

### ПОПОЛНЕНИЕ В ПЕРВОМ ЭШЕЛОНЕ

#### Банк размещает облигации на 25 млрд руб.

##### ВЭБ пытается занять длинные деньги на внутреннем рынке.

Продолжается формирование книги заявок на участие в размещении двух выпусков облигаций Внешэкономбанка (ВЭБ), параметры которых представлены в таблицах справа. По сути, это дебют эмитента на внутреннем рынке, поскольку торговля в размещенных ранее на локальном рынке двух выпусках валютных облигаций (один из них уже погашен) фактически отсутствовала. Летом нынешнего года банк вышел на международный долговой рынок с выпуском десятилетних еврооблигаций на 1 млрд долл., впоследствии увеличив объем до 1,6 млрд долл. С тех пор бумага опередила рынок по динамике и в настоящее время котируется у отметки 110% от номинала. Теперь же эмитент выходит на рублевый рынок и в конце сентября зарегистрировал программу заимствований на 190 млрд руб. При этом наиболее примечателен срок, на который банк намерен разместить один из выпусков: по облигациям шестой серии установлена семилетняя оферта. Между тем даже самым длинным предложением Минфина в посткризисный период был выпуск ОФЗ-26203 с погашением через шесть лет (ряд размещений АИЖК мы не берем в расчет ввиду специфики деятельности компании и отчасти особого круга инвесторов в ее бумаги). Однако мы думаем, что у ВЭБа не возникнет проблем с размещением длинного выпуска, поскольку спрос на него могут сформировать в частности управляющие компании, инвестирующие пенсионные накопления. Кроме того, оба выпуска удовлетворяют всем критериям включения в ломбардный список и список РЕПО ЦБ.

**Банк развития.** ВЭБ на 100% контролируется государством и имеет статус государственной корпорации, что и отражено в рейтингах банка, находящихся на одном уровне с суверенными. Все вливания в капитал банка осуществляются 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 частного-государственного партнерства;
- функция проводника стабилизационных мер в экономику и финансовую систему в условиях нестабильности.

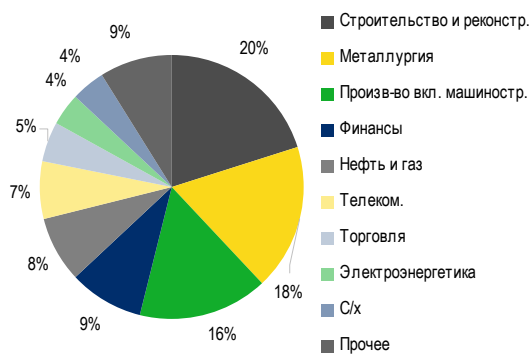
#### Информация о выпусках

Эмитент	Внешэкономбанк
Кредитный рейтинг	ВВВ/Ваа1/ВВВ
Серия облигаций	06
Объем	10 млрд руб.
Дата размещения	26 октября 2010 г. (предварительно)
Срок обращения	10 лет
Купон	полугодовой
Оферта	семь лет
Закрытие книги заявок	21 октября 2010 г.
Ориентир по ставке купона	8,25-8,50% (УТР 8,42-8,68%)

Эмитент	Внешэкономбанк
Кредитный рейтинг	ВВВ/Ваа1/ВВВ
Серия облигаций	08
Объем	15 млрд руб.
Дата размещения	26 октября 2010 г. (предварительно)
Срок обращения	10 лет
Купон	полугодовой
Оферта	три года
Закрытие книги заявок	21 октября 2010 г.
Ориентир по ставке купона	7,25-7,50% (УТР 7,38-7,64%)

#### Кредитный портфель отражает функции ВЭБа как банка развития

Структура кредитного портфеля ВЭБа на 31.03.2010 г.



Источники: отчетность банка

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 направлено на санацию Связь-Банка и Глобэксбанка;
- депозиты Фонда национального благосостояния в размере 175 млрд руб. (5,5 млрд долл.) для покупки акций российских компаний первого эшелона.

