



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**ВЭБ (Ba1/BV+/BBB-) отчитался по МСФО за 2016 г.**

ВЭБ (Ba1/BV+/BBB-) отчитался по МСФО за 2016 г.

Убыток Группы ВЭБ по МСФО за 2016 г. составил 111,9 млрд руб. Основной причиной убытков являются значительные расходы на резервирование проблемных активов - 510,4 млрд руб. (292,8 млрд руб. в 2015 г.). Сегментный анализ деятельности ВЭБа отражает убыточность как самого ВЭБа, так и его ключевых дочерних подразделений (ВЭБ-лизинг, saniруемые Глобэксбанк и Связь-Банк, Проминвестбанк в Украине и др.). Слабые операционные результаты были полностью компенсированы господдержкой на 163 млрд руб. Капитал ВЭБа по итогам прошлого года вырос с 480,8 млрд руб. до 555,7 млрд руб. Кроме того, мы отмечаем улучшение кредитного профиля ВЭБа в результате сокращения совокупных обязательств с 3,9 трлн руб. до 3,0 трлн руб. Источником погашения долга помимо господдержки стало сокращение кредитного портфеля. Активы Группы ВЭБа снизились за 2016 г. на 18,5% до 3,57 трлн руб. Задолженность ВЭБа по выпущенным долговым ценным бумагам все еще остается на высоком уровне – более 1,0 трлн руб. (34% от совокупных обязательств). Риски рефинансирования данного долга мы оцениваем как низкие в силу распределения долга на долгосрочном горизонте (2017 – 2032 годы), наличия запаса ликвидности (941 млрд руб. с ожидаемым сроком погашения менее 6 мес.) и господдержки. Федеральный бюджет на 2017 – 2019 годы предусматривает субсидии на поддержку ВЭБа в размере 450 млрд руб. (по 150 млрд руб. в год).

Среди обращающихся бондов ВЭБа интересно смотрятся рублевые выпуски с дюрацией 2 – 3 года, торгуемые с доходностью около 9,2 – 9,4% годовых, что содержит премию к ОФЗ в размере 140 – 160 б.п.

В 2016 г. чистые процентные доходы ВЭБа выросли на 33% - до 89,1 млрд руб. Тем не менее, маржа по-прежнему недостаточна для покрытия расходов по проблемным кредитам...

В 2016 г. расходы ВЭБа на резервирование проблемных активов составили 510,4 млрд руб...

Комментарий. Группа Внешэкономбанка (далее ВЭБ) опубликовала консолидированную отчетность по МСФО за 2016 г. Убытки ВЭБа составили 111,9 млрд руб. Слабые результаты за 2016 г. обусловлены его бизнес-моделью, которая предполагала финансирование нерентабельных, но политически или социально значимых «спецпроектов». Расходы ВЭБа на резервирование проблемных активов в 2016 г. составили 510,4 млрд руб. против 292,8 млрд руб. в 2015 г. Всего за последние три года ВЭБ списал на резервы около трети активов. Чистые процентные доходы ВЭБа в 2016 г. выросли на 33% до 89,1 млрд руб. Этому способствовало снижение стоимости фондирования. Несмотря на восстановление маржи, чистых процентных доходов ВЭБа пока недостаточно для компенсации потерь по кредитам.

Сегментный анализ деятельности Группы Внешэкономбанка отражает убыточность как самого ВЭБа, так и его ключевых дочерних подразделений. По сравнению с 2015 г. увеличили убытки ВЭБ, ВЭБ-лизинг, и сегмент 6 (см. далее). Единственным прибыльным сегментом в 2016 г. остался Банк БелВЭБ (Беларусь).

Финансовые результаты Группы ВЭБ по операционным сегментам за 2016 г.

		Активы на 31.12.2016	Обязательства на 31.12.2016	Прибыль до н/о за 2016 г.	Прибыль до н/о за 2015 г.
Сегмент 1	Внешэкономбанк	2 486,3	2 315,3	-70,5	15,5
Сегмент 2	Связь-Банк, ГЛОБЭКСБАНК	414,2	380,2	-22,6	-38,5
Сегмент 3	Проминвестбанк (Украина)	75,1	66,1	-11	-67,4
Сегмент 4	Банк БелВЭБ (Беларусь)	121,7	108,0	2,4	1,1
Сегмент 5	ВЭБ-лизинг	439,9	404,7	-48,9	-33,2
Сегмент 6	Прочие дочерние организации	321,5	165,6	-30,8	11,9
Всего, до вычета межсегментных корректировок		3 858,7	3 439,9	-181,4	-110,6

Источник: МСФО-отчетность

Сегмент 6: ВЭБ Капитал, ВЭБ Инжиниринг, Федеральный центр проектного финансирования, Корпорация развития Северного Кавказа, Фонд развития Дальнего Востока и Байкальского региона, VEB Asia Ltd, Инфраструктура Молжаниново, Курорт «Золотое Кольцо», Российский Экспортный центр, Каспийский завод листового стекла и др.

