

# Монитор первичных размещений от 15 ноября 2010 г.



Завершенные и текущие первичные сделки на  
рублевом долговом рынке

В ВЫПУСКЕ

► Внешпромбанк – для тех, кто любит погорячее

Выпуск	Объем, млрд руб. @ срок, лет	Доходность <sup>2</sup> (%) @ срок <sup>1</sup> , лет
РСХБ БО-06	10,0	6,7% @ 1,5
ЮниКредит Банк 04	10,0	7,1% @ 2
Русфинанс Банк 10, 11	4,0	8,1% @ 3
Группа Черкизово БО-03	3,0	8,4% @ 3
Росводоканал ОЗ	3,0	9,2% @ 3
ЛК Уралсиб БО-03	3,0	9,8% @ 3
ФСК ЕЭС 07	5,0	7,6% @ 5
МТС 08	15,0	8,3% @ 5
ЕвразХолдинг Финанс 02, 04	15,0	10,2% @ 5
ФСК ЕЭС 09, 11	15,0	8,1% @ 7
МТС 07	10,0	8,9% @ 7
ТрансКредитБанк БО-01	5,0 @ 3	17 ноя (А) <sup>3</sup>
Новикомбанк 01	2,0 @ 1,5	19 ноя (ЗК) <sup>3</sup>
Инвесторгбанк БО-01	2,0 @ 1,5	23 ноя (ЗК) <sup>3</sup>
РенКап Казначей 01	3,0 @ 2	23 ноя (ЗК) <sup>3</sup>
Еврохим ОЗ	5,0 @ 5	24 ноя (А) <sup>3</sup>
<b>Внешпромбанк БО-01</b>	<b>3,0 @ 3</b>	<b>26 ноя (ЗК)<sup>3</sup></b>
ТКС Банк БО-02	1,5 @ 3	26 ноя (ЗК) <sup>3</sup>

<sup>1</sup> до погашения или ближайшей оферты  
на день размещения  
<sup>3</sup> дата закрытия книги или аукциона по ставке 1-го купона

ПУЛЬС ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

Несмотря на то, что нынешний период нельзя назвать сверх-благополучным для рублевых облигаций, первичный рынок пока остается активным. Спрос инвесторов на качественный долг сохраняется. Размещение 5- и 7-летних облигаций МТС прошло весьма успешно, даже несмотря на некоторую слабость вторичного рынка. Есть интерес и к менее громким именам. Удачно разместился к трехлетней оферте Росводоканал. Нашелся спрос и на трехлетние биржевые облигации Черкизово. В то же время компании ЭФКО пришлось отложить размещение рублевых облигаций, даже несмотря на годовую оферту и двузначные ориентиры доходности. Таким образом, рынок рублевого долга все еще открыт не для всех.

Судьба будущих размещений сейчас решается на вторичном рынке. Пока еще корпоративные эмитенты практически не почувствовали негативного влияния коррекции, однако если наши позитивные ожидания по рынку на конец года не оправдаются, то уже в ближайшем будущем размещения будут идти с большим трудом, чем сейчас. Не исключено, что эмитентам придется стать щедрее в плане премий.

Завершенные и текущие первичные сделки  
на еврооблигационном рынке

Выпуск	Объем, млн долл.	Купон (%)
LenSpecSMU 2015	150	9,75%
PBB 2016 sub	50	11,75%
Yeb 2017	600	5,45%
Lukoil 2020	1 000	6,13%
YTB 2020	1 000	6,55%
Alrosa 2020	1 000	7,75%
Yeb 2025	1 000	6,80%
Gazprom	TBD	TBD
RenCap CB	TBD	TBD

## Внешпромбанк – инвестиционный вывод

Кредитный профиль Внешпромбанка оценивается нами неоднозначно. С одной стороны, банку удается демонстрировать отличные показатели рентабельности, и качество активов заметно лучше среднеотраслевого, к тому же он традиционно поддерживает на балансе запас ликвидных активов, достаточный для покрытия текущих обязательств. С другой стороны, мы не уверены в устойчивости структуры фондирования Внешпромбанка, которая более чем на 50% состоит из текущих счетов клиентов, равно как и в способности организации поддерживать маржинальность основной – кредитной – деятельности. К тому же мы обращаем внимание инвесторов на не самый, по нашему мнению, репрезентативный способ отражения в МСФО-отчетности уровня достаточности капитала Внешпромбанка.

С учетом всех вышеупомянутых факторов, риски инвестирования в долговые обязательства Внешпромбанка (B-/B2/-) даже на горизонте одного года представляются нам высокими.

