

## ПРИБЫЛЬ ПОД ДАВЛЕНИЕМ ИЗ-ЗА ВЫСОКИХ ОТЧИСЛЕНИЙ В РЕЗЕРВЫ

### Опубликованы результаты за I полугодие по МСФО

**Данные свидетельствуют о снижении качества активов, но маржа растет.** Вчера Россельхозбанк опубликовал отчетность по МСФО за I полугодие 2010 г., которая вызвала у нас смешанные чувства. С одной стороны, банк продемонстрировал увеличение чистой процентной маржи, но с другой – положительный эффект от этого был нивелирован растущими расходами на резервирование, что косвенно свидетельствует о сохраняющихся проблемах с качеством активов, которые могут усугубиться во II полугодии под влиянием случившейся этим летом засухи. В целом же поддержка банка со стороны государства по-прежнему существенная, поэтому мы рассматриваем опубликованные результаты как нейтральные для находящихся в обращении облигаций эмитента.

**Давление на чистую прибыль сохранится.** В финансовых результатах банка особенно расстраивает размер отчислений в резервы, которые составили 12,9 млрд руб., что практически равняется отчислениям за весь 2009 г. (13,4 млрд руб.). Отчетность была представлена сокращенная и не включала данные по уровню просроченной задолженности (в 2009 г. – 4,3%), однако из того факта, что норма резервирования увеличена до 6,2% с 4,9% в 2009 г., по всей видимости, следует, что ухудшение качества активов еще не достигло своего дна. Кроме того, неблагоприятные погодные условия, наблюдавшиеся в начале II полугодия, скорее всего, еще увеличат объем «просрочки». Таким образом, давление на чистую прибыль в нынешнем году и, по всей видимости, в следующем сохранится.

**Капитализация невысока, но потери из-за неплатежей ограничены.** Рост капитала банка не поспевает за ростом его активов, даже несмотря на то что государство в последнее время регулярно проводит докапитализацию РСХБ (в 2008–2009 гг. уставный капитал был увеличен суммарно на 76,5 млрд руб., а в начале февраля банк осуществил допэмиссию акций на 825 млн руб.). Так, в отчетном периоде активы РСХБ увеличились на 30,5 млрд руб., что повлекло за собой снижение отношения Капитал/Активы до 13,5% (13,9% в 2009 г.). Однако данный уровень капитализации мы оцениваем как комфортный для банка, поскольку, невзирая на высокие отчисления в резервы, РСХБ остается прибыльным; кроме того, убытки из-за возможных неплатежей ограничены тем, что выплаты по сельхозкредитам частично субсидируются государством.

**Рост портфеля кредитов.** Валовой кредитный портфель РСХБ за I полугодие увеличился на 13% (80 млрд руб.) до 695,3 млрд руб. Это несколько меньше, чем было в I полугодии 2009 г. (99,8 млрд руб.), однако существенно больше, чем во II полугодии 2009 (45,8 млрд руб.). Таким образом, РСХБ даже в период общей для российских банков тенденции к сокращению кредитного портфеля демонстрировал и продолжает демонстрировать его уверенный рост. Положительную динамику в значительной степени поддерживает уже упомянутое государственное субсидирование процентных ставок, эффект от которого, как мы рассчитываем, будет сказываться и в дальнейшем.

### Ключевые финансовые показатели Россельхозбанка, млн руб.

МСФО	2008	6M09	2009	6M10
Чистые проц. доходы	26 562	15 238	35 077	23 551
Чистые комисс. доходы	2 020	1 211	2 755	1 262
Доходы от операций с ц.б.	(901)	(214)	444	580
Доходы от операций с дер.	32 066	3 194	(3 642)	1 600
Д-ды от опер. с иностр. вал.	259	208	472	92
Д-ды от переоценки ин. вал.	(32 106)	(5 889)	(2 515)	(3 326)
Сумм. операц. доходы	29 089	15 880	34 260	24 578
Операционные расходы	(16 259)	(9 668)	(19 999)	(11 400)
Резервы	(9 495)	(5 622)	(13 421)	(12 909)
Чистая прибыль	3 335	336	840	163
Денежные средства и эквив.	83 177	89 448	94 958	62 855
Средства в банках	96 880	58 202	37 792	40 484
Ценные бумаги	37 107	52 049	41 091	40 441
Деривативы	30 777	29 469	28 289	21 503
Кредиты и авансы клиентам	452 301	546 447	584 407	652 465
Основные средства	8 932	19 946	27 446	27 562
Прочие активы	3 940	8 314	16 681	16 070
Активы	713 114	803 875	830 664	861 380
Средства банков	243 102	156 583	192 010	108 207
Синдицированные кредиты	10 532	11 139	7 570	-
Деривативы	4 253	2 169	167	93
Средства клиентов	154 495	246 424	230 303	315 799
Долговые ценные бумаги	185 759	217 847	229 051	267 688
Прочие обязательства	1 675	7 470	9 657	6 269
Субординированные депозиты	45 540	47 098	46 370	47 043
Собственный капитал	67 758	115 145	115 536	116 281
<i>Коэффициенты</i>				
Чистая проц. маржа, %	6,1	4,5	4,7	6,2
ROAA, %	0,4	0,1	0,1	0,0
ROAE, %	3,5	0,7	0,9	0,3
Просроч. задолженность*, %	2,3	-	4,3	-
Норма резервирования, %	3,5	3,9	4,9	6,2
Капитал/активы, %	9,5	14,3	13,9	13,5
Кредиты/депозиты	2,9	2,2	2,5	2,1
Расходы/доходы, %	55,9	60,9	58,4	46,4

\* Кредиты, просроченные более чем на 90 дней.

