

НОВЫЙ КАНДИДАТ В EMVI

Банк размещает еврооблигации

Дебют на внешнем рынке. Вчера Внешэкономбанк (ВЭБ) разместил выпуск еврооблигаций объемом 1 млрд долл. Срок обращения бумаг составит 10 лет. По выпуску предусмотрены ковенанты, не допускающие снижение доли государства в капитале ВЭБа, а также накладывающие ограничения на залог активов, осуществление слияний и поглощений и снижение уровня достаточности капитала. Средства привлекаются на общекорпоративные цели.

Агент государства. ВЭБ на 100% контролируется государством, имея статус государственной корпорации, что и отражено в рейтингах банка, которые находятся на одном уровне с суверенными. Все вливания в капитал банка направляются напрямую из федерального бюджета. ВЭБ, являясь по своей сути банком развития, – ключевой институт, через который государство осуществляет поддержку экономики, что подкреплено законодательно.

К основным функциям банка относятся:

- управление средствами Пенсионного фонда РФ (под управлением 480,1 млрд руб./15,1 млрд долл. на 31 декабря 2009 г.), обслуживание государственного долга РФ.
- стимулирование экономического роста посредством кредитования ключевых отраслей и инфраструктурных проектов, предприятий малого и среднего бизнеса, участия в национальных проектах, поддержка инноваций, поддержка национальных экспортеров, развитие частно-государственного партнерства.
- функция проводника стабилизационных мер в экономику и финансовую систему в условиях нестабильности.

На балансе ВЭБа консолидируется ряд его дочерних структур, в частности: Российский банк развития (кредитование малого и среднего бизнеса), ВЭБ-Лизинг (финансирование важных для государства компаний и отраслей посредством лизинга), ВЭБ-Капитал, Связь-Банк, Глобэксбанк, а также украинский Проминвестбанк и белорусский Белвнешэкономбанк. За некоторыми из этих структур закреплены отдельные функции по поддержке экономической активности.

В рамках осуществления мер поддержки ВЭБ начиная с осени 2008 г. получил:

- 50 млрд долл. от ЦБ для кредитования российских компаний, нуждающихся в рефинансировании внешних долгов.
- 300 млрд руб. (9,5 млрд долл.) из федерального бюджета для поддержки стратегических предприятий.
- 404 млрд руб. (12,7 млрд долл.) из Фонда национального благосостояния для кредитования ряда коммерческих банков.
- специальные депозиты ЦБ, из которых 212 млрд руб. (6,7 млрд долл.) было использовано для санации Связь-Банка и Глобэксбанка.
- 175 млрд руб. (5,5 млрд долл.) депозитов от Фонда национального благосостояния для покупки акций российских компаний первого эшелона.

Таким образом, в кризис ВЭБ суммарно получил от государственных институтов около 84,4 млрд долл. (средства были получены на платной основе и уже частично возвращены), что способствовало росту активов банка в период с 2007 по 2009 г. на 41,5 млрд долл. до 64,1 млрд долл.

Банк выглядит неплохо на фоне ближайших аналогов. Существенно уступая Сбербанку и ВТБ по объему активов, по уровню капитализации ВЭБ является безусловным лидером с отношением собственного капитала к активам, равным 23,5% на конец 2009 г. Хотя, по сути, ВЭБ – некоммерческая организация, что и находит отражение в низком уровне чистой процентной маржи (3,0% в 2009 г.), по итогам года он заработал 1,2 млрд долл. чистой прибыли, показав луч-

Параметры нового выпуска

Эмитент	VEB Finance Limited
Заемщик	Внешэкономбанк (ВЭБ)
Кредитные рейтинги заемщика	BBB/Baa1/BBB
Объем выпуска	1 млрд долл.
Валюта	долл.
Формат выпуска	144A/RegS
Программа	LPN
Срок	10 лет
Ковенанты	смена контроля, отказ от залога, ограничения на M&A, поддержание достаточности капитала

шие среди сопоставимых банков (см. таблицу ниже) показатели рентабельности активов (ROAA 2,0%) и капитала (ROAE 10,8%). В структуре обязательств ВЭБа 66,5%, или 32,6 млрд долл., приходится на средства российского правительства и ЦБ, что фактически выводит риски неисполнения банком своих обязательств перед внешними кредиторами в политическую плоскость. Кроме того, баланс банка достаточно ликвиден, доля денежных средств и ценных бумаг составляет 29,7% от активов ВЭБа (19 млрд долл.).