Кредитные риски КБ Ренессанс Капитал (B-/B3/B-) также достаточно высоки, однако кажутся нам несколько более понятными. Мы считаем, что для ориентированных в большей степени на доходность инвесторов построение позиций в КБ РенКап-02 (УТМ 10,4–10,5% @ апрель 2012 г.) и КБ РенКап-03 (УТР 9,0% @ июнь 2011 г.) является несколько более интересной альтернативой инвестированию в выпуск облигаций Внешпромбанк БО-01 (УТР 9,46–9,99%).



## КОММЕНТАРИИ К РАЗМЕЩЕНИЮ

**Внешпромбанк БО-01**

Эмитент	000 «Внешпромбанк»
Рейтинги, S/M/F	B-/B2/-
Объем, млрд руб.	3,0
Срок обращения, лет	3
Оферта по номиналу	Через 1 год
Ориентир купона	9,25–9,75%
Ориентир доходности	9,46–9,99%
Заккрытие книги	26 ноября

**Внешпромбанк – для тех, кто любит погорячее**

Через 2 недели, 30 ноября, Внешпромбанк планирует провести размещение биржевых облигаций серии 01 объемом 3,0 млрд руб. Заявки на приобретение бумаг принимаются до конца следующей недели (26 ноября), при этом ориентир доходности инструмента лишь немногим не дотягивает до зоны двузначных чисел: УТР 9,46–9,99% к годовой оферте.

История публичных заимствований организацией не слишком продолжительна: в конце 2009 года Внешпромбанк разместил дебютный выпуск облигаций серии 01 объемом 1,5 млрд руб., который совсем скоро – 22 ноября – будет проходить через оферту. Заметим, что особой ликвидностью выпуск до самого последнего времени не отличался.

**Краткая характеристика**

Внешпромбанк (ВПБ) основан в 1995 году. Организация активно развивалась в последние годы, пусть ее размеры до сих пор остаются относительно небольшими. Активы банка по РСБУ на 1 октября 2010 года составили 61,5 млрд руб. (51-е место среди отечественных финансовых институтов), при этом вся сеть ВПБ на сегодняшний день состоит из 33 представительств (в том числе 11 филиалов и 15 дополнительных офисов), а среднесписочная численность его работников в 3-м квартале (согласно последнему ежеквартальному отчету) составила 465 человек. Банк имеет рейтинги от 2 международных агентств: «B2/Стабильный» от Moody's и «B-/Позитивный» от S&P.

Мы считаем необходимым обратить внимание инвесторов на следующие аспекты кредитного профиля банка:

- ▶ **Структура капитала и возможности поддержки со стороны акционеров – ясны не до конца.** Согласно информации, которую с недавнего времени кредитные организации обязаны раскрывать на сайте ЦБ, конечными бенефициарами ВПБ являются более 30 физических лиц, из которых крупнейшие доли контролируют президент банка Л. И. Маркус (11,5%) и бизнесмен, брат бывшего министра здравоохранения А. Ю. Зурабов (8,8%).

Мы отмечаем, что вплоть до последнего времени способность акционеров поддерживать банк за счет вливаний в капитал оставалась высокой: к слову, с 1 января по 1 октября 2010 года уставный капитал организации увеличился на 69,1% до 2,7 млрд руб. (норматив Н1 на конец 3К10 г. составил 20,42%). Однако достаточно размытая структура акционеров не позволяет нам сделать однозначный вывод о том, сохранится ли подобное положение дел в дальнейшем.

- ▶ **Бизнес-модель достаточно самобытна.** Насколько мы можем судить на основании имеющейся информации, бизнес ВПБ в наиболее общем виде можно разделить на 2 составляющие.

С одной стороны, банк выступает в качестве своего рода «бутика», оперирующего расчетными счетами крупных корпоративных клиентов (главным образом, частных, хотя в 2009 году банк также выиграл тендер на расчетно-кассовое обслуживание ОАО «Транснефть»). Как следствие, в пассивах банка наибольший вес имеют текущие счета клиентов – 31,9 млрд руб., или 60,2% совокупных обязательств ВПБ на конец 1П10 г. по МСФО. В активной части баланса данные средства уравниваются моментально доступными активами: прежде всего средствами в кассе и на корсчетах в крупных западных банках (денежные средства и эквиваленты на середину 2010 года по МСФО составили 27,0 млрд руб., или 47,5% активов баланса).