Правительство докапитализировало ВЭБ в 2016 г. на 150 млрд руб. и предоставило субсидии на 13,8 млрд руб.,

чтобы компенсировать убытки по «спецпроектам», которые банк ранее финансировал по решению наблюдательного совета...

ВЭБ использовал сокращение кредитного портфеля для погашения обязательств и улучшения ликвидной позиции...

Продажа ГЛОБЭКСБАНКа, Связь-Банка и Проминвестбанк позволит ВЭБу сократить обязательства и уменьшит потенциальные потери от обесценения кредитов...

Рост нового качественного бизнеса ограничен дефицитом дешевого долгосрочного фондирования...

Правительство продолжило оказывать поддержку ВЭБу. В 2016 г. банк получил от государства взносы в капитал на 150 млрд руб. и субсидии на 13,8 млрд руб. Собственный капитал ВЭБа в 2016 г. вырос с 480,8 млрд руб. до 555,7 млрд руб. Доля собственных средств в пассивах в 2016 г. выросла с 11,0% до 15,6%. Также ВЭБ сохранил в 2016 г. значительный объем льготных кредитов Правительства и ЦБ РФ. Задолженность ВЭБа перед Минфином и Банком России на 31.12.2016 г. составила 554 млрд руб., что формировало 15,5% от пассивов.

Задолженность ВЭБа по инструментам рыночного фондирования сократилась. ВЭБ в 2016 г. сократил задолженность по привлеченным средствам других банков с 1 019 млрд руб. до 644,5 млрд руб., а также сократил задолженность по выпущенным еврообондам с 702,9 млрд руб. до 516,7 млрд руб. Объем облигаций, выпущенных на внутреннем рынке, вырос незначительно (на 2,9%) и составил 471,1 млрд руб. Сокращение обязательств ВЭБа было реализовано как за счет вливаний в капитал, так и за счет сокращения активов. Несмотря на сокращение рыночного долга задолженность ВЭБа по выпущенным долговым ценным бумагам все еще остается на высоком уровне – более 1,0 трлн руб. (34% от совокупных обязательств). Тем не менее, риски рефинансирования данного долга мы оцениваем как низкие в силу распределения долга на долгосрочном горизонте (2017 – 2032 годы), наличия адекватного запаса ликвидности и сохранения господдержки.

Активы Группы ВЭБ сократились за 2016 г. на 18,5% до 3 573 млрд руб. Сокращение активов было реализовано в основном за счет погашения кредитного и лизингового портфеля. При этом ВЭБ нарастил «подушку» ликвидности. Запас денежных средств и эквивалентов и инвестиционные финансовые активы выросли с 740 млрд руб. до 838 млрд руб. Объем активов со сроком погашения до 6 месяцев накопленным итогом на 139 млрд руб. превысил объем обязательств, предстоящих к погашению за аналогичный период, тогда как на конец 2015 г. ожидаемый разрыв ликвидности составлял 332 млрд руб.

Новая стратегия ВЭБа. Правительство РФ в конце 2016 г. одобрило новую стратегию развития ВЭБа на ближайшие 5 лет. Новая концепция предполагает фокус ВЭБа на пяти приоритетных сегментах (инфраструктуре, промышленности высоких переделов, содействие процессу конверсии оборонных технологий в гражданские, проектах в высоко-технологичной сфере, поддержка экспорта). За счет накопления отраслевой экспертизы и сопровождения всего жизненного цикла проектов ВЭБ рассчитывает обеспечить возвратность новых вложений. Правительством также одобрена реструктуризация ряда активов ВЭБа и вывод определенных дочерних финансовых организаций за пределы группы (Связь-Банк, ГЛОБЭКСБАНК, Проминвестбанк), что должно способствовать сокращению обязательств и рисков. В 2017 г. ВЭБ

Кредитные рейтинги ВЭБа находятся на одном уровне с суверенными поскольку ВЭБ является одной из ключевых госкорпораций...

Рублевые облигации ВЭБа с дюрацией 2-3 года торгуются с премией 140 – 160 б.п. к кривой ОФЗ, что интересно для покупки в свете смягчения ДКП и ожидаемого улучшения кредитных метрик ВЭБа...

рассчитывает завершить реструктуризацию бизнеса и 2018 г. выйти на прибыль. Абсорбирование проблемных кредитов, а также погашение внешнего долга ВЭБ рассчитывает за счет привлечения господдержки. Федеральный бюджет на 2017 – 2019 годы предусматривает субсидии в адрес ВЭБа в размере 450 млрд руб. (по 150 млрд руб. в год).