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

**Текущее финансовое положение банка.** Раньше ВЭБ нерегулярно представлял свои финансовые показатели, однако после размещения еврооблигаций среди иностранных инвесторов мы ожидаем, что прозрачность банка повысится. Последняя отчетность ВЭБа доступна за I квартал 2010 г. В ней нашли отражения позитивные тенденции, которые были характерны для финансовых рынков в отчетном периоде. В частности, за январь–март ВЭБ получил чистую прибыль в размере 28,4 млрд руб., что составляет  $\frac{3}{4}$  от показателя всего 2009 г. Прибыль была в основном сформирована доходами от операций с ценными бумагами (19,7 млрд руб.), поскольку банк является крупнейшим управляющим пенсионных накоплений российских граждан. Отчисления в резервы при этом существенно снизились – с 44,9 млрд руб. в IV квартале 2009 г. до 2,4 млрд руб., а норма резервирования снизилась на 0,3 п.п. относительно 2009 г. – до 12,3%. Прочие статьи доходов также демонстрировали уверенный рост, а расходы снижались, что позволило ВЭБу достичь просто отличных показателей доходности активов и капитала (ROAA – 5,8%, ROAE – 24,7%), а также по операционной эффективности (отношение Расходы/Доходы равнялось 10,5%). Однако необходимо учитывать, что II квартал для финансовых рынков был далеко не столь успешным, как первый, и это, безусловно, несколько ухудшит отличную динамику начала года (ценные бумаги составляют 22% от активов ВЭБа), в результате чего полугодовые результаты, как мы ожидаем, будут хуже показателей I квартала.

**Смещение в сторону оптового рыночного фондирования.** С момента образования ВЭБа основными источниками фондирования банка выступали средства государства при определенной доле средств иностранных банков (30% в 2007 г.). С наступлением кризиса участие государства (предоставление средств с целью стимулирования экономики и преодоления последствий кризиса) только увеличилось, тогда как доля оптового фондирования оставалась ничтожно малой (0,6% по итогам 2008 г.). За счет внесенных средств баланс ВЭБа раздулся в 2008 г. более чем втрое, однако, как было отмечено выше, госсредства были предоставлены на временной и платной основе, в связи с чем перед банком стоит вопрос их замещения. Так, в прошлом году ВЭБ разместил на внутреннем рынке валютные облигации на 2 млрд долл. сроком на один год (размещались по низкой ставке, Libor+1%, среди ограниченного круга инвесторов), а после их погашения взамен был выпущен второй выпуск уже на 1 млрд долл. с аналогичными параметрами; оба они рассматрива-

