

### УСПЕШНЫЙ КВАРТАЛ ЗА СЧЕТ ВЫСОКИХ ТОРГОВЫХ ДОХОДОВ

#### Показатели по МСФО за 1 кв. 2012 г.

**Валютный рынок на этот раз оказал поддержку.** Вчера ВЭБ опубликовал отчет по МСФО за 1 кв. 2012 г., который оказались заметно лучше, чем в предыдущем квартале, – за счет благоприятной конъюнктуры на валютных и финансовых рынках. Несмотря на то что банку не удалось существенно нарастить процентные и комиссионные доходы, совокупный операционный доход ВЭБа увеличился практически втрое (*далее – квартал к кварталу, если не указано иное*) за счет высоких доходов от операций с ценными бумагами и валютой (против убытка в предыдущем квартале). Как следствие, банк получил значительную чистую прибыль. Кроме того, ВЭБу удалось нарастить чистую процентную маржу. Несмотря на небольшое сокращение кредитного портфеля, мы оцениваем опубликованные результаты определенно положительно, однако в очередной раз указываем на высокую зависимость показателей ВЭБа от состояния финансовых рынков, поэтому, исходя из результатов одного квартала, совсем нельзя утверждать, что годовые итоги будут столь же хорошими. Более того, мы не исключаем, что второй квартал окажется для банка убыточным.

**Рост кредитного портфеля замедлился, маржа стабильна.** В отчетном периоде банку удалось лишь незначительно нарастить чистую процентную маржу – на 0,1 п.п. до 3,1%. В связи с этим мы приветствуем опережающий прирост чистых процентных доходов (+ 14,4% до 18,9 млрд руб.), произошедший на фоне сокращения валового кредитного портфеля на 1% до 1,38 трлн руб., обусловленного, в свою очередь двумя факторами – укреплением рубля (около 39% портфеля номинировано в долларах и евро), а также длительным сроком оформления кредитов. Представители банка обещают, что значительная часть одобренных в 1 кв. кредитных заявок будет закрыта во 2 кв., в результате чего динамика кредитного портфеля должна оказаться более впечатляющей. Информации о качестве портфеля в квартальной отчетности как обычно представлено не было, но исходя из того, что объем накопленных резервов за квартал не изменился, можно сделать вывод о стабилизации уровня «просрочки». Напомним, что на конец 2011 г. доля просроченных кредитов ВЭБа составляла 5,8%, при этом 19,4% портфеля приходилось на обесцененные кредиты. Стоимость риска у банка также упала – с 3,0% в 4 кв. 2011 г. до 0,6%.

**Высокая прибыль и рекордная рентабельность на фоне успешных операций с валютой.** Совокупный доход ВЭБа от торговых операций в 1 кв. составил 20,3 млрд руб. против убытка в 3,8 млрд руб. кварталом ранее. Причем наибольший вклад внесли доходы от операций с иностранной валютой – 11,6 млрд руб. Стоит отметить при этом и сокращение резервных отчислений – с 9,9 млрд руб. до 2,0 млрд руб. Совокупность этих факторов стала источником роста суммарного операционного дохода банка в 2,7 раза до 41,1 млрд руб. и высокой чистой прибыли в размере 28,6 млрд руб. против убытка, составившего кварталом ранее 5,4 млрд руб.

#### Обращающиеся выпуски

VEBBNK (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
VEB '16 CHF	400 ?	3,75	17 фев 16	3,08
VEB '17 5.375%	750 \$	5,38	13 фев 17	3,85
VEB '17 5.45%	600 \$	5,45	22 ноя 17	4,08
VEB '20	1 600 \$	6,90	9 июл 20	4,75
VEB '22	1 000 \$	6,03	5 июл 22	4,90
VEB '25 USD	1 000 \$	6,80	22 ноя 25	5,27
ВЭБ-01В	500 \$	3,30	21 фев 13	2,07
ВЭБ-08	15 000 R	6,90	24 окт 13	7,82
ВЭБ-21	15 000 R	8,40	12 мар 15	8,61
ВЭБ-09	15 000 R	7,90	25 мар 16	8,69
ВЭБ-10	15 000 R	8,50	29 сен 16	
ВЭБ-06	10 000 R	7,90	21 окт 17	9,23

