

**Евробонды ВТБ сохраняют инвестиционную привлекательность**

Банковский сектор российских еврооблигаций – один из немногих, где в настоящий момент сохраняется большое количество инвестиционных идей.

Несмотря на то, что доходности некоторых инструментов достигли своих исторических минимумов, в отдельных выпусках сохраняется неопределенность, а спреды к более устойчивым аналогам по-прежнему довольно широкие. Среди еврооблигаций банков 1 эшелона наиболее интересно выглядят бумаги ВТБ.

**Финансовое состояние**

По итогам 2 полугодия ВТБ показал умеренно слабые результаты. Чистые процентные доходы выросли на 18% г/г до 112,4 млрд. рублей. Чистая процентная маржа упала по сравнению с началом года до 3,7% (5,0% на начало года).

Наиболее провальным сегментом бизнеса в 1 полугодии оказалось торговое подразделение. Во 2 кв. 2012 года убытки от операций с ценными бумагами и валютой составили 17,6 млрд. рублей. Учитывая, что в 1 полугодии ВТБ заработал от этих операций 23,5 млрд. рублей, чистая прибыль торгового подразделения за 6 месяцев составила 5,9 млрд. рублей, что существенно хуже, чем за аналогичный период предыдущего года.

По этой причине чистая прибыль составила 33,6 млрд. рублей, что на 37,3% ниже, чем за аналогичный период предыдущего года.

Напомним, что менеджмент прогнозирует заработать в 2012 году 100,0 млрд. рублей, что возможно при значительном росте доходов от операций с ценными бумагами и валютой, а также увеличении процентных доходов во 2 полугодии.

**Финансовые результаты, млрд. рублей**

	2 011	1П 2012
ЧПД до создания резервов	227,0	112,4
Изменение РВПС	31,6	32,3
Чистая прибыль	90,5	33,6
Денежные средства и их эквиваленты	407,0	356,0
Кредитный портфель-всего	4 590,1	4 645,2
Просроченная задолженность	259,1	271,2

**Основные коэффициенты**

	2 011	1П 2012
Достаточность капитала (TCAR),%	13,0%	12,8%
Просроченная задолженность/кредиты,%	5,4%	5,6%
Кредиты/депозиты,%	127,6%	135,1%

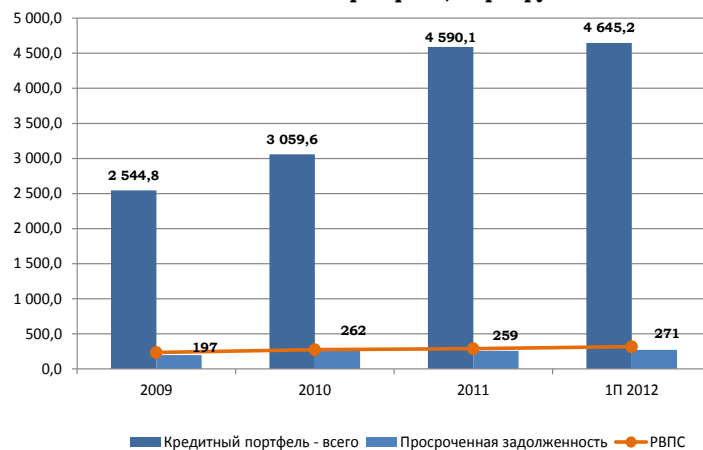
**Кредитный рейтинг**

Standard and Poor's	Moody's	Fitch
BBB	Baa1	BBB

**Еврооблигации**

Выпуск	Цена, %	Доходность,%
ВТБ-15	107,5	3,1
ВТБ-15*	102,0	4,3
ВТБ-17	106,2	4,5
ВТБ-18	109,6	4,8
ВТБ-18	106,9	4,9
ВТБ-20	107,7	5,4
ВТБ-35	107,6	5,7
ВТБ-49*	102,2	9,2

\*субординированный

**Динамика кредитного портфеля, просроченной задолженности и резервов, млрд. рублей**


Источник: данные банка, расчеты UFS IC

**Предыдущие публикации по ВТБ:**
[ВТБ размещает субординированный евробонд. Участие интересно](#)


Совокупный кредитный портфель увеличился на 1,9% до 4,6 трлн. рублей, при этом корпоративное кредитование стагнирует. Ссуды корпоративным клиентам сократились за 1 полугодие на 1,9% до 3,7 млрд. рублей, а розничный портфель вырос на 10,3% и достиг 949,7 млрд. рублей.

Среди негативных моментов отметим и рост доли «просрочки», которая увеличилась с 5,4% на начало года до 5,6% по итогам 6 месяцев.

Уровень ликвидности и структура фондирования по-прежнему не вызывают вопросов. Объем денежных средств на счетах составил 356,0 млрд. рублей, что полностью покрывает долг группы до середины 2015 года. Несмотря на то, что доля ценных бумаг в обязательствах выросла с начала года с 10,7% до 14,3%, зависимость от рынков капитала остается на приемлемом уровне.

