

ДЕБЮТ НА ВНЕШНЕМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Компания проводит роуд-шоу еврооблигаций

Дебютный пятилетний выпуск еврооблигаций. Сегодня, 17 мая, ВЭБ-Лизинг начнет роуд-шоу в рамках размещения дебютного выпуска еврооблигаций. Предполагается, что бумаги будут размещаться по правилу Reg S, срок обращения составит пять лет. Остальные параметры займа, в том числе объем и ориентир по доходности, будут определены в ходе маркетинга.

С детальным описанием компании и основных аспектов ее деятельности можно ознакомиться в нашем специальном обзоре «ВЭБ-Лизинг – лизинг в государственных интересах» от 30 июня 2010 г. по адресу:

http://www.uralsibcap.ru/products/download/100630_VEB-Leasing.pdf?docid=10612&lang=ru

Отраслевой лидер по объему нового бизнеса. Компания активно начала развивать лизинговый бизнес лишь в 2008 г., увеличив объем чистых инвестиций в лизинг в 7,2 раза по итогам года до 6,7 млрд руб., и впоследствии старалась не сбавлять темпы, несмотря на кризисные явления в экономике. Прошедший год стал для ВЭБ-Лизинга не менее успешным: компания вплотную приблизилась к Сбербанк-Лизингу по объему лизингового портфеля (127,4 млрд руб. против 134,1 млрд руб.), прочно обосновавшись на третьем месте. А по объему нового бизнеса (106,3 млрд руб. в 2010 г.) компания уже второй год подряд является лидером в отрасли. Активы компании за прошедший год увеличились почти в четыре раза до 75,2 млрд руб., и для обеспечения дальнейшего роста компании необходимы новые источники финансирования.

Диверсификация источников финансирования. До прошлого года компания использовала в качестве источников фондирования преимущественно средства материнской структуры (Внешэкономбанка). На рынки публичных заимствований ВЭБ-Лизинг впервые вышел лишь во второй половине 2010 г, разместив один выпуск рублевых облигаций на 5 млрд руб. В апреле текущего года были размещены еще три выпуска на 15 млрд руб. Повышение активности на долговых рынках, по нашему мнению, связано с быстро растущими масштабами основной деятельности компании, для поддержания которой ресурсов ВЭБа уже не хватает. Так, еще в 2009 г. 74% кредитных ресурсов компании приходилось на средства ВЭБа, тогда как 17% составляли средства ВТБ, связанного с компанией на уровне контролирующего акционера. По итогам 2010 г. доли вышеназванных банков снизились до 31% и 10% соответственно, среди кредиторов компании появились Credit Suisse, Goldman Sachs, JP Morgan, Альфа-Банк и Сбербанк, а объем заимствований в банках увеличился в четыре раза до 58,8 млрд руб. Таким образом, компания постепенно снижает зависимость в части фондирования от материнской структуры в пользу оптового фондирования, доля которого в обязательствах ВЭБ-Лизинга после размещения еврооблигаций, по нашим оценкам, превысит 30%.

Параметры нового выпуска

Эмитент	VEB-Leasing Invest Limited
Заемщик	ВЭБ-Лизинг
Кредитные рейтинги заемщика	ВВВ/Ваа1/ВВВ
Объем выпуска	будет определен позже
Валюта	доллары США
Формат выпуска	Reg S
Срок	5 лет (предварительно)

Ключевые финансовые показатели ВЭБ-Лизинга, млн руб.

МСФО	2009	6 мес.10	2010
Чистые проц. доходы	1 304	808	2 095
Комиссионные расходы	(9)		(15)
Доход от операций с ц. б.	682		(89)
Доход от операций с ин. вал.	(41)		13
Доход от переоц. ин. вал.	(119)		167
Суммарные операц. д-ды	1 846		2 320
Операционные расходы	(769)		(1 141)
Резервы	26		(64)
Чистая прибыль	967	380	891
Денежные ср-ва и эквив.	1 221		2 146
Средства в других банках	584		-
Ценные бумаги	581		66
Чистые инвестиции в лизинг	12 230	16 000	47 334
Оборуд. для передачи в лиз.	934		2 047
Авансы поставщикам оборуд.	2 588		11 421
Основные средства	25		1 134
Прочие активы	1 231		11 077
Активы	19 394	34 300	75 224
Средства банков	14 271		58 783
Долговые ценные бумаги	-		5 310
Авансы от лизингополучат.	840		19 19
Кредит. задолженность	946		335
Прочие обязательства	656		4 129
Собственный капитал	2 680	4 236	4 747
<i>Коэффициенты</i>			
Чистая проц. маржа, %	9,4		5,4
ROAA, %	6,0	2,8	1,9
ROAE, %	44,1	22,0	24,0
Обесцененные активы/ Лизинговый портфель*, %	2,4		-
Норма резервирования, %	1,4		0,3
Собств. капитал/Активы, %	13,8	12,4	6,3
Расходы/Доходы, %	41,7		49,2

* Данные компании

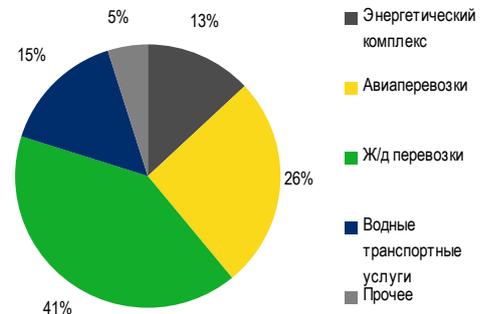
Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Недостаточно диверсифицированный по отраслям, но качественный лизинговый портфель.