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

#### Ключевые финпоказатели ВЭБа, млрд руб.

МСФО	3М11	6М11	9М11	2011	3М12
Чистые проц. доходы	15,7	30,9	47,9	64,3	18,9
Чистые комис. доходы	1,1	2,8	4,6	6,6	0,8
Д-ды от операций с ц.б.	9,2	11,8	10,8	7,6	3,8
Д-ды от опер. с валютой	12,3	19,0	7,3	12,3	11,6
Д-ды от переоц. валюты	(7,5)	(17,3)	(11,7)	(17,3)	5,0
Сумм. операц. доходы	31,4	49,5	66,4	81,5	41,1
Операционные расходы	(7,1)	(15,5)	(24,6)	(38,4)	(9,7)
Резервы	(2,6)	(10,4)	(28,9)	(38,8)	(2,0)
Чистая прибыль	20,9	23,2	12,9	7,5	28,6
Денежные ср-ва и эквив.	240,7	243,0	193,8	178,0	190,0
Ценные бумаги	592,9	588,3	551,6	571,1	609,1
Средства в банках	416,5	432,9	451,3	457,7	459,9
Кред. и авансы клиентам	822,5	901,9	1 085	1 229	1 215
Основные средства	23,6	24,3	31,0	34,3	33,8
Прочие активы	61,8	68,5	68,2	61,9	68,2
Активы	2 158	2 259	2 381	2 532	2 576
Средства банков	234,4	343,7	473,0	472,0	426,2
Средства пр-ва и ЦБ РФ	829,0	833,3	865,7	884,6	914,4
Средства клиентов	308,2	315,4	318,0	352,4	304,3
Долговые ценные бумаги	213,0	218,9	239,0	261,0	320,7
Собственный капитал	553,3	528,1	456,3	532,7	582,7
Коэффициенты, %					
ЧПМ	3,2	3,1	3,2	3,0	3,1
ROAA	4,0	2,2	0,8	0,3	4,5
ROAE	15,9	9,1	3,6	1,5	20,5
Просроч. задолжен.	-	-	-	5,8	-
Норма резервирования	14,9	14,2	13,1	11,7	11,8
Соб. капитал/Активы	25,6	23,4	19,2	21,0	22,6
Кредиты/Депозиты	2,7	2,9	3,4	3,5	4,0
Расходы/Доходы	22,7	31,4	37,0	47,0	23,6

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Как следствие, рентабельность средних активов и среднего капитала ВЭБа достигла исторических максимумов – 4,5% и 20,5% соответственно, что превышает показатели других крупных российских банков. Динамика операционных расходов также оказалась благоприятной (-29,6% за квартал), в результате чего отношение Расходы/Доходы опустилось до очень низкого уровня 23,6%. Однако весьма вероятно, что 2 кв. окажется для банка далеко не столь успешным: ухудшение ситуации на финансовых рынках может привести к убыткам от торговых операций, поскольку доля ценных бумаг в совокупных активах ВЭБа достаточно высока и составляет 23,7%. Кроме того, обещанное увеличение кредитного портфеля приведет к росту отчислений в резервы.

**Ликвидность и достаточность капитала остаются избыточными.** В отчетном периоде активы ВЭБа выросли лишь на 1,7%, что при полной капитализации чистой прибыли позволило банку увеличить отношение Собственный капитал/Активы на 1,6 п.п. до 22,6%. Доля ликвидных активов (денежных средств и средств в других банках), объем которых составляет 649,9 млрд руб., осталась на уровне 25,1% от совокупных активов банка. При этом ликвидные активы практически вдвое превышают обязательства ВЭБа по оптовому фондированию. Таким образом, объем ликвидности банка мы считаем избыточным, даже с учетом значительной подверженности ВЭБа рыночному риску.