Одним из ключевых рисков в реализации новой стратегии ВЭБа мы видим ограничение базы фондирования в связи с действием западных санкций, а также отсутствие возможности привлекать дешевые клиентские ресурсы. В соответствии с действующим законодательством ВЭБ имеет возможность привлекать лишь средства компаний, находящихся на обслуживании и не привлекает средства населения. Отсутствие долгосрочных и дешевых источников фондирования, а также потребность в погашении внешнего долга будут ограничивать потенциал ВЭБа в наращивании нового эффективного бизнеса.

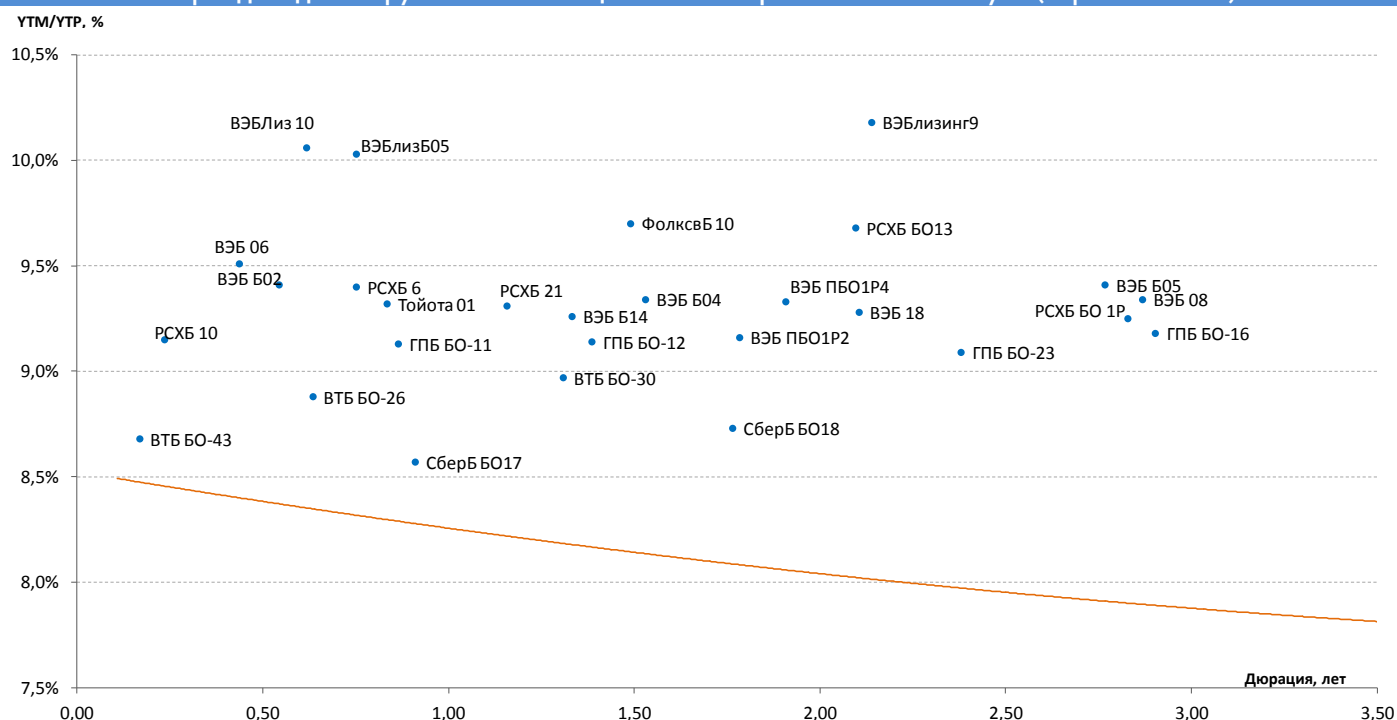
Рейтинговые агентства приравнивают риски ВЭБа к суверенному рейтингу России. S&P отмечает, что считает ВЭБ организацией, связанной с государством и ожидает «практически безусловной» вероятности получения экстраординарной поддержки со стороны Правительства Российской Федерации в случае финансовых затруднений, в связи с чем приравнивает кредитные рейтинги ВЭБ к суверенным рейтингам Российской Федерации. В марте 2017 г. агентство S&P изменило прогноз по рейтингам ВЭБа с «Негативного» на «Развивающийся». Рейтинговое действие отражает изменение прогноза по рейтингам Российской Федерации на «Позитивный», а также новую долгосрочную стратегию развития госкорпорации, утвержденную правительством. При этом S&P отмечает, что пока не располагает достаточной информацией относительно практической реализации этой стратегии. Прогноз «Развивающийся» по рейтингам ВЭБ отражает возможность как позитивного, так и негативного рейтингового действия в отношении банка на фоне реализации новой стратегии.