Качество активов ВЭБа на среднем уровне. Согласно данным управленческой отчетности (в открытом доступе отчетности ВЭБа за 2009 г. не было) неработающий активы составляли в 2009 г. 7,9% кредитного портфеля, при норме резервирования 12,6% (против соответственно 8,5% и 10,7% у Сбербанка и 7,7% и 9,2% у ВТБ). В ухудшении качества активов нашла отражение санация Связь-Банка и Глобэксбанка, и, принимая во внимание ожидающийся в нынешнем году разворот в динамике роста просроченной задолженности, существенное ухудшение качества активов ВЭБа маловероятно. Впрочем, высокий уровень капитализации дает банку хороший запас прочности. В то же время хотелось бы отметить, что прозрачность ВЭБа оставляет желать лучшего, и этим он невыгодно отличается от Сбербанка и ВТБ.

Слабостью кредитного портфеля ВЭБа в сравнении с портфелями банков-аналогов является его низкая диверсификация (на трех крупнейших заемщиков приходится 32,3% от величины кредитов) – это прямое отражение мер по поддержке отдельных крупных компаний и банков в кризисный период. Кроме того, 39,4% кредитного портфеля подлежит погашению в течение 2010 г. (в конце 2008 г. займы РУСАЛу, Евразу, Альфа-Групп, Газпром нефти на рефинансирование валютных займов выдавались сроком на один год, и впоследствии большинство из них было пролонгировано еще на год). Таким образом, в скором времени банк столкнется с проблемой реинвестирования высвободившихся средств, в то время как борьба между банками за качественных заемщиков обострилась.

Дисконт ВЭБа относительно ВТБ и РСХБ выглядит оправданным

ВЭБ в сравнении с ближайшими аналогами

	Рейтинги (S/M/F)	Стандарт отчетн.	Период	Активы, млрд долл.	Капитал, млрд долл.	Чистая проц. маржа, %	ROAE, %	ROAA, %	Соб. капитал / Активы, %	Норма резерв., %	Просроч. задолж., %
2008											
ВЭБ	BBB/Baa1/BBB	IFRS		56,0	7,3	3,7	(39,7)	(12,2)	13,1	1,6	1,6**
Сбербанк	NR/Baa1/BBB	IFRS		229,3	25,5	7,5	14,1	1,7	11,1	3,8	1,8
ВТБ	BBB/Baa1/BBB	IFRS		125,9	13,4	3,9	1,2	0,2	10,6	3,6	1,8
РСХБ	NR/Baa1/BBB	IFRS		24,5	2,3	6,1	3,5	0,4	9,5	3,5	2,3
2009											
ВЭБ	BBB/Baa1/BBB	IFRS		64,1	15,1	3,0	10,8	2,0	23,5	12,6	7,9**
Сбербанк	NR/Baa1/BBB	IFRS		235,0	25,8	7,0	3,2	0,4	11,0	10,7	8,5
ВТБ	BBB/Baa1/BBB	IFRS		119,4	16,7	4,2	(13,3)	(1,6)	14,0	9,2	7,7
РСХБ*	NR/Baa1/BBB	IFRS		25,9	3,7	4,1	0,5	0,1	14,3	3,9	-