С другой стороны, ВПБ осуществляет традиционные кредитные операции, источниками фондирования которых, как мы понимаем, выступают срочные депозиты и привлеченные на рынках заемного капитала ресурсы (отметим, что большая часть и кредитов, и депозитов имеет краткосрочный характер). Как мы понимаем, исходя из такой логики, на наращивание кредитного портфеля будет направлена и существенная часть средств, привлеченных в рамках размещения биржевых облигаций серии 01.

Кредитный портфель банка (gross) на конец 1П10 г. по МСФО составил 25,4 млрд руб. Насколько позволяет судить информация, приведенная в пресс-релизе агентства Moody's, банк предоставляет кредиты главным образом на операционные цели заемщикам, которые ему хорошо известны; при этом требует хорошее обеспечение (соотношение LTV зачастую ниже 50%). Как следствие, банку удается демонстрировать в своей отчетности феноменально высокие показатели качества активов: доля проблемных, сомнительных и безнадежных ссуд на протяжении последних лет не превышает 1,0%.

ВПБ также стремится развивать розничный бизнес, однако в своих нынешних масштабах – 7,8 млрд руб. кредитов (13,8% активов) и 5,9 млрд руб. депозитов (11,2% обязательств) – данный сегмент не играет ключевой роли для кредитного профиля банка. Объем операций банка со связанными сторонами, по данным отчетности по МСФО, не является существенным.

- ▶ **Риски подобной бизнес-модели представляются достаточно высокими.** Безусловно, подобное построение бизнеса имеет определенные плюсы. Структура доходов ВПБ весьма устойчива – банк не слишком завязан на доходы от торговли и переоценки ценных бумаг и валюты. При этом минимальный объем отчислений в



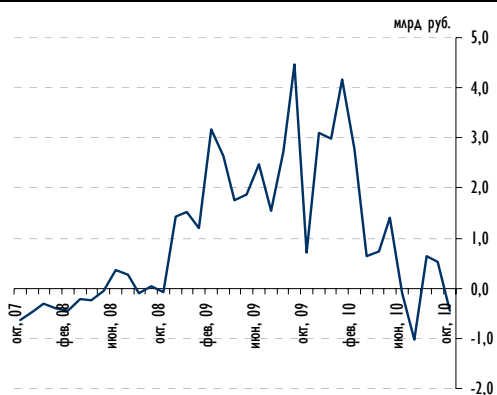
резервы (стоимость риска, по нашим подсчетам, также в последние годы не превышала 1,0%) позволяет банку демонстрировать достаточно неплохие показатели рентабельности почти в любых условиях (18,3% для ROAE по итогам 2009 года, 7,9% в 1П10 г. по МСФО).

Однако риски, сопряженные с подобной структурой бизнеса, также представляются нам высокими. Главный вопрос состоит в том, насколько устойчивой является структура фондирования, на 60,2% состоящая из средств до востребования. Судя по 101-м оборотным ведомостям банка (РСБУ), на протяжении последнего года данная статья баланса вела себя более чем волатильно: в некоторые месяцы на протяжении периода с октября 2009 по октябрь 2010 гг. колебания остатка средств на текущих/расчетных счетах юридических лиц-клиентов ВПБ достигали +/- 7,0–8,0 млрд руб.

К тому же данные пассивы банка отличаются исключительно высокой степенью концентрации (на 20 крупнейших клиентов приходится 77% всех средств), следовательно, влияние единовременного массового вывода средств на операции банка может оказаться весьма ощутимым.

Мы не можем не заметить, что банк тщательно отслеживает риски ликвидности: по нашим расчетам, сумма его моментально доступных активов (средства в кассе, корсчета в других банках, кредиты клиентам и депозиты в ЦБ сроком до востребования, а также ликвидные ценные бумаги, учтенные с 5%-ным дисконтом за фактор ликвидности при необходимости fire sale) традиционно выше задолженности по текущим счетам.

Разница между «абсолютно ликвидными» активами и средствами клиентов Внешпромбанка на текущих счетах, РСБУ



Источник: ЦБ, Газпромбанк

составила, по нашим подсчетам, всего 1,7%. На этом фоне вес инвестиций банка в развитие сети становится все ощутимее: показатель «Расходы/Доходы» в первые 6М10 г. вырос до 62,2% (41,1% по итогам 2009 г.).

