

СНИЖЕНИЕ ДОХОДОВ И РОСТ РЕЗЕРВОВ

Опубликована отчетность по МСФО за 2 кв. и 1 п/г 2011 г.

В целом нейтральная отчетность, худшее может быть впереди.

ВЭБ опубликовал отчетность по МСФО за 2 кв. 2011 г., которая оказалась заметно слабее, чем кварталом ранее. В отчетном периоде доходы банка снизились на фоне роста стоимости риска. Кроме того, результат от торговых операций (ВЭБ, помимо прочего, является крупнейшей российской управляющей компанией) оказался не столь впечатляющим, как в предыдущем квартале, что привело к заметному сокращению чистой прибыли. С другой стороны, банк показал неплохую динамику прироста кредитного портфеля, а ликвидность его баланса и достаточность капитала остаются высокими. Наши основные опасения, касающиеся финансового профиля банка, связаны с его высокой подверженностью рыночному риску ввиду внушительного объема ценных бумаг на балансе, в связи с чем мы ожидаем, что 2 п/г будет для ВЭБа непростым.

Стабильно низкая маржа. В отчетном периоде давление на чистую процентную маржу сохранилось – она снизилась на 0,2 п.п. (*все сопоставления проводятся квартал к кварталу, если не указано иное*) до 3,0%, что стало причиной снижения процентных доходов на 3,5 п.п. до 15,2 млрд руб., даже несмотря на рост кредитного портфеля. Низкая маржа является следствием высокой ликвидности баланса ВЭБа.

Темпы роста портфеля выше, чем в среднем по сектору. За 1 кв. валовый портфель кредитов ВЭБа (1 051,5 млрд руб.) увеличился на 8,8% против 5,9% по банковскому сектору в целом, компенсировав тем самым отрицательную динамику показателя во 2 п/г и достигнув нового максимума. Однако параллельно с ростом кредитования ВЭБ увеличил стоимость риска – до 3,1% против 1,1% в 1 кв. Мы полагаем, что основной причиной этого все же стал быстрый рост портфеля, нежели ухудшение качества активов (данных по просрочке банк не раскрыл), поскольку норма резервирования снизилась еще на 0,7 п.п. до 14,2%. Более того, в 4 кв. 2010 г. стоимость риска у ВЭБ была гораздо выше – 8,9%.

Снижение торговых доходов привело к резкому падению прибыли. Совокупные доходы ВЭБа традиционно находятся в высокой зависимости от торговых доходов (этим его кредитный профиль в худшую сторону отличается от других госбанков), на которые приходится порядка половины показателя. 2 кв. оказался для банка не таким успешным, как 1 кв. (тогда на торговых операциях ВЭБ заработал 14 млрд руб.), принесся убытки в 0,5 млрд руб. В результате совокупный доход снизился на 48% до 18,1 млрд руб., а чистая прибыль упала в девять раз до 2,3 млрд руб., что повлекло за собой снижение рентабельности активов и капитала до 2,2% и 9,1% соответственно. Мы ожидаем, что в 3 кв. банк начислит резервы под внушительный портфель ценных бумаг (наполовину состоит из акций!), что не позволит ему показать прибыль. Однако даже вероятный убыток не станет критичным для банка ввиду его относительно высокой капитализации.

Ключевые финансовые показатели ВЭБа, млрд руб.