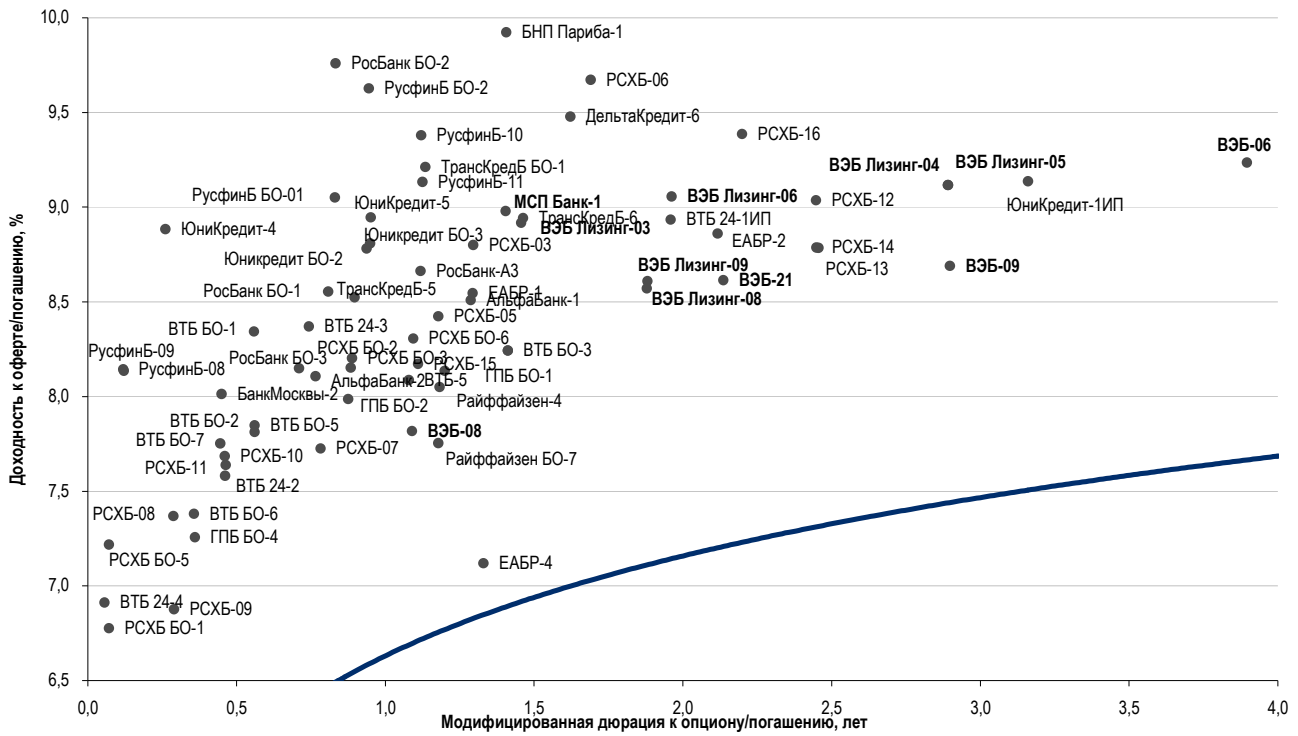
**Зависимость от рыночных источников фондирования повышается, но заимствования на долговых рынках будут только расти.** Доля средств правительства и ЦБ – основных поставщиков фондирования ВЭБу – в обязательствах банка за прошедший квартал увеличилась на 1,7 п.п. до 45,9%, при этом совокупная доля средств других кредитных организаций и долговых ценных бумаг выросла на 0,8 п.п. до 37,5%. После отчетной даты ВЭБ сохранил высокую активность на долговых рынках, разместив облигации еще примерно на 40 млрд руб. Более того, по словам представителя банка, во 2 п/г 2012 г. планируется разместить евробонды в рублях и швейцарских франках, а также локальные бонды на 1,05 млрд долл. и 30 млрд руб. соответственно. Таким образом, зависимость банка от оптовых источников фондирования, которая уже и так довольно существенная, увеличится еще больше.

**Длинные рублевые облигации выглядят привлекательно, взгляд на евробонды нейтральный.** Мы считаем, что опубликованная отчетность, несмотря на относительно неплохие показатели, не повлияет на котировки бондов ВЭБа. На локальном рынке мы отдаем предпочтение длинным выпускам ВЭБ-9 (УТР 8,7% на 43,8 месяца) и ВЭБ-21 (УТР 8,7% на 31,3 месяца), поскольку в преддверии скорого доступа иностранных участников в российский корпоративный сегмент придерживаемся положительного взгляда на длинную дюрацию среди бондов госкомпаний с рейтингами инвестиционного уровня. Что касается еврооблигаций ВЭБа, то они торгуются со спредом 90–100 б.п. к суверенной кривой и на одном уровне с выпусками Сбербанка (при гораздо лучшем кредитном профиле последнего), поэтому мы считаем их оцененными справедливо, если не дорогими. Тем не менее, если есть желание приобрести риск ВЭБа, то мы бы порекомендовали самый длинный VEB'25 (УТМ 5,3%), поскольку ожидаем низких процентных ставок на горизонте от года до двух.

См. графики и таблицу ниже.

