

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНАЯ ДОХОДНОСТЬ, ВЫСОКОКАЧЕСТВЕННЫЙ ЭМИТЕНТ

Банк размещает рублевые облигации на 5 млрд руб.

Предлагаемая доходность выше, чем полгода назад. На днях Евразийский банк развития (ЕАБР) открыл книгу заявок на участие в размещении на внутреннем рынке выпуска облигаций серии 04 объемом 5 млрд руб. сроком обращения семь лет с офертой через три года. Книга будет открыта для приема заявок до 11 февраля. Ориентир по ставке полугодового купона находится в диапазоне 7,75–8,25%, что соответствует доходности к оферте на уровне 7,90–8,42%. В августе прошлого года ЕАБР уже открывал книгу на участие в размещение двух рублевых выпусков общим объемом 10 млрд руб., однако тогда был вынужден отложить размещение, чтобы учесть вступившие в силу изменения процедуры эмиссии и допуска к размещению облигаций международных финансовых организаций. Полгода назад банк предлагал инвесторам выпуски с доходностью на 50 б.п. ниже той, на которую ориентирует в этот раз. Сдвиг диапазона вверх, на наш взгляд, связан с ожиданиями рынка относительно скорого повышения ключевых ставок Центробанком.

Международная финансовая организация, подконтрольная России. ЕАБР выполняет традиционные функции банка развития, финансируя инвестиционные проекты, реализуемые государствами (либо компаниями) – учредителями. В настоящий момент уставный капитал ЕАБР распределен между учредителями следующим образом: Россия – 66%, Казахстан – 33%, Белоруссия – 1%, Таджикистан и Армения – менее 1% в каждом случае.

Деятельность ЕАБР более подробно освещалась в нашем предыдущем обзоре, посвященном размещению рублевых облигаций в августе прошлого года: [ЕАБР – небольшой банк в государственной собственности](#).

Устойчивость финансового положения банка не вызывает сомнений... По итогам анализа отчетности ЕАБР за I полугодие 2010 г. напрашивается единственный вывод – об устойчивом финансовом положении банка. Наш заключение основано на трех основных фактах: а) просто гигантской капитализации (отношение Собственный капитал/активы на уровне 65,7%), б) очень значительной доле ликвидных активов (денежные средства, эквиваленты и ценные бумаги составляют 38,3% валюты баланса и в) высоким качеством активов (величину просроченной задолженности ЕАБР не раскрывает, но норма резервирования составляет всего 1,8% от валовых кредитов. Такой запас прочности теоретически позволит ЕАБР покрыть убытки за счет собственных средств либо реализации ликвидных активов даже в том случае, если просроченная задолженность будет равна 100% инвестиционного портфеля (валовой инвестиционный портфель банка составляет

Информация о выпусках

Эмитент	Евразийский банк развития (ЕАБР)
Кредитный рейтинг эмитента	ВВВ/А3/ВВВ
Серия облигаций	04
Объем	5 млрд руб.
Предварительная дата размещения	15 февраля 2011 г.
Срок обращения	7 лет
Купон	Полугодовой
Оферта	3 года
Способ размещения	Книга заявок
Закрытие книги заявок	11 февраля 2011 г.
Ориентир по ставке купона	7.75-8.25% (УТР 7.90-8.42%)

Ключевые финансовые показатели ЕАБР, млн долл.

МСФО	2007	2008	6 мес.09	2009	6 мес.10
Чистые проц. доходы	45,8	79,2	38,3	63,9	21,3
Чистые комис. доходы	(1,0)	4,4	1,1	2,6	1,5
Доход от опер. с цб. и дер.	(11,4)	(6,8)	10,0	6,8	37,8
Доход от опер. с ин. вал.	22,0	(9,6)	(6,4)	(0,1)	(31,7)
Сумм. операц. доходы	55,5	67,2	44,1	74,4	29,0
Операционные расходы	(15,7)	(25,9)	(9,6)	(29,6)	(14,8)
Резервы	(0,6)	(0,8)	(4,3)	(5,1)	(6,9)
Чистая прибыль	39,3	40,5	30,2	39,8	7,3
Ден. ср-ва и эквиваленты	1,5	0,2	166,8	94,9	33,5
Средства в других банках	599,4	694,6	704,7	590,3	837,8
Ценные бумаги	530,7	852,6	777,6	1 172,6	931,1
Кредиты и авансы клиентам	164,7	435,7	483,9	609,0	690,4
Основные средства	12,1	17,8	18,8	21,1	22,1
Прочие активы	4,5	6,8	6,4	7,6	6,5
Активы	1 312,9	2 007,6	2 158,3	2 495,5	2 521,4
Средства банков	450,3	464,4	473,0	36,8	45,1
Долговые ценные бумаги	0	0	83,6	812,8	806,7
Прочие обязательства	8,7	11,8	9,3	12,0	14,3
Собственный капитал	853,9	1 531,5	1 592,4	1 633,9	1 655,4
<i>Коэффициенты</i>					
Чистая проц. маржа, %	4,5	4,8	3,9	2,9	1,8
ROAA, %	3,8	2,4	2,9	1,8	0,6
ROAE, %	5,3	3,4	3,9	2,5	0,9
Норма резервирования, %	0,3	0,3	1,2	1,1	1,8
Соб. капитал/Активы, %	65,0	76,3	73,8	65,5	65,7
Расходы/Доходы, %	28,3	38,5	21,8	39,8	51,0