МСФО	6М10	9М10	2010	3М11	6М11
Чистые проц. доходы	32,5	49,6	66,7	15,7	30,9
Чистые комисс. доходы	2,8	4,5	6,0	1,1	2,8
Доходы от операций с ц.б.	3,9	16,9	23,3	9,2	11,8
Д-ды от опер. с ин. валютой	1,3	3,3	3,5	12,3	19,0
Д-ды от переоценки ин. вал.	(0,9)	(0,7)	(1,1)	(7,5)	(17,3)
Сумм. операц. доходы	41,0	76,0	102,7	31,4	49,5
Операционные расходы	(10,9)	(17,4)	(27,8)	(7,1)	(15,5)
Резервы	(13,3)	(24,6)	(45,7)	(2,6)	(10,4)
Чистая прибыль	14,2	32,6	28,2	20,9	23,2
Денежные ср-ва и эквив.	126,8	127,4	196,7	240,7	243,0
Ценные бумаги	432,9	555,4	574,3	592,9	588,3
Средства в банках	467,5	420,2	415,6	416,5	432,9
Кредиты и авансы клиентам	872,1	849,6	787,9	822,5	901,9
Основные средства	21,7	21,2	23,6	23,6	24,3
Прочие активы	54,9	61,8	44,4	61,8	68,5
Активы	1 975,8	1 943,7	2 043,5	2 157,9	2 258,9
Средства банков	219,1	204,6	235,0	234,4	343,7
Средства Пр-ва и ЦБ РФ	999,7	872,8	814,9	829,0	833,3
Средства клиентов	226,5	237,6	290,1	308,2	315,4
Долговые ценные бумаги	46,5	108,6	186,9	213,0	218,9
Собственный капитал	441,4	473,9	495,1	553,3	528,1
<i>Коэффициенты</i>					
Чистая проц. маржа, %	3,5	3,5	3,5	3,2	3,1
ROAA, %	1,5	2,2	1,4	4,0	2,2
ROAE, %	6,3	9,4	5,9	15,9	9,1
Просроч. задолжен., %	-	-	7,3	-	-
Норма резервирования, %	13,0	12,8	15,5	14,9	14,2
Соб. капитал/Активы, %	22,3	24,4	24,2	25,6	23,4
Кредиты/Депозиты	3,9	3,6	2,7	2,7	2,9
Расходы/Доходы, %	26,4	22,9	27,1	22,7	31,4

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

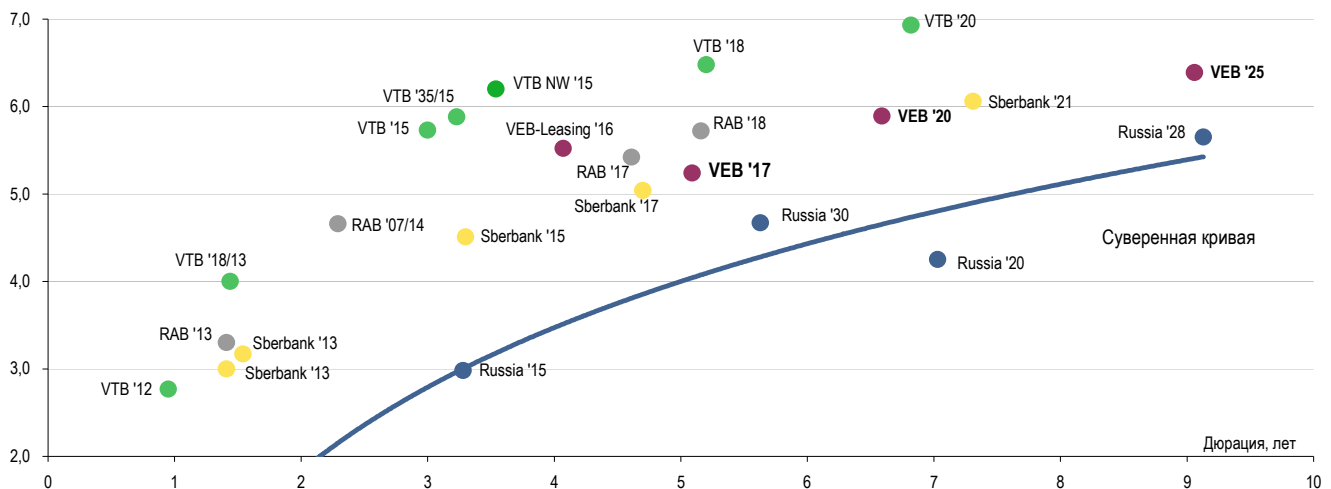
Высокий уровень ликвидности и достаточности капитала. Отношение Собственный капитал/Активы на конец 2 кв., хотя и снизилось на 2,2 п.п., находилось на высоком уровне 23,4%. Даже если исключить из капитала статью «Нереализованная переоценка инвестиционных ценных бумаг, имеющих в наличии для продажи», значение указанного коэффициента все равно будет более чем комфортным и составит 18,9%, что создает ВЭБу существенный запас прочности в связи с его высокой подверженностью рыночному риску. На ценные бумаги приходится 26% активов банка – больше, чем у любой из других крупных российских кредитных организаций. При этом ликвидность баланса также находится на высоком уровне при доле ликвидных активов (денежные средства и средства в других банках) в 29,9%, которые с запасом покрывают все обязательства ВЭБа по долговым инструментам.