На данный момент бизнес ВЭБ-Лизинга сохраняет тесную связь с деятельностью акционера компании, и, как следствие, среди ее клиентов присутствуют крупные лизингополучатели, хотя по мере роста лизингового портфеля их доля снижается (за 2010 г. доля двух крупнейших лизингополучателей в объеме чистых инвестиций в лизинг снизилась с 52% до 31%). В результате бизнес ВЭБ-Лизинга в основном сконцентрирован в четырех отраслях экономики (см. диаграмму справа), которые сильно зависят от внешнеэкономической конъюнктуры. Таким образом, сохранение тесной связи с ВЭБом на уровне клиентов, кредитующихся в банке, является для компании своего рода страховкой на случай повторного ухудшения ситуации в экономике. Еще одно положительное следствие работы с клиентами ВЭБа – низкая доля просроченных лизинговых платежей. Так, согласно отчетности компании, на конец 2010 г. просроченные чистые инвестиции в лизинг отсутствовали, а индивидуально обесцененные за 2009 г. контракты в 2010 г. были выведены из этой категории.

Невысокая диверсификация лизингового портфеля

Структура чистых инвестиций в лизинг на 31.12.2010 г.



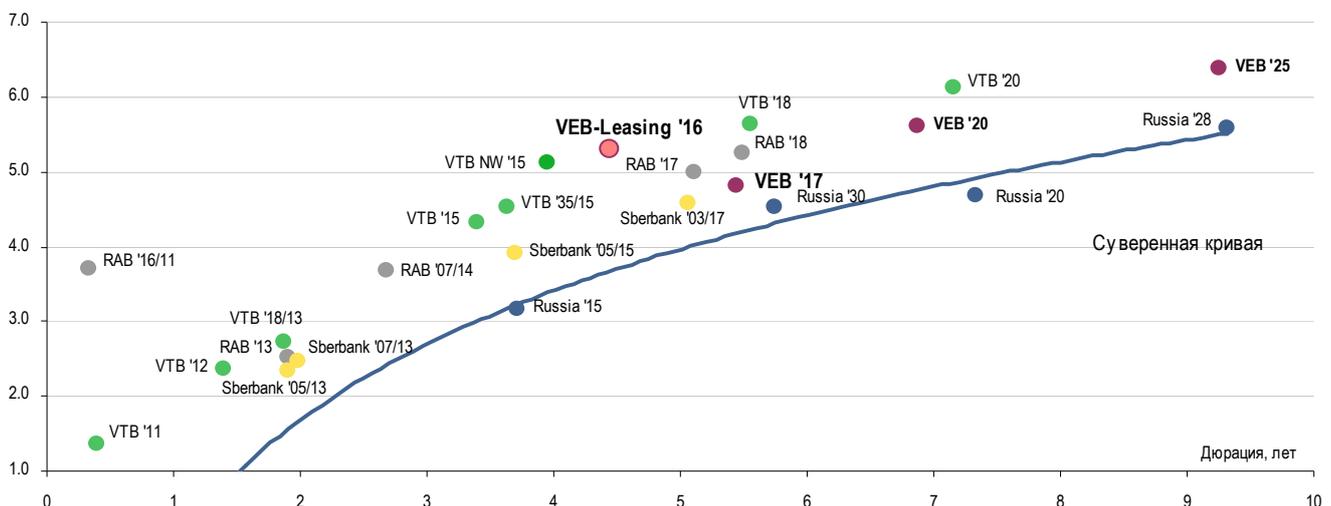
Источники: отчетность компании

Снижение прибыли, несмотря на низкую стоимость риска. Высокое качество лизингового портфеля позволяет компании практически не расходовать средства на резервирование. Однако в 2010 г. чистая прибыль ВЭБ-Лизинга снизилась на 8% год к году ввиду отсутствия доходов от операций с производными финансовыми инструментами (в 2009 г. – 682 млн руб.). Тем не менее структура доходов компании выглядит весьма благоприятно: доля процентных доходов в суммарном показателе составляет 90%. Таким образом, снижение прибыли по большей части обусловлено ростом операционных расходов (отношение Расходы/Доходы увеличилось в 2010 г. на 7,5 п.п. до 49,2%), что вполне естественно, учитывая высокие темпы роста компании. С нашей точки зрения, единственным ярко выраженным слабым местом в кредитном профиле компании на 1 января 2011 г. является низкая достаточность капитала (отношение Собственный капитал/Активы снизилось до 6,3%), однако после отчетной даты было принято решение о проведении допэмиссии акций в пользу ВЭБа на 10 млрд руб., из которых компания уже получила 5 млрд руб. в марте, а оставшаяся сумма будет перечислена до 30 сентября 2011 г., что лишний раз свидетельствует о высокой степени поддержки компании ее контролирующим акционером.

По нашей оценке, справедливая премия к евробондам ВЭБа составляет 80–85 б.п. В качестве ориентира для определения справедливой доходности нового выпуска мы используем текущую кривую еврооблигаций ВЭБа с рядом поправок. Во-первых, в отличие от бондов ВЭБа, выпуск VEB-Leasing '16 не войдет в индекс EMBI+, что потребует премии порядка 60 б.п. (на примере разницы в доходности между евробондами ВЭБа и ВТБ, также не входящими в индекс). Во-вторых, мы считаем справедливым предоставление премии за первичное размещение в размере 20–25 б.п. Таким образом, с учетом текущей стоимости долларовых свопов на уровне 2,04% и спреда к свопам выпуска VEB '17 в размере 240 б.п. получаем справедливую доходность пятилетнего выпуска – 5,3%.

Мы видим справедливую премию к евробондам ВЭБа на уровне 80–85 б.п.

Долларовые еврооблигации российских государственных банков по состоянию на 16 мая 2011 г.



Источники: Bloomberg, 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
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@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
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@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

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@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

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
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 2011