### Длинные выпуски ВЭБа выглядят привлекательно

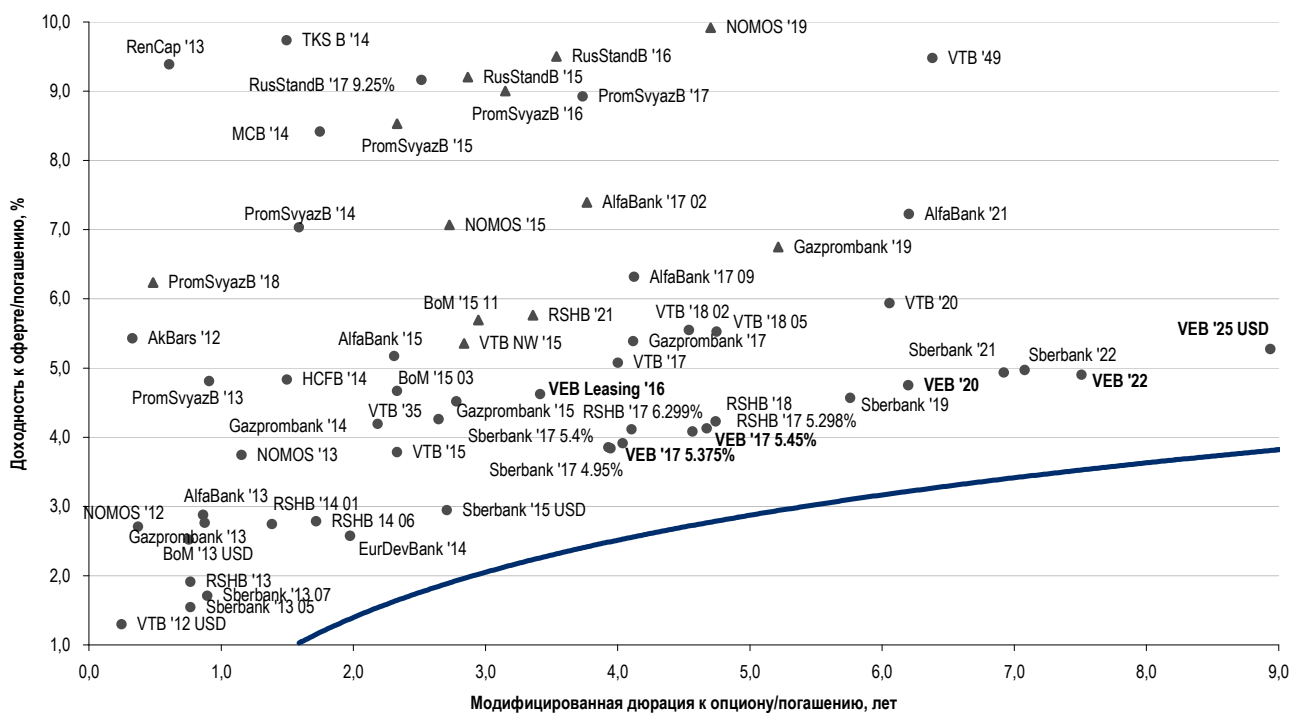
Облигации банков с инвестиционными рейтингами по состоянию на 2 августа 2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

### Еврооблигации оценены справедливо

Долларовые еврооблигации российских банков по состоянию на 2 августа 2012 г.



