(72)	-
Доход от операций с ц. б.	(1 106)	(93)	-
Доход от операций с ин. вал.	(1 239)	(418)	-
Доход от переоц. ин. вал.	175	258	-
Суммарные операц. д-ды	3 775	3 268	-
Операционные расходы	(1 536)	(1 861)	-
Резервы	(600)	(10 882)	-
Чистая прибыль	413	(9 054)	283
Денежные ср-ва и эквив.	303	760	-
Средства в других банках	2 680	8 809	-
Чистые инвестиции в лизинг	87 705	81 182	83 000
Оборуд. для передачи в лиз.	11 474	13 091	-
Авансы поставщикам оборуд.	8 717	3 645	-
Лизинговый портфель*	180 300	155 100	151 600
Объем нового бизнеса*	42 500	26 800	6 800
Основные средства	1 315	7 443	-
Прочие активы	6 128	6 135	-
Активы	118 322	121 065	114 400
Средства банков	89 806	75 794	-
Долговые ценные бумаги	12 233	28 100	-
Авансы от лизингополучат.	773	847	-
Прочие обязательства	11 841	7 407	-
Собственный капитал	3 669	8 917	9 800
<i>Коэффициенты</i>			
Чистая проц. маржа, %	6,3	2,7	-
ROAA, %	0,4	(7,6)	1,0
ROAE, %	11,0	(143,9)	12,1
Собств. капитал/Активы, %	3,1	7,4	8,6
Расходы/Доходы, %	40,7	56,9	-

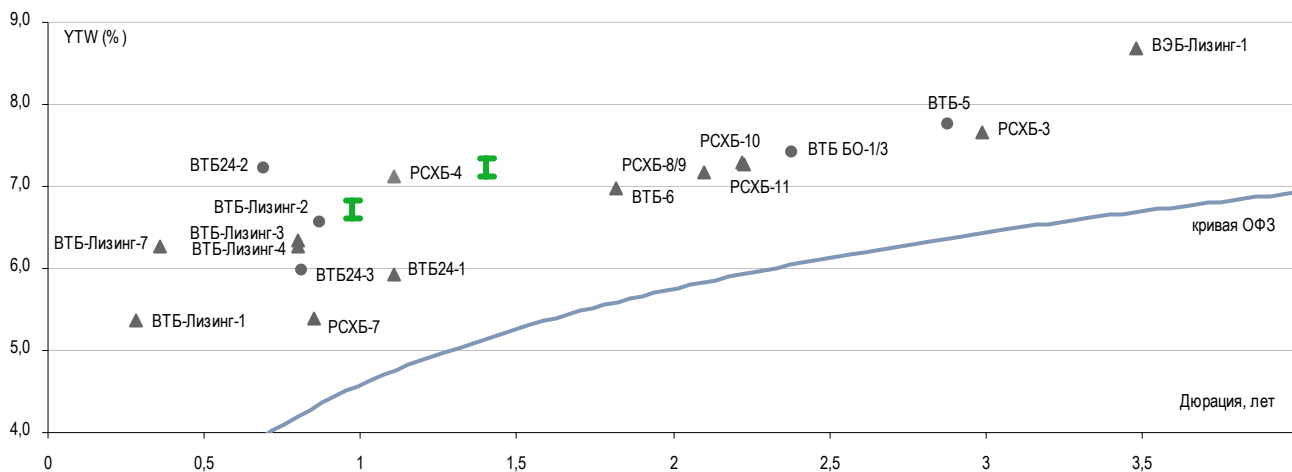
\* Данные компании

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Компания размещает два выпуска суммарным объемом 10 млрд руб.

**Предложение представляет интерес**

Рублевые облигации государственных банков (котировки действительны на 5 августа 2010 г.)



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, feltsmad@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

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

## Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

## Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

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

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@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  
Ольга Стерина, sterinaoa@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  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@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 Гринкрюг, 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