* Данные за I полугодие 2009 г., ** Данные управленческой отчетности

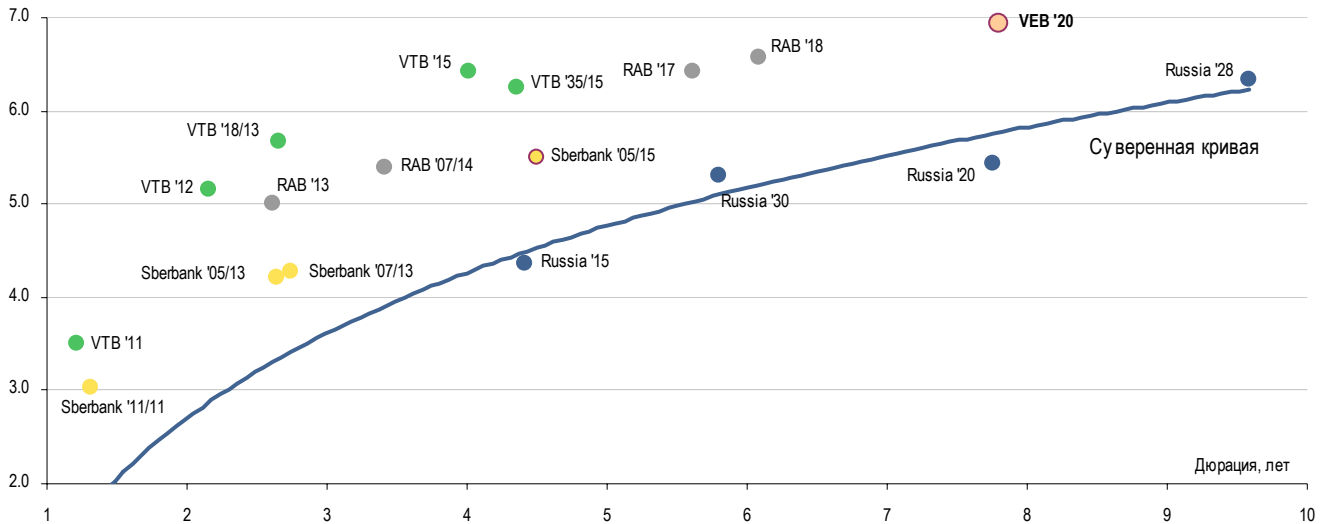
Источники: данные банков, оценка УРАЛСИБа

ВЭБ предложил справедливую премию. По данным новостных лент, дебютные десятилетние еврооблигации ВЭБ разместил, предложив премию к кривой UST в размере 400 б.п., что транслируется в доходность на уровне YTM6,9%. Таким образом, сложившая в ходе размещения премия к российской суверенной кривой составила порядка 110 б.п. (к выпуску Russia'20 премия составила примерно 140 б.п.). В целом данный уровень доходности по бумагам ВЭБа представляется нам справедливым, в частности учитывая прошедшее накануне размещение пятилетних еврооблигаций Сбербанка (NR/Baa1/BBB) (эмитент предложил премию к суверенной кривой на уровне 100 б.п. и около 110 б.п. к выпуску Russia'15). Если сравнивать кредитные профили ВЭБа и Сбербанка, то последний, на наш взгляд, выглядит предпочтительнее, несмотря на идентичные кредитные рейтинги (в частности, Сбербанк имеет лучше диверсифицированную структуру активов и пассивов и значительно превосходит ВЭБ по размеру активов). В то же время данное сравнение не вполне корректно, поскольку ВЭБ не коммерческая организация, а институт развития. С рыночной точки зрения у облигаций ВЭБа два значимых преимущества по сравнению с новым выпуском Сбербанка. Первое – они потенциально могут быть включены в расчет индекса EMBI (ВЭБ в отличие от Сбербанка на 100% контролируется государством). Второе преимущество в том, что структура выпуска ВЭБа (114а и REGs) открывает доступ к облигациям для более широкого круга инвесторов, что позволяет рассчитывать на более высокую ликвидность бумаг на вторичных торгах. В числе ключевых рисков, связанных с инвестированием в облигации ВЭБа, мы хотели бы отметить высокую вероятность предложения ряда новых выпусков со стороны эмитента (суть деятельности ВЭБа в отличие от Сбербанка подразумевает финансирование преимущественно за счет привлечения оптового фондирования). Исходя из вышесказанного, мы полагаем, что справедливая премия по риску ВЭБа относительно российской суверенной кривой должна несколько превышать премию, которую требует рынок за риск Сбербанка, но не более чем на 30 б.п. При выходе доходности за пределы указанного

диапазона мы считаем целесообразным увеличивать позиции в бумагах ВЭБа. Стоит отметить, что на данном инвестиционном горизонте неплохой альтернативой бумагам ВЭБа, по нашему мнению, являются еврооблигации РСХБ (NR/Ваа1/BBB), которые, кстати, также входят в расчет индекса EMBI. К примеру, более короткий по дюрации (в сравнении с новыми еврооблигациями ВЭБа) выпуск RAB'18 в настоящий момент котируется с доходностью на уровне YTM6,6% (премия к суверенной кривой около 130 б.п.). Более щедрую премию, предлагаемую еврооблигациями РСХБ к суверенным бумагам (в частности, в сравнении с выпусками Сбербанка), мы объясняем главным образом большим предложением бумаг РСХБ на рынке.

Премия к суверенной кривой составила 110 б.п.

Еврооблигации государственных банков и суверенная кривая



Источники: Bloomberg

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, karpoaam@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

Артемий Самойлов, samojlova@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, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикина, 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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevmm@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 ofertas. 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