- Уровень достаточности капитала, приведенный в официальной отчетности по МСФО, выглядит завышенным.** Согласно отчетности ВПБ по МСФО, на конец 2009 года совокупный капитал организации равнялся 6,4 млрд руб., которые состояли из 3,5 млрд руб. (54,5%) капитала 2-го уровня и 2,9 млрд руб. (45,5%) капитала 1-го уровня. Насколько мы понимаем, данные показатели рассчитаны по методике Банка международных расчетов в Базеле (совокупный капитал ВПБ, рассчитанный в соответствии с российским положением № 215-П, на 01.01.2010 г. составил 5,7 млрд руб. и распался поровну между основным и дополнительным капиталом).

С учетом того, что как по базельским, так и по российским стандартам капитал 2-го уровня (дополнительный капитал) может приниматься к расчету лишь в объеме, не превышающем капитал 1-го уровня (основной капитал), при первом ознакомлении данный факт показался нам более чем странным. Как пояснили нам представители организаторов размещения и рейтинговых агентств, данная ситуация возникла вследствие того, что часть субординированных займов, которые, по российским стандартам, учтены как основной капитал (подобная возможность есть у банков с июня 2009 года), была для целей международной отчетности переброшена в состав Tier 2.

Однако, согласно разбивке капитала ВПБ по российским правилам, величина субординированного долга в составе основного капитала на 01.01.2010 г. значится как 0 и лишь к 1 апреля вырастает до 418,5 млн руб. В любом случае для нас остается загадкой, почему аудиторы в отчетности не скорректировали капитал Tier 2 до максимального размера 100% от Tier 1.

С учетом данной корректировки, совокупная достаточность капитала ВПБ на конец 2009 года составила бы 25,7% – солидную величину, пусть и ниже, чем заявленные в отчетности 28,3%. К тому же можно вспомнить о том, что международная практика (в частности, базельские стандарты) рекомендует включать субординированные долги в Tier 2 в объеме, не превышающем 50% от Tier 1 (как мы понимаем, на 31.12.2009 г. именно субординированный долг составлял основу капитала 2-го уровня банка). После данной корректировки достаточность капитала ВПБ на конец 2009 года составила бы по нашим оценкам, уже 20,6%.

- Позиционирование выпуска.** С учетом всех вышеупомянутых факторов, риски инвестирования в долговые обязательства Внешпромбанка (B-/B2/-) даже на горизонте одного года представляются нам высокими.



Кредитные риски КБ Ренессанс Капитал (В-/В3/В-) также достаточно высоки, однако кажутся нам несколько более понятными. Мы считаем, что для ориентированных в большей степени на доходность инвесторов построение позиций в КБ РенКап-02 (УТМ 10,4–10,5% @ апрель 2012 г.) и КБ РенКап-03 (УТР 9,0% @ июнь 2011 г.) является несколько более интересной альтернативой инвестированию в выпуск облигаций Внешпромбанк БО-01 (УТР 9,46–9,99%).

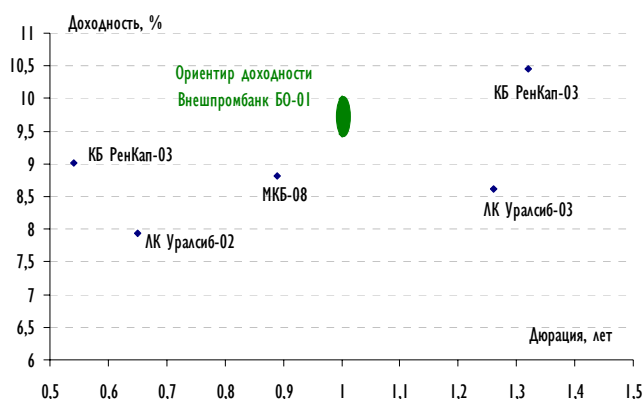
Основные финансовые показатели Внешпромбанка (млн руб.), согласно отчетности по МСФО и расчетам Газпромбанка

