

### ПРОДОЛЖАЮЩЕЕСЯ ПРОДВИЖЕНИЕ НА ДОЛГОВОЙ РЫНОК

#### Банк размещает выпуск облигаций на 15 млрд руб.

**Новые длинные бонды.** Продолжается сбор заявок на участие в размещении выпуска облигаций Внешэкономбанка серии 09 объемом 15 млрд руб. Срок обращения выпуска составит 10 лет, по нему предусмотрена оферта через пять лет. Таким образом, банк следует стратегии привлечения долгосрочных заимствований, осуществление которой началось прошлой осенью, когда ВЭБ разместил выпуски на три и семь лет. Кредитую преимущественно российские компании, банк нуждается в рублевом фондировании, однако пока рыночные условия позволяют привлекать на внешних рынках более значительный объем средств. Сохранению данной тенденции будет, на наш взгляд, способствовать начатый ЦБ РФ цикл ужесточения кредитно-денежной политики.

**Активность ВЭБа на долговом рынке сохранится.** За прошлый год банк привлек на долговых рынках в общей сложности около 8,2 млрд долл., и в нынешнем году ожидаются заимствования, сопоставимые по объему с прошлогодними. Это в определенной степени вынужденная мера, поскольку с момента своего основания несколько лет назад банк полагался в основном на фондирование за счет государства, вливания со стороны которого только увеличились в кризис. Мы уже неоднократно писали, что средства государства привлекались на платной и возвратной основе, и теперь пришло время их возвращать. Действительно, согласно отчетности банка по МСФО, за 9 месяцев 2010 г. объем находившихся в ВЭБе средств правительства и ЦБ РФ сократился на 115 млрд руб. (около 4 млрд долл.). Они были частично замещены средствами, привлеченными на долговом рынке. Тем не менее доля фондирования за счет ресурсов государства по-прежнему остается очень существенной – порядка 60%, тогда как на оптовые источники фондирования приходится чуть более 7% (по состоянию на 30 сентября 2010 г.). В настоящий момент у ВЭБа зарегистрированы программы заимствований, невыбранные лимиты по которым составляют приблизительно 26,1 млрд долл. и 165 млрд руб. (порядка 5,7 млрд долл.). По нашей оценке, после размещения нового выпуска рублевых облигаций доля долговых ценных бумаг (с учетом того объема, который был размещен уже после отчетной даты) в обязательствах ВЭБа удвоится до 14% – умеренная величина, свидетельствующая о незначительной зависимости банка от оптового фондирования. Кроме того, не стоит забывать, что у ВЭБа находятся под управлением средства Пенсионного фонда РФ (порядка 500 млрд руб.), являющиеся для банка практически гарантированным источником финансирования.

#### Информация о выпуске

Эмитент	Внешэкономбанк
Кредитный рейтинг	ВВВ/Ваа1/ВВВ
Серия облигаций	09
Объем	15 млрд руб.
Дата размещения	31 марта 2011 г.
Срок обращения	10 лет
Купон	полугодовой
Оферта	пять лет
Закрытие книг и заявок	28 марта 2011 г.
Ориентир по ставке купона	8,10-8,35% (УТР 8,26-8,52%)

#### Ключевые финансовые показатели ВЭБа, млрд руб.

МСФО	9М09	2009	3М10	6М10	9М10
Чистые проц. доходы	43,7	51,9	16,1	32,5	49,6
Чистые комисс. доходы	5,0	7,2	1,2	2,8	4,5
Доходы от операций с ц.б.	47,6	70,5	19,7	3,9	16,9
Д-ды от опер. с ин. валютой	9,2	12,6	5,4	1,3	3,3
Д-ды от переоценки ин. вал.	(0,4)	(2,1)	(7,4)	(0,9)	(0,7)
Сумм. операц. доходы	108,5	144,5	35,7	19,0	76,0
Операционные расходы	(15,7)	(23,8)	(3,8)	(10,9)	(17,4)
Резервы	(69,6)	(114,8)	(2,4)	(13,3)	(24,6)
Чистая прибыль	49,7	38,3	28,4	14,2	32,6
Денежные ср-ва и эквив.	349,6	168,9	158,3	126,8	127,4
Ценные бумаги	397,8	419,9	434,2	432,9	555,4
Средства в банках	333,8	467,3	471,6	467,5	420,2
Кредиты и авансы клиентам	839,5	843,5	859,3	872,1	849,6
Основные средства	19,9	20,4	20,0	21,7	21,2
Прочие активы	21,8	19,1	21,9	54,9	61,8
Активы	1962,3	1939,2	1965,4	1975,8	1943,7
Средства банков	247,5	201,1	192,3	219,1	204,6
Средства Пр-ва и ЦБ РФ	1002,5	987,6	984,7	999,7	872,8
Средства клиентов	187,1	202,2	226,3	226,5	237,6
Долговые ценные бумаги	68,0	78,9	82,2	46,5	108,6
Собственный капитал	444,7	455,2	466,0	441,4	473,9
<b>Коэффициенты</b>					
Чистая проц. маржа, %	3,9	3,0	3,5	3,5	3,5
ROAA, %	3,7	2,0	5,8	1,5	2,2
ROAE, %	20,1	10,8	24,7	6,3	9,4
Просроч. задолжен., %	-	8,8	-	-	-
Норма резервирования, %	8,6	12,6	12,3	13,0	12,8
Соб. капитал/Активы, %	22,7	23,5	23,7	22,3	24,4
Кредиты/Депозиты	4,5	4,2	3,8	3,9	3,6
Расходы/Доходы, %	14,5	16,5	10,5	57,0	22,9