Фондирование продолжает смещаться в сторону рынков капитала. Во 2 кв. значительных изменений в структуре фондирования ВЭБа не произошло: на долю полученных от правительства и ЦБ средств приходится 48,1% (-3,6 п.п.) обязательств банка, на долговые ценные бумаги – 12,7% (-0,6 п.п.), на средства клиентов – 18,2% (-1,0 п.п.). За счет привлечения крупного синдицированного кредита доля средств кредитных организаций увеличилась на 5,3 п.п. до 19,9%. Таким образом, невзирая на то, что правительство и ЦБ пока остаются крупнейшими кредиторами ВЭБа, зависимость последнего от оптового фондирования уже является достаточно существенной.

Облигации оценены справедливо. Мы считаем, что опубликованные результаты не повлияют на котировки бондов ВЭБа. В настоящее время еврооблигации банка торгуются на одном уровне с бондами Сбербанка и со спредами порядка 400–410 б.п. к долларovým свопам. На локальном рынке облигации ВЭБа низколиквидны. Единственный выпуск, в котором в последнее время проходили торговые обороты – ВЭБ-9 (УТМ 9,1% на 52,5 месяца) – котируется со спредом около 110 б.п. к ОФЗ, что мы считаем справедливым. На этом фоне мы предпочитаем недавно размещенный выпуск РСХБ-15, предлагающий доходность 8,9% на 24 месяца.

Взгляд на выпуски ВЭБа нейтральный

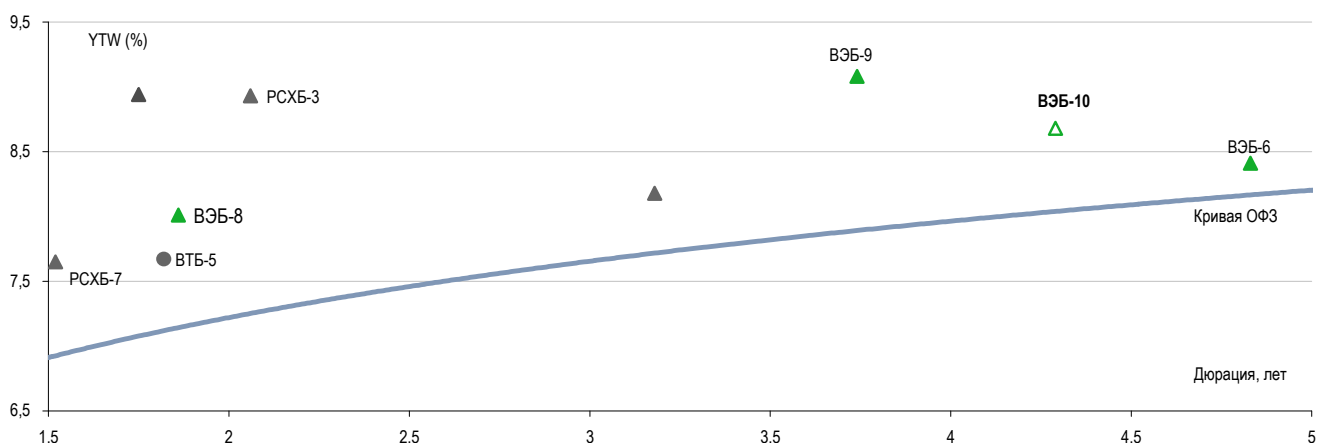
Еврооблигации отдельных госбанков по состоянию на 10 ноября 2011 г.



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Ликвидные выпуски предлагают премию к ОФЗ порядка 110 б.п.

Рублевые облигации ВЭБа по состоянию на 10 ноября 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

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, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@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, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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 Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@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 оферта или предложение делать оферты. 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