	2007	2008	2009	I П10	II П09	r/g
Чистые процентные доходы	425,8	743,9	771,5	394,4	280,5	40,6%
Чистые комиссионные доходы	34,0	189,8	187,8	72,9	90,0	-19,0%
Операционные доходы	441,4	801,6	1 169,6	437,6	456,3	-4,1%
Операционные расходы	(180,5)	(427,7)	(481,1)	(272,2)	(195,1)	39,5%
Резерв под обесценение кредитов	14,8	(32,4)	(91,5)	(0,5)	(25,8)	-98,1%
Чистая прибыль	201,3	257,3	463,2	130,9	185,7	-29,5%
Денежные средства и эквиваленты	3 333,6	7 478,2	21 372,0	26 952,0	8 955,6	201,0%
Средства в банках	2,3	2 412,5	1 511,1	1 000,5	3,2	31362,5%
Ценные бумаги	487,1	956,2	1 991,1	2 234,6	1 319,3	69,4%
Нетто кредитный портфель	6 892,2	14 169,6	21 183,4	25 193,5	17 283,8	45,8%
Средства ЦБ	0,0	3 502,2	1 671,5	268,4	4 895,7	-94,5%
Средства других банков	41,8	127,9	0,0	42,9	5 521,6	-99,2%
Средства клиентов	8 525,3	17 593,5	37 332,0	46 871,1	17 509,8	167,7%
доля текущих счетов	49,7%	49,0%	57,8%	68,0%	52,8%	+15,2 п.п.
Выпущенные ценные бумаги	278,7	66,7	1 921,0	2 646,4	294,2	799,6%
Субординированные кредиты	548,6	1 705,6	3 213,7	3 127,9	2 164,9	44,5%
Всего собственный капитал	1 520,0	2 141,8	2 924,8	3 724,3	2 397,4	55,3%
Всего активов	10 966,2	25 152,5	47 085,8	56 683,9	27 897,5	103,2%
Дополнительно: гарантии выданные	189,2	444,8	1 174,7	1 796,4	652,9	175,2%
<b>Показатели</b>						
Рентабельность капитала (ROAE), %	15,8%	14,1%	18,3%	7,9%	16,4%	-8,5 п. п.
Чистая процентная маржа (NIM), %	5,5%	4,6%	2,4%	1,7%	2,3%	-0,6 п. п.
Расходы/Доходы (С/Д), %	40,9%	53,4%	41,1%	62,2%	42,8%	+19,4 п. п.
Стоимость риска, %	-0,3%	0,3%	0,5%	0,0%	0,3%	-0,3 п. п.
Ликвидные активы*/Текущие счета, %	89,6%	125,4%	114,9%	94,3%	110,5%	-16,2 п. п.
Проблемные, сомнительные и безнадежные ссуды, %	0,7%	0,7%	0,9%	0,9%	0,8%	+0,1 п. п.
Совокупная достаточность капитала**, %	30,3%	23,0%	20,6%	20,0%	21,2%	-1,2 п. п.
Денежные средства и эквиваленты/Активы, %	30,4%	29,7%	45,4%	47,5%	32,1%	15,4 п. п.

\* включают в себя денежные средства и эквиваленты, средства в банках, а также ценные бумаги с 5%-ным дисконтом за фактор ликвидности при необходимости fire sale  
\*\* пересчитано Газпромбанком в соответствии с международными (базельскими) стандартами

Источник: данные банка, оценки и расчеты Газпромбанка

### Позиционирование выпуска Внешпромбанк БО-01



Источник: Bloomberg, Газпромбанк



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 44  
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов**  
**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Долговой рынок

**Алексей Дёмкин, CFA**  
+7 (495) 980 43 10  
**Яков Яковлев**  
+7 (495) 988 24 92  
**Юрий Тулинов**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17  
**Павел Пикулев**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**  
+7 (495) 988 23 44  
**Анна Курбатова**  
+7 (495) 913 78 85

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**  
+7 (495) 980 43 89

#### Металлургия

**Сергей Канин**  
+7 (495) 988 24 06

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084  
**Юлия Мельникова**  
+7 (495) 980 43 81

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**  
+7 (495) 913 78 26

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**  
начальник департамента  
+7 (495) 980 41 34  
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

#### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**  
начальник управления  
+7 (495) 913 74 44

#### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Андрей Мионов**  
начальник управления  
+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**  
+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Кузнецов**  
+7 (495) 428 49 80

**Вера Ярышкина**  
+7 (495) 980 41 82

**Себастьян де Принсак**  
+7 (495) 989 91 28

**Роберто Пеццименти**  
+7 (495) 989 91 27

#### Трејдинг

**Елена Капица**  
+7 (495) 988 23 73

**Дмитрий Рябчук**  
+7 (495) 719 17 74

### Департамент рынков фондового капитала

**Константин Шалшаров**  
директор  
+7 (495) 983 18 11  
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

#### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Мария Братчикова**  
+7 (495) 988 24 03

**Артем Спасский**  
+7 (495) 989 91 20

**Светлана Голодинкина**  
+7 (495) 988 23 75

#### Управление рынков фондового капитала

**Виталий Зархин**  
директор  
+7 (495) 988 24 48

#### Управление биржевых интернет-операций

**Максим Малетин**  
начальник управления  
+7 (495) 983 18 59

#### Трејдинг

**Валерий Левит**  
директор  
+7 (495) 988 24 11

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.