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Банк размещает выпуск облигаций на 15 млрд руб.

### Кредитный портфель продолжает стагнировать, качество кредитов умеренное.

За 9 месяцев 2010 г. портфель кредитов ВЭБа увеличился чуть более чем на 9 млрд руб., или на 1%, что значительно уступает средним темпам прироста кредитования в российской банковской системе за тот же период (7,5%), даже если принимать во внимание списанные кредиты (около 15,4 млрд руб.). Отставание темпов от среднерыночных, как нам представляется, может быть связано со спецификой банка, который выступает проводником мер государственной поддержки в экономику. Напомним, что в конце 2008 г. ВЭБ получил от ЦБ специальные депозиты, за счет которых банк кредитовал компании, нуждавшиеся в рефинансировании валютных кредитов. Кредиты были краткосрочными, и большинство компаний по мере открытия внешних рынков смогли привлечь новые валютные заимствования за рубежом. Структура кредитного портфеля ВЭБа указывает на то, что как раз сокращение этого так называемого «компенсационного кредитования» (на 97,2 млрд руб. за 9 мес. 2010 г.) и стало основной причиной вялой динамики кредитного портфеля банка, тогда как объем выданных коммерческих кредитов и проектного финансирования вырос на 124,5 млрд руб., или на 20%. При этом качество кредитов является умеренным: доля просроченной задолженности равна 8,8% (данные 2009 г., более поздние недоступны), норма резервирования составляет 12,8%. Наиболее уязвимым местом кредитного профиля ВЭБа является низкая чистая процентная маржа, которая в течение первых трех кварталов прошлого года оставалась практически неизменной на уровне 3,5%. Маржа и в прошлом была у ВЭБа довольно низкой, и, учитывая специфику его деятельности, едва ли сможет заметно вырасти в будущем даже при достаточно низкой стоимости фондирования.

**Устойчивые доходы, высокий уровень капитализации.** Несмотря на низкий уровень процентной маржи, за 9 месяцев 2010 г. ВЭБ заработал 49,6 млрд руб. чистого процентного дохода, поквартальное распределение которого было практически равномерным. Однако, являясь по факту также и крупнейшей государственной управляющей компанией (портфель ценных бумаг составляет 555 млрд руб.), банк сильно зависит от колебаний мировых финансовых рынков. Несмотря на крупный убыток во II квартале, за девять месяцев операции с ценными бумагами принесли ВЭБу 16,9 млрд руб., что при одном из лучших в секторе показателей операционной эффективности (Расходы/Доходы – 22,9%) позволило банку получить чистую прибыль в размере 32,6 млрд руб. (1,1 млрд долл.). Сильной стороной кредитного профиля ВЭБа являются его высокая капитализация (Собственный капитал/Активы – 22,4%) и высокая ликвидность баланса (доля ликвидных активов равна примерно 35%), что укрепляет нас во мнении об устойчивом финансовом положении госбанка.