Источники: отчетность банка, оценка УРАЛСИБа

Банк размещает рублевые облигации на 5 млрд руб.

703,4 млн долл., собственный капитал – 1,5 млрд долл., а имеющиеся у банка денежные средства и эквиваленты вместе с портфелем ценных бумаг в сумме равны 964,6 млн долл.).

...но вопросы остаются. В целом нас смущает то обстоятельство, что займы другим банкам и инвестиции в ценные бумаги почти втрое превышают величину инвестиционного портфеля ЕАБР, поскольку такие показатели не согласуются с его основными задачами как банка развития. Скорее всего, это связано с недостаточным числом инвестиционных проектов, реализуемых компаниями стран-участниц, которые удовлетворяют критериям финансирования ЕАБР. Вместе с тем проблема медленного роста кредитного портфеля характерна не только для ЕАБР – в 2009–2010 гг. с ней столкнулись большинство российских и казахских банков. В то же время по итогам I полугодия кредитный портфель ЕАБР увеличился на 14,3% (хотя и с низкой базы), что значительно превышает средние темпы прироста портфеля по российской банковской системе в указанный период. Однако за высокую ликвидность баланса ЕАБР приходится расплачиваться очень низкой – и продолжающейся снижаться – чистой процентной маржой. Так, в I полугодии 2010 г.

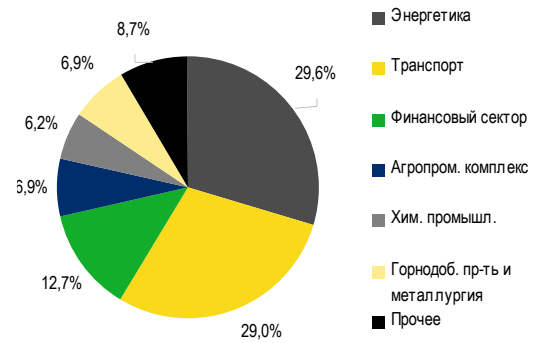
ЧПМ составила лишь 1,8% против 2,9% в 2009 г. Падение маржи было обусловлено в первую очередь возросшей стоимостью фондирования – начиная со II полугодия 2009 г. банк активно привлекал заимствования на долговом рынке, тогда как ранее он финансировал свою деятельность за счет более дешевых банковских кредитов и собственных средств. Среди прочих негативных тенденций отметим увеличение операционных расходов (в первую очередь расходов на оплату труда), что привело к росту отношения Расходы/Доходы до довольно высокого уровня – 51% против 40% в 2009 г. Все это в совокупности повлекло за собой снижение чистой прибыли в I полугодии 2010 г. на 24% по сравнению со II полугодием 2009 г. – до 7,3 млн долл., что является самым низким результатом ЕАБР за всю историю его существования.

Что дальше? На наш взгляд, давление на маржу в текущем году сохранится, поскольку, помимо кредитов, приносящие процент активы представлены на балансе ЕАБР ценными бумагами, портфель которых сформирован низкодоходными суверенными облигациями и облигациями компаний РФ, а процентные расходы по мере дальнейшего выхода банка на публичные долговые рынки будут расти. Но в дальнейшем (возможно, уже к концу нынешнего года) это давление, вероятно, ослабнет, поскольку уже во II полугодии 2010 г. ЕАБР удалось значительно увеличить инвестиционный портфель – до 2,03 млрд долл. по состоянию на середину декабря (то есть в 2,9 раза относительно конца I полугодия), а суммарный объем проектов, находящихся в настоящее время у ЕАБР на рассмотрении, достиг 13,3 млрд долл. с потенциальной долей участия банка в размере 2,8 млрд долл. В конце декабря ЕАБР сообщил о планах увеличения инвестиционного портфеля до 4,36 млрд долл. к концу 2013 г., что потребует от банка практического удвоения величины активов в ближайшие три года. В настоящий момент у банка достаточно ресурсов для финансирования заявленного роста: невыбранный лимит в рамках зарегистрированной программы среднесрочных заимствований (EMTN) составляет 2,9 млрд долл., а суммарный объем денежных средств, средств в других банках и финансовых активов достигает 1,8 млрд долл., что, по-видимому, позволит ЕАБР увеличить объем активов без серьезного ущерба для ликвидности. Капитализация банка также не пострадает, а скорее приблизится к оптимальному значению (около 30%), что даст ЕАБР возможность увеличить чрезвычайно низкую в настоящее время доходность капитала (в I полугодии 2010 г. показатель ROAE составлял 0,9%).

