

НЕ СЛИШКОМ ЩЕДРОЕ ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Компания размещает облигации на 10 млрд руб.

Новый бонд средней дюрации. Продолжается сбор заявок на участие в размещении нового десятилетнего выпуска облигаций ВЭБ-Лизинга серии 06 объемом 10 млрд руб. По бумаге предусмотрена амортизация по 20% от номинала в первые пять лет обращения, в результате ее дюрация составит 2,61 года. Книга заявок будет закрыта 3 февраля, а размещение выпуска на бирже состоится 7 февраля. Бумага отвечает всем критериям для включения в Ломбардный список ЦБ. Ориентир по ставке купона находится в диапазоне 9,0–9,5%, что соответствует доходности 9,20–9,73%.

Активное развитие бизнеса. В последние годы ВЭБ-Лизинг прочно удерживает первое место в отрасли по объему нового бизнеса, а по итогам 9 мес. 2011 г. компания сумела переместиться с третьего на первое место по размеру лизингового портфеля (по данным РА Эксперт), который достиг 274,4 млрд руб. Ее основными клиентами являются компании из отраслей электроэнергетики, авиа- и железнодорожных перевозок. Согласно отчетности МСФО, за 1 п/г 2011 г. чистые инвестиции в лизинг увеличились на 65% (с начала 2010 г. их объем вырос более чем в пять раз), при этом по мере роста портфеля его концентрация по крупным клиентам снижается. Так, за 1 п/г 2011 г. доля двух крупнейших клиентов в чистых инвестициях в лизинг снизилась с 31% до 28%, а на долю связанных сторон пришлось 15%. Активы компании в указанный период увеличились на 71%. Последние данные о качестве портфеля были раскрыты компанией за 2009 г., когда доля обесцененных (но не обязательно просроченных) контрактов составляла всего 2,4%. Высокое качество активов косвенно подтверждается и стабильно поддерживаемой на низком уровне нормой резервирования (0,4%), а также незначительными относительно масштабов бизнеса компании отчислениями в резервы. Рост расходов на резервы в 1 п/г 2011 г. (120 млн руб. против 1 млн руб. во 2 п/г 2010 г.) мы связываем преимущественно с высокими темпами прироста портфеля.

Заемствования на рынках капитала приобретают все большую значимость, хотя основным источником фондирования остается государство. По итогам 1 п/г 2011 г. доля долговых ценных бумаг в обязательствах компании увеличилась с 7,5% до 26,7%, однако основным источником фондирования для компании по-прежнему остаются кредиты (66,9%), из которых более половины предоставлены государственными банками. После отчетной даты ВЭБ-Лизинг разместил облигации еще на 10 млрд руб., и мы ожидаем, что в скором времени более половины фондирования компании будет приходиться на облигации. Однако с учетом того, что крупнейшими держателями бондов компании, скорее всего, являются госбанки, государство останется крупнейшим кредитором ВЭБ-Лизинга.

Информация о выпуске

| Эмитент | ОАО «ВЭБ-Лизинг» |
|---------------------------|---------------------------|
| Кредитный рейтинг | ВВВ-/ВВВ |
| Серия облигаций | 06 |
| Объем | 10 млрд руб. |
| Срок обращения | 10 лет |
| Купон | полугодовой |
| Оферта | нет |
| Амортизация | по 20% в первые пять лет |
| Дюрация | 2,61 года |
| Дата размещения | 7 февраля 2012 г. |
| Закрытие книги заявок | 3 февраля 2012 г. |
| Ориентир по ставке купона | 9,0-9,5% (УТМ 9,20-9,73%) |

Ключевые финансовые показатели ВЭБ-Лизинга, млн руб.