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБА

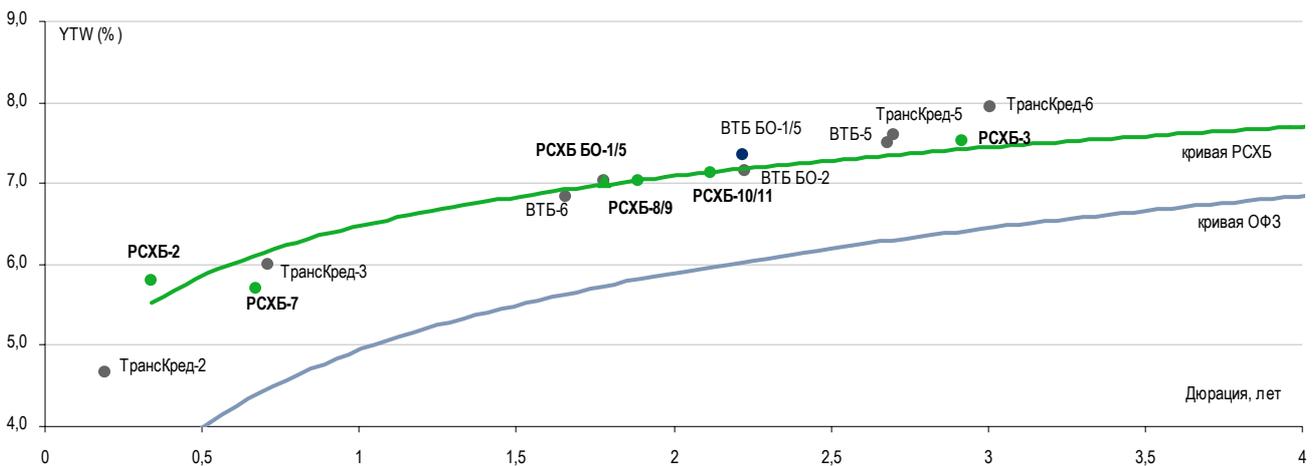
**Рост чистой процентной маржи.** По итогам полугодия РСХБ увеличил чистую процентную маржу (ЧПМ) до 6,2% с 4,7% по итогам 2009 г., что объясняется общим снижением стоимости фондирования в отчетном периоде. Во многом благодаря этому чистый процентный доход банка увеличился на 55% до 23,5 млрд руб. Столь значительный рост доходов на фоне умеренного роста расходов позволил РСХБ улучшить операционную эффективность при снижении отношения Расходы/Доходы до 46,4% с 58,4% в 2009 г. Во II полугодии стоимость фондирования РСХБ должна стабилизироваться. Кроме того, в июле было достигнуто соглашение с ВЭБом о снижении ставки по привлеченному в 2008 г. субординированному депозиту в размере 25 млрд руб. (составляет 3,3% обязательств банка) на 1,5 п.п. до 6,5%. Однако тяжелый для сельхозпроизводителей период, скорее всего, приведет к сокращению платежей по кредитам, что может вернуть маржу к уровням прошлого года.

**Улучшение структуры фондирования при достаточной ликвидности.** Несмотря на то что доля ценных бумаг в обязательствах банка увеличилась с начала года на 3,9 п.п. до 35,9%, структура фондирования РСХБ улучшилась. Доля средств клиентов увеличилась до 42,4% с 32% на начало года. При этом ликвидность баланса является, на наш взгляд, достаточной при доле ликвидных активов (124,8 млрд руб.) в общих активах на уровне 14,5%. Это с запасом покрывает обязательства банка по погашению облигаций не только в этом, но и в следующем году.

**В бондах идей не видно.** Рублевые облигации РСХБ торгуются в рамках одной кривой со спредами порядка 100–120 б.п. к ОФЗ. На рублевом рынке мы бы обратили внимание на выпуск ТрансКред-6 (доходность около 8% на срок 3,5 года), торгующийся со спредом приблизительно на 20–30 шире, чем прочие выпуски ВТБ и ТКБ. На рынке еврооблигаций идеи в выпусках РСХБ, на наш взгляд, также отсутствуют. Из квазисуверенных банковских выпусков более привлекательными нам представляются VTB '15 и VTB '20.

### Выпуски РСХБ лежат на одной кривой

Рублевые облигации государственных банков по состоянию на 15 октября



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  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

### Управление торговли

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

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Союшкина, sonyushkinada@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  
Антон Кулаков, kulakovak@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, myrsikovanv@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

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

### Макроэкономика

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

### Банки

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

### Анализ рыночных данных

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

### Английский язык

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

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Ирина Булкина, bulkinaiv@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

### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

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

### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

### Потребительский сектор/Недвижимость

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

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru  
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru  
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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 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 2010