### Ключевые финансовые показатели ВЭБа, млрд руб.

МСФО	3М09	6М09	9М09	2009	3М10
Чистые проц. доходы	13,2	25,7	43,7	51,9	16,1
Чистые комисс. доходы	1,0	2,7	5,0	7,2	1,2
Доходы от операций с ц.б.	(4,8)	7,3	47,6	70,5	19,7
Д-ды от опер. с ин. валютой	(11,1)	1,6	9,2	12,6	5,4
Д-ды от переоценки ин. вал.	15,3	3,4	(0,4)	(2,1)	(7,4)
Сумм. операц. доходы	14,7	42,2	108,5	144,5	35,7
Операционные расходы	(4,8)	(10,9)	(15,7)	(23,8)	(3,8)
Резервы	(4,6)	(43,0)	(69,6)	(114,8)	(2,4)
Чистая прибыль	17,9	11,9	49,7	38,3	28,4
Денежные ср-ва и эквив.	259,3	331,2	349,6	168,9	158,3
Ценные бумаги	316,9	364,8	397,8	419,9	434,2
Средства в банках	352,3	353,6	333,8	467,3	471,6
Кредиты и авансы клиентам	930,7	856,9	839,5	843,5	859,3
Основные средства	20,6	21,5	19,9	20,4	20,0
Прочие активы	19,9	19,5	21,8	19,1	21,9
Активы	1 899,6	1 947,4	1 962,3	1 939,2	1 965,4
Средства банков	434,2	276,0	247,5	201,1	192,3
Средства Пр-ва и ЦБ РФ	1 023,7	983,7	1 002,5	987,6	984,7
Средства клиентов	165,1	210,0	187,1	202,2	226,3
Долговые ценные бумаги	8,7	70,7	68,0	78,9	82,2
Собственный капитал	248,1	390,3	444,7	455,2	466,0
<i>Кoeffициенты</i>					
Чистая проц. маржа, %	4,5	3,5	3,9	3,0	3,5
ROAA, %	4,1	1,3	3,7	2,0	5,8
ROAE, %	31,0	7,9	20,1	10,8	24,7
Просроч. задолжен., %	-	-	-	8,8	-
Норма резервирования, %	0,0	5,9	8,6	12,6	12,3
Соб. капитал/Активы, %	13,1	20,0	22,7	23,5	23,7
Кредиты/Депозиты	5,6	4,1	4,5	4,2	3,8
Расходы/Доходы, %	32,8	25,9	14,5	16,5	10,5

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБА

лись ВЭБом как источник краткосрочного финансирования. По мере открытия кредитных рынков банк окончательно сместил акцент на оптовое фондирование, разместив летом еврооблигации на 1,6 млрд долл. на 10 лет, а теперь предлагает рынку рублевый эквивалент 835 млн долл. С учетом новых размещений доля долговых ценных бумаг в обязательствах банка, по нашим расчетам, возрастет до 6,5–7,0%, что уже сопоставимо с крупными российскими госбанками. Однако, в отличие от последних, которые имеют возможность привлекать значительные средства клиентов, специфика деятельности ВЭБа предполагает финансирование преимущественно за счет оптовых источников фондирования, что увеличивает вероятность нового первичного предложения со стороны эмитента.

### Дисконт ВЭБа относительно ВТБ и РСХБ выглядит оправданным

ВЭБ в сравнении с ближайшими аналогами

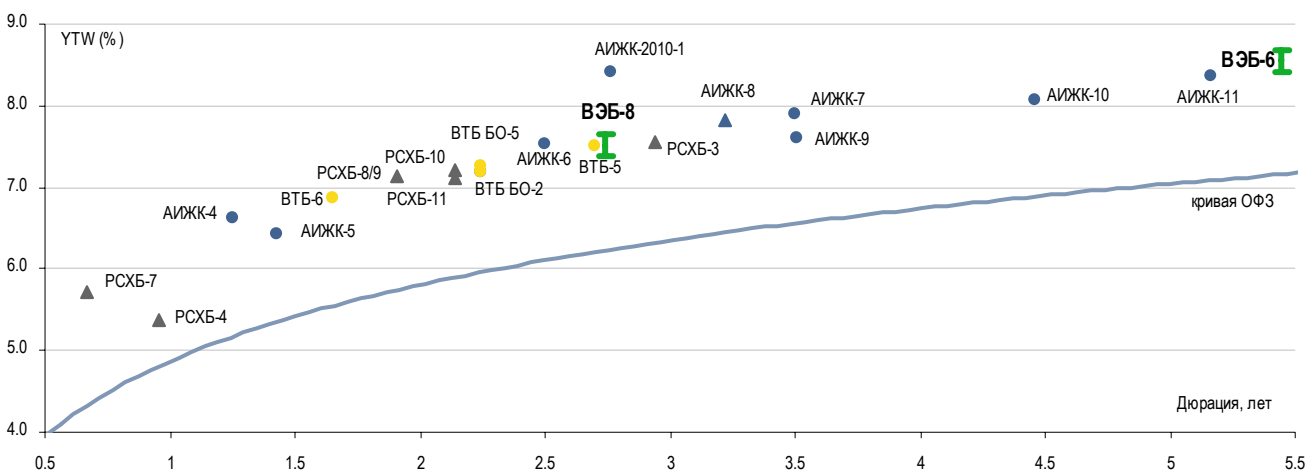
	Рейтинги (S/M/F)	Стандарт отчетн.	Период	Активы, млрд руб.	Капитал, млрд руб.	Чистая проц. маржа, %	ROAE, %	ROAA, %	Соб. капитал / Активы, %	Норма резерв., %	Просроч. задолж., %
2009											
ВЭБ	BBB/Baa1/BBB	МСФО		1 965,4	455,2	3,0	10,8	2,0	23,5	12,6	8,8
Сбербанк	NR/Baa1/BBB	МСФО		7 105,1	778,9	7,0	3,2	0,4	11,0	10,7	8,5
ВТБ	BBB/Baa1/BBB	МСФО		3 610,8	520,5	4,2	(13,3)	(1,6)	14,0	9,2	7,7
РСХБ	NR/Baa1/BBB	МСФО		830,7	115,5	4,7	0,9	0,1	13,9	4,9	4,3
I кв. 10											
ВЭБ	BBB/Baa1/BBB	МСФО		1 965,4	466,0	3,5	24,7	5,8	23,7	12,3	-
Сбербанк	NR/Baa1/BBB	МСФО		7 300,9	851,3	8,3	21,3	2,4	11,7	11,7	8,9
ВТБ	BBB/Baa1/BBB	МСФО		3 362,0	520,5	5,2	11,9	1,8	15,5	9,8	10,2