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

## Основные финансовые показатели ряда российских банков

	Рейтинги (S/M/F)	Активы, млн долл.	ЧПМ, %	Доля "просрочки", %	Расходы/ Доходы	Доходность средних активов, %	Кредиты/ Депозиты, %	Капитал/ Активы, %	Резервы/ Кредиты, %
Абсолют банк	-/Ba3/BB+	3 505	5,1	11,2	0,9	2,3	1,7	14,7	9,5
А-Т Банк	-/B2/-	1 880	10,5	5,8	0,5	4,3	0,8	14,4	4,6
Альфа-Банк	BB/Ва1/BB+	31 365	5,1	2,6	0,6	2,6	1,2	11,0	5,9
Банк Интеза	-/Baa3/-	2 724	6,9	13,6	0,6	1,2	3,2	15,7	10,2
Газпромбанк	BB+/Baa3/-	85 248	3,2	1,4	0,4	1,8	1,0	9,8	4,0
Глобэксбанк	BB/-/BB	6 352	3,8	0,9	0,7	0,2	1,4	12,6	2,2
ДельтаКредит	-/Baa2/-	2 093	5,0	0,9	0,3	3,6	1,6	16,7	0,4
КБ Восточный	-/B1/-	4 259	16,8	6,5	0,5	4,1	1,0	11,8	5,1
Банк СПб	-/Ba3/-	10 251	4,8	5,7	0,4	2,0	0,9	12,1	9,2
Банк ЗЕНИТ	-/Ba3/B+	7 663	4,2	-	0,6	1,2	1,0	9,7	6,0
ВТБ	BBB/Ваа1/BBB	210 883	5,0	5,4	0,5	1,6	1,2	9,2	6,3
<b>ВЭБ</b>	<b>BBB/Ваа1/BBB</b>	<b>78 641</b>	<b>3,0</b>	<b>5,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>3,5</b>	<b>21,0</b>	<b>11,7</b>
Кредит Европа	-/Ba3/BB-	3 040	8,5	3,0	0,5	3,0	2,4	16,3	3,3
2011 МКБ	-/B1/B+	7 217	5,6	1,1	0,4	2,1	0,9	11,0	2,3
НОМОС Банк	-/Ba3/BB	20 010	5,5	2,0	0,4	2,1	1,2	11,4	4,3
ОТП Банк	-/Ba2/BB	3 631	18,6	11,1	0,4	5,6	1,4	17,1	13,0
Промсвязьбанк	WR/Ba2/BB-	17 473	5,1	5,7	0,5	1,0	1,2	9,6	6,9
Райффайзенбанк	BBB/Ваа3/BBB+	18 794	5,5	4,6	0,5	2,5	0,9	15,8	6,0
Ренессанс Кредит	B/B2/B	1 913	18,2	4,6	0,5	5,3	1,6	22,1	3,3
Росбанк	-/Baa3/BBB+	23 155	7,7	-	0,7	1,4	1,5	14,0	10,5
Россельхозбанк	-/Baa1/BBB	39 894	5,3	7,3	0,6	0,0	1,5	12,2	7,7
Русский Стандарт	B+/Ba3/B+	5 844	16,3	4,5	0,6	3,1	1,0	14,4	6,9
Сбербанк	-/Baa1/BBB	336 535	6,7	4,9	0,5	3,2	1,0	11,7	7,9
СКБ-банк	-/B1/B	3 381	7,7	7,0	0,6	1,0	0,8	7,3	7,1
ТКС Банк	-/B2/B	915	45,0	3,7	0,5	10,4	1,8	12,8	6,5
ХКФБ	WR/Ba3/BB-	4 836	20,3	5,8	0,4	9,1	1,6	19,6	6,8
Юникредитбанк	BBB/-/BBB+	23 977	3,5	3,7	0,3	2,3	1,0	11,4	3,2
Связной Банк	-/B3/-	1 183	13,3	-	3,8	-	0,6	8,6	12,8
Банк СПб	-/Ba3/-	11 617	3,8	6,0	0,5	0,2	1,0	11,8	10,0
ВТБ	BBB/Ваа1/BBB	219 942	3,7	5,5	0,4	1,4	1,3	9,8	6,6
<b>ВЭБ</b>	<b>BBB/Ваа1/BBB</b>	<b>87 823</b>	<b>3,1</b>	<b>-</b>	<b>0,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>	<b>22,6</b>	<b>11,8</b>
Газпромбанк	BB+/Baa3/-	83 963	2,5	1,4	0,4	2,0	1,4	10,5	3,7
НОМОС Банк	-/Ba3/BB	22 855	5,1	2,5	0,4	2,4	1,3	11,9	4,1
ОТП Банк	-/Ba2/BB	4 173	18,6	12,5	0,4	5,1	1,4	17,2	11,7
1 кв. 2012 Промсвязьбанк	WR/Ba2/BB-	18 972	5,7	5,0	0,5	0,4	1,1	10,1	6,4
Ренессанс Кредит	B/B2/B	2 361	18,9	5,6	0,5	2,8	-	20,3	-
Сбербанк	-/Baa1/BBB	396 952	6,3	4,8	0,5	3,3	1,0	11,8	7,3
ХКФБ	WR/Ba3/BB-	5 910	18,6	6,0	0,4	5,8	1,3	17,4	7,7
МКБ	B+/B1/BB-	8 108	4,7	1,2	0,4	2,1	1,0	11,9	2,3

Источники: данные банков

Предыдущие публикации по теме:

2 мая 2012 ВЭБ – Слабые результаты. Опубликована отчетность по МСФО за 2011 г.

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120502\\_FI\\_VEB\\_2011%20Review.pdf?docid=12895&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120502_FI_VEB_2011%20Review.pdf?docid=12895&lang=ru)

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

## 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 Мырскова, 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  
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Макроэкономика

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

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

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

#### Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

#### Анализ рыночных данных

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

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestovich@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  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru  
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012