| МСФО | 2009 | 6 мес. 10 | 2010 | 6 мес. 11 |
|---|--------|-----------|---------|-----------|
| Чистые проц. доходы | 1 304 | 808 | 2 095 | 2 231 |
| Комиссионные расходы | (9) | (9) | (15) | 89 |
| Доход от операций с дериват. | 682 | (57) | (89) | (306) |
| Доход от операций с ин. вал. | (41) | (7) | 13 | (21) |
| Доход от переоц. ин. вал. | (119) | 224 | 167 | (230) |
| Оуммарные операц. д-ды | 1 846 | 1 084 | 2 320 | 2 278 |
| Операционные расходы | (769) | (459) | (1 141) | (1 158) |
| Резервы | 26 | (63) | (64) | (120) |
| Чистая прибыль | 967 | 389 | 891 | 708 |
| Денежные ср-ва и эквив. | 1 221 | | 2 146 | 12 404 |
| Средства в других банках | 584 | | 7 303 | 1 097 |
| Деривативы | 581 | | 66 | 112 |
| Чистые инвестиции в лизинг | 12 230 | 16 000 | 47 334 | 78 064 |
| Оборуд. для передачи в лиз. | 934 | | 2 047 | 584 |
| Авансы поставщикам оборуд. | 2 588 | | 11 421 | 20 823 |
| Основные средства | 25 | | 1 134 | 1 014 |
| Прочие активы | 1 231 | | 3 774 | 11 188 |
| Активы | 19 394 | 34 300 | 75 224 | 128 644 |
| Средства банков | 14 271 | | 58 783 | 79 038 |
| Долговые ценные бумаги | - | | 5 310 | 31 603 |
| Авансы от лизингополучат. | 840 | | 1 919 | 1 856 |
| Кредит. задолженность | 946 | | 335 | 809 |
| Прочие обязательства | 656 | | 4 129 | 4 872 |
| Собственный капитал | 2 680 | 4 236 | 4 747 | 10 466 |
| Коэффициенты | | | | |
| Чистая проц. маржа, % | 9,4 | | 5,1 | 5,4 |
| Р0АА, % | 6,0 | 2,8 | 1,9 | 1,4 |
| Р0АЕ, % | 44,1 | 22,0 | 24,0 | 18,6 |
| Обесцененные активы/Лизинговый портфель*, % | 2,4 | | - | - |
| Норма резервирования, % | 1,4 | | 0,3 | 0,4 |
| Собств. капитал/Активы, % | 13,8 | 12,4 | 6,3 | 8,1 |
| Расходы/Доходы, % | 41,7 | 42,3 | 49,2 | 50,8 |

* Данные компании

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Не слишком щедрое первичное предложение