В феврале текущего года Moody's улучшило прогноз по рейтингу ВЭБа с «Негативного» на «Стабильный» вслед за улучшением прогноза по суверенному рейтингу России.

В декабре 2016 г. агентство Fitch подтвердило рейтинг ВЭБа на уровне «BBB-» со «Стабильным» прогнозом. Подтверждение рейтингов ВЭБа отражает ожидания Fitch, что банк в краткосрочной и среднесрочной перспективе получит достаточную и своевременную поддержку от государства, для исполнения рублевых и валютных обязательств. Также агентство подтвердило рейтинг ВЭБ-лизинга на одном уровне с рейтингами ВЭБа, что отражает статус ВЭБ-лизинга как основной дочерней структуры с высокой степенью интеграции.

Высокий уровень государственной поддержки и улучшение структуры баланса ВЭБа, на наш взгляд, позитивные факторы для котировок долговых инструментов эмитента. Среди обращающихся бондов ВЭБа интересно смотрятся рублевые выпуски с дюрацией 2 – 3 года, торгуемые с доходностью 9,2% – 9,4% годовых, что содержит премию к ОФЗ в размере 140 – 160 б.п. Ожидаем, что по мере улучшения кредитных метрик ВЭБа премия к суверенной кривой будет сокращаться. Кроме того, рост котировок рублевых бондов ВЭБа будет стимулировать постепенное снижение ключевой ставки Банка России, а также приток средств на локальный долговой рынок со стороны нерезидентов, НПФ и банковского сектора.

Дмитрий Монастыршин

Карта доходности рублевых облигаций: Банки и финансовые институты (первый эшелон)

Ключевые финансовые показатели Группы ВЭБ (МСФО)

Показатели отчетности, млрд руб.	2014	2015	2016	Изм.2016/2015
Активы	3 886	4 382	3 573	-18%
Денежные средства и экв.	305	322	350	9%
доля в активах	7,8%	7,3%	9,8%	
Финансовые активы	390	418	488	17%
доля в активах	10,0%	9,5%		
Кредиты (net)	2 642	2 923	2 188	-25%
доля в активах	68,0%	66,7%	61,2%	
уровень резервов	17,9%	20,8%	26,8%	
Средства клиентов	509	642	532	-17%
доля в пассивах	13,1%	14,7%	14,9%	
Средства банков	1 011	1 019	645	-37%
доля в пассивах	26,0%	23,3%	18,0%	
Выпущенные ценные бумаги	983	1 180	1 025	-13%
доля в пассивах	25,3%	26,9%	28,7%	
Долг перед Правительством и ЦБ	559	706	554	-22%
доля в пассивах	14,4%	16,1%	15,5%	
Суборд. Депозиты	303	102	93	-9%
доля в пассивах	7,8%	2,3%	2,6%	
Капитал	379	481	556	16%
доля в пассивах	9,7%	11,0%	15,6%	
Показатели прибыльности, млрд руб.	2014	2015	2016	Изм.2016/2015
Чистые процентные доходы	100,3	67,0	89,1	33%
Резервы под обесценение активов	-314,1	-292,9	-510,4	74%
Прибыль (убыток)	-249,7	14,9	-111,9	

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>
PSB RESEARCH

Николай Кашеев Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
--	---------------	-----------------------------------

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Александр Полютов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Роман Насонов	NasonovRS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33
Михаил Поддубский	PoddubskiyMM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Дмитрий Иванов	Операции на финансовых рынках	
Руслан Сибяев	FICC	
Пётр Федосенко	Еврооблигации	+7 (495) 705-97-57
Константин Квашнин	Рублевые облигации	+7 (495) 705-90-69
Евгений Жариков	ОФЗ, длинные ставки	+7 (495) 705-90-96
Михаил Маркин		+7 (495) 411-5133
Алексей Кулаков	Опционы на FX, Rates, Equities, Commodities	
Павел Демещик	FX, короткие ставки	+7 (495) 705-9758
Евгений Ворошнин	Денежный рынок	+7 (495) 411-5132
Сергей Устиков	РЕПО	+7 (495) 411-5135
Александр Орехов	Акции	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Ольга Целинина	Операции с институциональными клиентами Fixed Income	+7 (495) 705-97-57
Александр Аверочкин		
Филипп Аграчев		
Александр Сурпин		
Виктория Давитиашвили	Центр экспертизы для корпоративных клиентов	
Татьяна Мулина	Конверсии, Хеджирование, РЕПО,	+7 (495) 228-39-22
Владислав Рима	Структурные продукты, DCM	
Максим Сушко		
Давид Меликян		
Александр Борисов		
Олег Рабец		
Александр Ленточников	Конверсионные и валютные форвардные операции	+7 (495) 733-96-28
Глеб Попов		
Игорь Федосенко		+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	Брокерское обслуживание	+7 (495) 411-51-39

© 2017 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.