Источники: данные банков, оценка УРАЛСИБа

**Возможный дисконт к выпускам ВТБ и РСХБ объясним; предложение выглядит привлекательно в нижней части диапазона доходности.** Ориентир по доходности выпуска серии 06 с офертой через семь лет (дюрация 5,44 года) составляет 8,42–8,68%, серии 08 с офертой через три года (дюрация 2,74 года) – 7,38–7,64%. Для более короткого выпуска нижняя граница ориентира предполагает дисконт в размере около 10–15 б.п. к кривым ВТБ и РСХБ, что мы считаем оправданным ввиду слабого представительства ВЭБа (летом был размещен выпуск дочерней компании ВЭБ-Лизинг-1 объемом 5 млрд руб.) по сравнению с ВТБ и РСХБ на внутреннем рынке, тогда как 100%-е участие государства в капитале ВЭБа сводит риски инвестирования в его облигации к минимуму. С точки зрения кредитного профиля заметное преимущество ВЭБа перед прочими подконтрольными государству банками (см. таблицу выше) состоит в его высокой капитализации. Таким образом, мы считаем размещение выпуска ВЭБ-8 привлекательным даже по нижней границе ориентира. Что касается выпуска ВЭБ-6, то из обращающихся выпусков сопоставимой дюрации можно назвать только бумаги АИЖК, в частности АИЖК-11 (УТМ 8,36%), торгующиеся с доходностью, близкой к нижней границе ориентира. Кроме того, с точки зрения спредов к кривой ОФЗ ориентира по выпуску ВЭБ-6 примерно на 20 б.п. шире (130–156 б.п.), чем по выпуску ВЭБ-8 (110–136 б.п.), ввиду чего размещение, на наш взгляд, привлекательно по нижней границе объявленного диапазоне. К рискам инвестирования в облигации ВЭБа, по нашему мнению, относится высокая вероятность нового предложения на первичном рынке, в частности, помимо размещаемых выпусков, у эмитента зарегистрированы еще облигации на 170 млрд руб.

### Предложение выглядит привлекательно даже по нижней границе ориентира

Доходности квази-государственных компаний по состоянию на 8 октября 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, 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

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@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, 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 Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

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

#### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushsds@uralsib.ru

#### Английский язык

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

#### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@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

#### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

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

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru  
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru  
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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 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