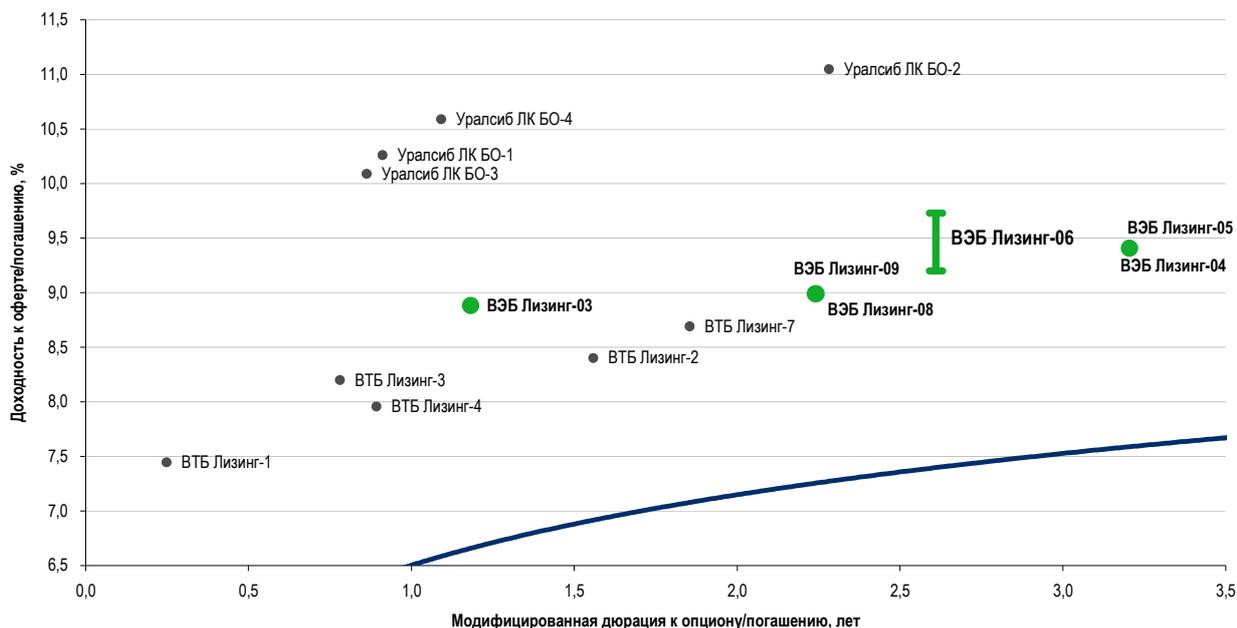
Доходы растут вслед за ростом бизнеса, маржа немного ниже среднего. В 1 п/г 2011 г. уровень чистой процентной маржи ВЭБ-Лизинга увеличился на 0,3 п.п. до 5,4%, что немного ниже среднего показателя для финансовых компаний. При этом за счет существенного роста портфеля чистые процентные доходы компании увеличились на 73% за полугодие. Операционные расходы росли чуть более низкими темпами (+69,8%), что позволило улучшить отношение Расходы/Доходы на 4,4 п.п. до 50,8%, что является средним уровнем по сектору. Чистая прибыль компании в 1 п/г выросла на 41,0% относительно предыдущего полугодия – до 708 млн руб., что соответствует доходности средних активов и среднего капитала в размере 1,4% и 18,6% соответственно.

Достаточность капитала низкая, но акционер ее регулярно повышает. Довольно высокий ROAE (8,6%) является прямым следствием весьма скромной достаточности капитала компании (отношение Собственный капитал/Активы – 8,1%). Однако в текущий момент мы не видим в этом серьезной угрозы ее финансовой устойчивости, поскольку, во-первых, компания является прибыльной, во-вторых, акционер регулярно ее докапитализирует. Так, в марте 2011 г. ВЭБ выкупил допэмисию ВЭБ-Лизинга на сумму 5 млрд руб. То же самое было сделано уже после отчетной даты (в сентябре), что, по нашим оценкам, должно было увеличить отношение Собственный капитал/Активы до 10–11%.

Умеренная премия к вторичному рынку при размещении по верхней границе. В целом мы придерживаемся положительного взгляда на финансовый профиль ВЭБ-Лизинга, Имея в активе конечного бенефициара в лице государства, компания обладает возможностью быстро наращивать объемы бизнеса, а также получать фондирование в госбанках. Недостаток в виде низкой достаточности капитала компенсируется готовностью акционера ее увеличивать в случае необходимости. Ориентиры по доходности выпуска ВЭБ Лизинг-06 предполагают премию к кривой ОФЗ на уровне около 175–225 б.п., тогда как на вторичном рынке спред облигаций компании к ОФЗ составляет примерно 210 б.п. С учетом того, что последние размещения гобанков проходили без премии к вторичному рынку, новый выпуск может быть интересен лишь ближе к верхней границе предложенного ориентира.

Умеренная премия к вторичному рынку при размещении по верхней границе ориентира

Облигации лизинговых компаний по состоянию на 31 января 2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

17 мая 2011 г. ВЭБ-Лизинг – «Дебют на внешнем долговом рынке»

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110517_VEB-Leasing_Primary.pdf?docid=10623&lang=ru

30 июня 2010 г. ВЭБ-Лизинг – «Лизинг в государственных интересах»

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

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

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, feltsmant@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

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

Региональные выпуски

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

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@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
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsv@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@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
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012