### На одном уровне с другими госбанками

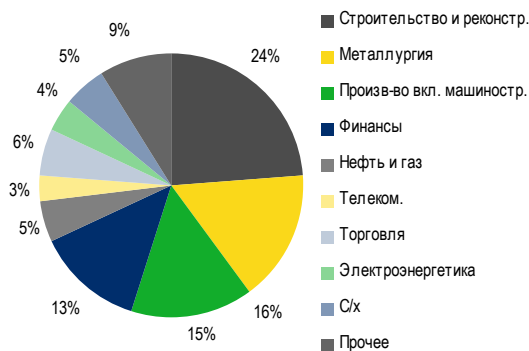
ВЭБ в сравнении с ближайшими аналогами

	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
9 мес. 10											
ВЭБ	BBB/Baa1/BBB	МСФО		1 943,7	473,9	3,5	9,4	2,2	22,4	12,8	-
Сбербанк	NR/Baa1/BBB	МСФО		8 028,7	915,2	6,5	17,3	1,9	11,4	12,2	8,6
ВТБ	BBB/Baa1/BBB	МСФО		3 753,3	545,4	5,2	9,7	1,4	14,5	9,6	9,5

Источники: данные банков, оценка УРАЛСИБа

### Кредитный портфель отражает функции ВЭБа как банка развития

Структура кредитного портфеля ВЭБа на 30.09.2010 г.



Источники: отчетность банка

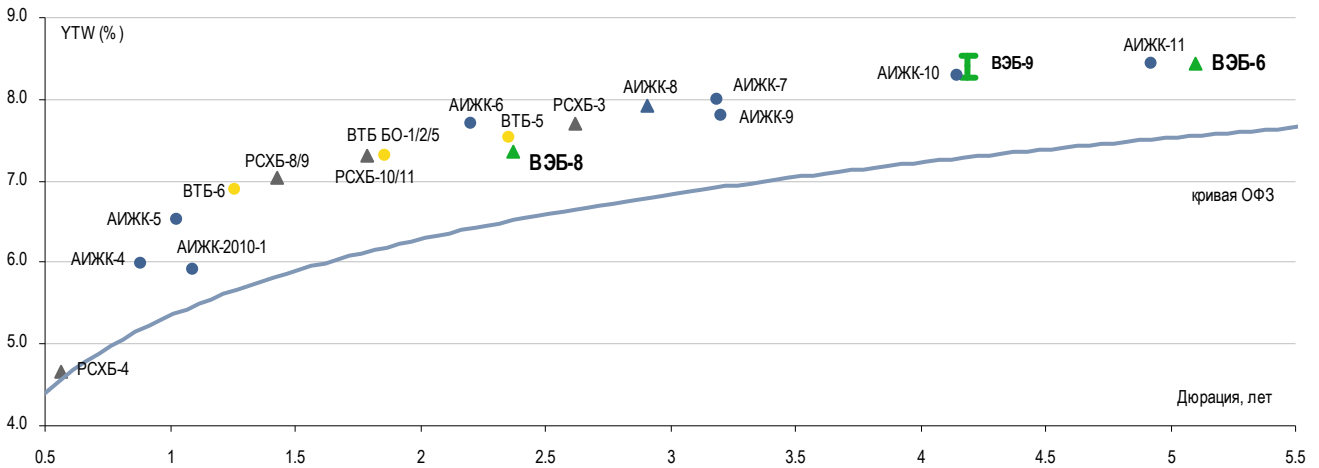
**Предложение привлекательно при доходности в верхней половине предложенного диапазона.** В целом ВЭБ не уступает по кредитному профилю прочим государственным банкам (см. таблицу выше), следовательно, их облигации, по нашему мнению, должны торговаться примерно на одном уровне. Нижняя граница ориентира по доходности (8,26-8,52%) ровно ложится на существующую кривую ВЭБа, а также соответствует уровням (с поправкой на разницу в дюрации), на которых торгуются выпуски ВТБ и РСХБ. После размещения текущего выпуска у эмитента останутся зарегистри-

Банк размещает выпуск облигаций на 15 млрд руб.

рованными облигации еще на 150 млрд руб., – иными словами, сохраняется большой навес первичного предложения. Учитывая ожидания дальнейшего повышения ключевых ставок в течение года (по прогнозу УРАЛСИБа, на конец 2011 г. ставка рефинансирования ЦБ составит 9%), нам представляется целесообразным участвовать в размещении, только если доходность будет находиться в верхней половине предложенного диапазона. Хотелось бы надеяться, что в этот раз эмитент поведет себя иначе, чем при размещении первых двух рублевых выпусков в октябре прошлого года. Тогда по итогам размещения ставки купона были установлены на 35 б.п. ниже, чем нижние границы ориентиров, и с тех пор бумаги стабильно торгуются на 1–1,5 п.п. ниже номинала.

**Предложение привлекательно при доходности в верней половине предложенного диапазона**

Рублевые выпуски государственных финансовых институтов по состоянию на 17 марта 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  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

#### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Управление по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@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  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

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

#### Макроэкономика

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

#### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

#### Банки

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

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestoviav@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 Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@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 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