Наиболее слабым местом у ВТБ сейчас является низкая достаточность капитала. Так, после выкупа собственных акций на сумму 14,0 млрд. рублей и выплаты дивидендов в объеме 9,0 млрд. рублей, достаточность капитала 1-го уровня снизилась до 8,9%, а общая достаточность капитала понизилась до 12,8%. Таким образом, ВТБ существенно уступает аналогам из ТОП-5.

Менеджмент банка рассчитывает, что к концу года достаточность капитала 1 уровня вырастет до 9,5%, после выпуска субординированного евробонда объемом \$1,0 млрд. Это вполне достижимый показатель, даже с учетом роста активов на 8,0% до конца года и годовой чистой прибыли на уровне 70,0 млрд. рублей.

В целом мы ожидаем, что 2 полугодие окажется лучше, чем первые 6 месяцев 2012 года. Основным драйвером роста кредитного портфеля останется рост «розницы». ВТБ покажет рост доходов от торговых операций в связи с благоприятной ситуацией на рынках в 3 и начале 4 квартала. Чистая прибыль составит порядка 70-80 млрд. рублей. Доля «просрочки» в ссудном портфеле останется на уровне 5,3-5,5%. Кредитный профиль банка в целом останется более слабым, чем у других госбанков. Однако, ожидаемое нами улучшение, а также сильный спрос на более высокодоходные инструменты приведет к сужению спрэдов между евробондами Сбербанка/РСХБ и ВТБ.

### **Спрэды между старшими евробондами ВТБ и Сбербанка неоправданно высоки**

В настоящий момент, спрэд между старшими выпусками ВТБ к аналогичным выпускам РСХБ составляет от 100 до 120 б.п. Например, текущее значение спрэда ВТБ-17-РСХБ-17 составляет 102 б.п., тогда как среднее значение с середины июня составляет 80 б.п. Спрэд ВТБ-18-РСХБ-18 еще шире; его текущее значение составляет 120 б.п., тогда как за последние 1,5 года его значение находилось на уровне 75 б.п.

Аналогичные значения спрэдов сложились между выпусками ВТБ и Сбербанка, поскольку бумаги РСХБ в среднем исторически торговались на тех же уровнях доходности, что и евробонды Сбербанка.

За последние 2 месяца доходности бумаг ВТБ снижались на общем росте российского долгового рынка, но в среднем они отставали от Сбербанка и РСХБ, что и привело к расширению спрэдов.

**Доля клиентских средств и долговых ценных бумаг в обязательствах, %**



Источник: данные банка, расчеты UFS IC



Сам по себе спрэд между бумагами ВТБ к выпускам Сбербанка и РСХБ оправдан, несмотря на идентичность рейтингов трех госбанков. Риски ВТБ выше при прочих равных условиях в связи с его инвестиционным бизнесом. Кроме этого, эффективность бизнеса ВТБ уступает эффективности Сбербанка, по итогам 1 полугодия 2012 года ВТБ показал наиболее слабые результаты среди ТОП-5 российских банков.

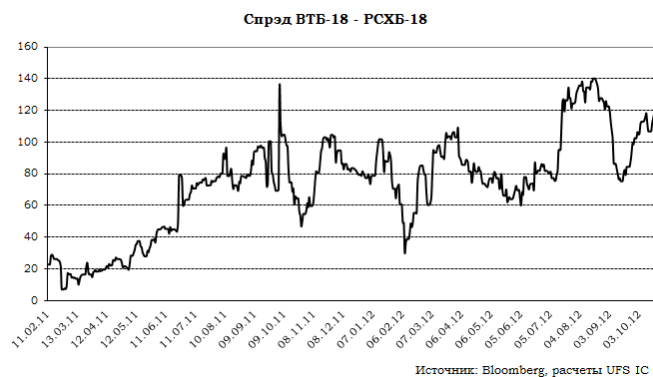
Однако, значение спреда в 100-120 б.п. кажется нам чрезмерным. На наш взгляд, премия в 80 б.п. вполне покрывает более высокие риски. В условиях сохранения высокого спроса на российский «качественный» долг, когда инвесторы готовы покупать более высокодоходные инструменты, сужение спреда до 80 б.п. выглядит вполне вероятным до конца года.