Выпуск привлекателен по всему предлагаемому диапазону доходности. Единственный находящийся в обращении рублевый выпуск ЕАБР-03 торгуется со спредом в размере порядка 107 б.п. к кривой рублевых свопов. Ориентир по новому выпуску ЕАБР-01 предполагает премию к свопам на уровне 110–162 б.п., благодаря чему он привлекателен при любой ставке купона в рамках объявленного диапазона. С другой стороны, предлагаемая доходность подразумевает спред в размере 10–62 б.п. к кривой ВТБ-РСХБ. Положительный спред, по нашему мнению, обязательно должен быть хотя бы по причине значительной разницы в масштабах этих банков (ВТБ и РСХБ занимают соответственно вторую и четвертую строчки в рейтинге российских банков по величине активов, тогда как ЕАБР, если бы был «классическим» россий-

Основные инвестиции – в энергетику и транспорт

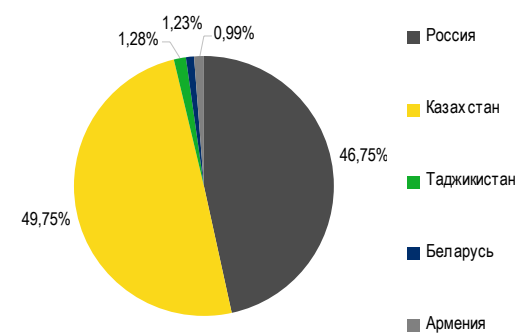
Отраслевая структура инвестиционного портфеля ЕАБР, декабрь 2010 г.



Источники: данные банка

Основные инвестиции – в экономику Казахстана и России

Распределение инвестиционного портфеля по странам, декабрь 2010 г.



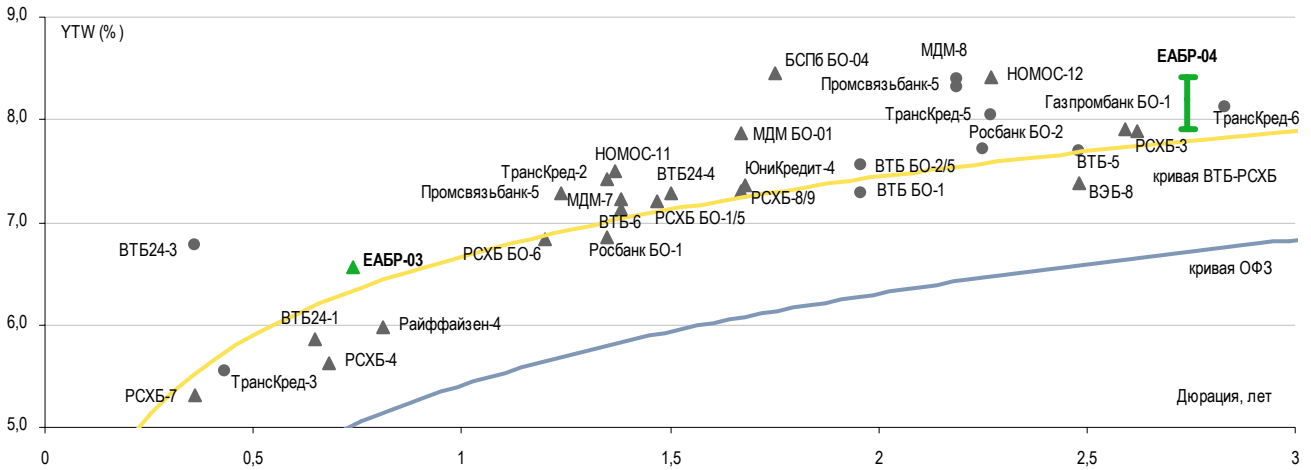
Источники: данные банка

Банк размещает рублевые облигации на 5 млрд руб.

ским банком, расположился бы где-то в четвертом десятке). Поэтому с учетом редкости риска ЕАБР на рублевом рынке, а также потенциального включения нового выпуска в ломбардный список ЦБ (ЕАБР-03 в него включен, а новые ограничения ЕАБР не коснутся), мы считаем размещение привлекательным по всему диапазону предлагаемой доходности.

Выпуск привлекателен по всему предлагаемому диапазону доходности

Рублевые выпуски банков первого-второго эшелонов по состоянию на 3 февраля 2011 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 Мырсыкова, myrsikovann@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, pushds@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

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 Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@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