### **«Вечный» евробонд ВТБ – один из самых интересных инструментов на сегодняшний день**

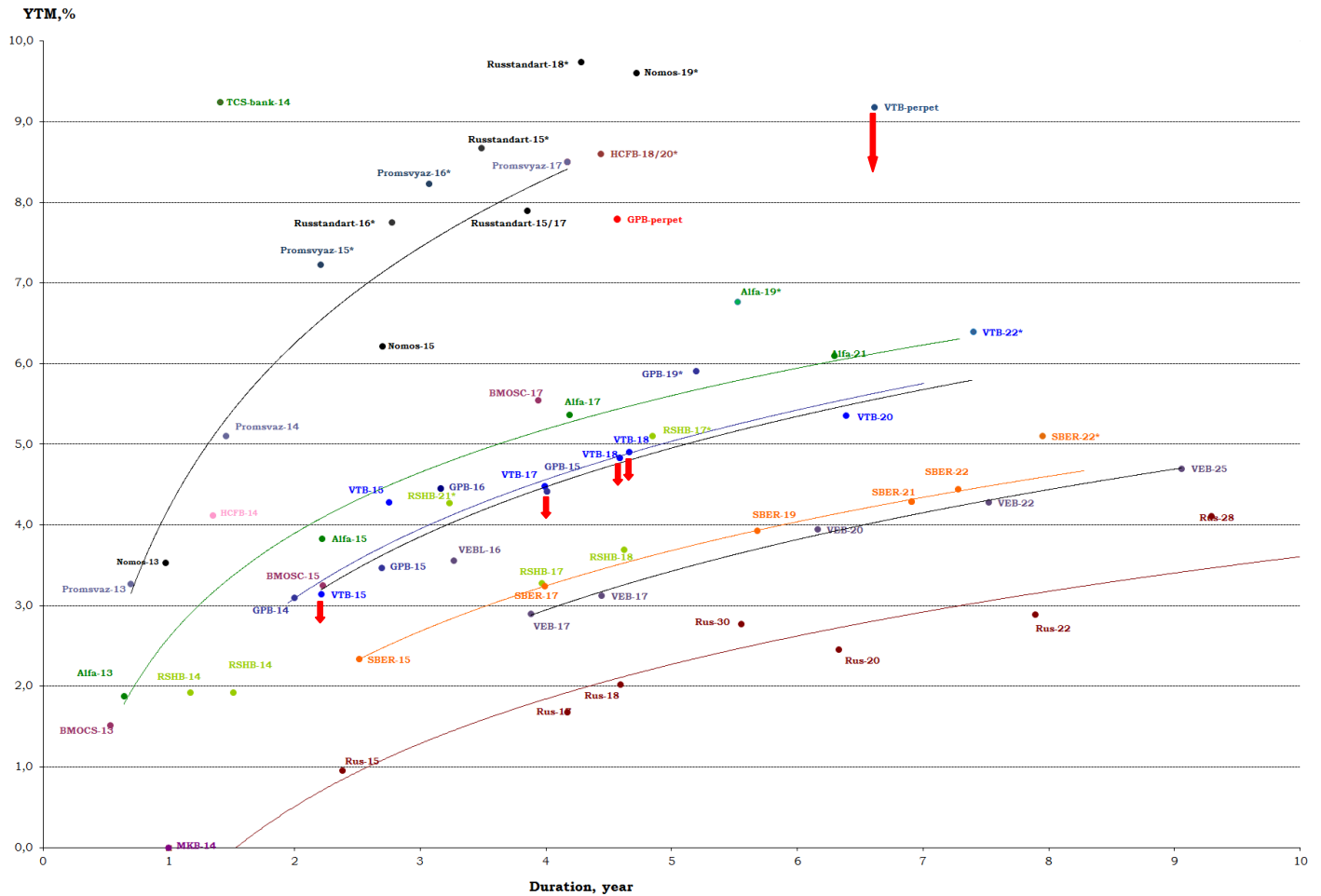
Сейчас «вечный» евробонд ВТБ с колл-опционом через 10 лет торгуется с доходностью 9,2% годовых, тогда как доходность при размещении составляла 9,5% годовых.

На наш взгляд выпуск дает прекрасную возможность как для долгосрочных, так и для спекулятивных инвесторов. Во-первых, несмотря на большие риски, которые несет в себе бессрочный бонд (в случае ликвидации компании, требования кредиторов «вечного» бонда удовлетворяются в последнюю очередь среди остальных кредиторов), регулярный купон в 9,5% от госбанка с рейтингом ВВВ в долларах выглядит интересно.

Во-вторых, сейчас «вечный» евробонд ВТБ обращается со спрэдом в 390 б.п. к старшим выпускам. При этом, Газпромбанк недавно разместил евробонд со спрэдом всего в 285 б.п. Таким образом, мы ожидаем сужение спреда для вечного евробонда ВТБ и рекомендуем его покупать.



## Еврооблигации российских банков компаний на 23 октября 2012 года



Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: [research@ufs-federation.com](mailto:research@ufs-federation.com) в свободной форме.



## Контактная информация

### Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Хомяков Илья Маркович

Куц Алексей Михайлович

Полторанов Николай Владимирович

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 03

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тел. +7 (495) 781 73 01

Тел. +7 (495) 781 73 04

Тел. +7 (495) 781 73 05

### Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Балакирев Илья Андреевич

Козлов Алексей Александрович

Назаров Дмитрий Сергеевич

Королева Виктория Сергеевна

Милостнова Анна Валентиновна

Селезнёва Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 72 97

Тел. +7 (495) 781 02 02

Тел. +7 (495) 781 73 06

Тел. +7 (495) 781 02 02

Тел. +7 (495) 781 02 02

Тел. +7 (495) 781 02 02

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

