

ОЖИДАЕМОЕ УХУДШЕНИЕ КАЧЕСТВА АКТИВОВ, НО В ЦЕЛОМ НЕЙТРАЛЬНО

Опубликованы результаты за II полугодие и полный 2010 г. по МСФО

Эффект от снижения качества активов был компенсирован ростом маржи. Вчера Россельхозбанк (РСХБ) опубликовал неоднородные результаты по МСФО за II полугодие и весь 2010 г. Представленные данные свидетельствуют о заметном росте просроченной задолженности, что, впрочем, ожидаемо после летней засухи. Негативный эффект от ухудшения качества активов банк сумел компенсировать ростом чистой процентной маржи. В целом же, принимая во внимание масштабные меры государства по поддержке аграрного сектора, мы оцениваем финансовое состояние РСХБ как вполне стабильное, поэтому не ожидаем реакции со стороны облигаций банка на опубликованную отчетность.

Падающее качество активов... Во II полугодии 2010 г. качество активов РСХБ заметно ухудшилось – это в рамках наших ожиданий. За 2010 г. объем кредитов, просроченных более чем на 90 дней, увеличился в два с лишним раза до 56,5 млрд руб., а их доля в совокупном кредитном портфеле выросла на 3,3 п.п. до 7,6%. Кроме того, доля реструктурированных кредитов (в их число попало большинство займов пострадавшим от засухи предприятиям) за год выросла с 3,9% до 9,9%. Таким образом, общая доля плохих кредитов приблизилась к 17,5% от совокупных – другие банки близкие показатели демонстрировали в кризис. Справедливости ради отметим: некой страховкой для РСХБ является субсидирование государством процентных ставок, что ограничивает потери от неплатежей. Субсидируемые государством кредиты составляют 56% валового портфеля РСХБ.

...требует увеличения расходов на резервирование... Снижение качества активов потребовало от РСХБ увеличения расходов на резервирование: во II полугодии стоимость риска выросла до 4,33% с 3,94% в I полугодии. В целом за год банк начислил 28,5 млрд руб. резервов (из них 15,6 млрд руб. во II полугодии), что позволило ему полностью покрыть лишь «официальную» просрочку (то есть не учитывающую реструктурированные займы, которые находятся «под наблюдением»). Поскольку большинство кредитов были помещены в watch list совсем недавно, мы ожидаем в 2011 г. начисления по ним дополнительных резервов и сохранения давления на чистую прибыль банка.

...что «съедает» практически всю чистую прибыль. Вопреки общеотраслевому тренду, в 2010 г. РСХБ сумел увеличить чистую процентную маржу, – по нашим оценкам, на 2 п.п. до 6,7%. Добиться этого банк смог в основном за счет снижения стоимости пассивов (в частности, во II полугодии на 1,5 п.п. до 6,5% была снижена ставка по субординированному депозиту ВЭБа объемом 25 млрд руб.). В результате на фоне роста базы работающих активов

Ключевые финансовые показатели Россельхозбанка, млн руб.

МСФО	6М09	2009	6М10	2010
Чистые проц. доходы	15 238	35 077	23 551	51 624
Чистые комисс. доходы	1 211	2 755	1 262	2 822
Доходы от операций с ц.б.	(214)	444	580	364
Доходы от операций с дер.	3 194	(3 642)	1 600	(798)
Д-ды от опер. с иностр.вал.	208	472	92	289
Д-ды от переоценки ин. вал.	(5 889)	(2 515)	(3 326)	(1 737)
Сумм. операц. доходы	15 880	34 260	24 578	52 824
Операционные расходы	(9 668)	(19 999)	(11 400)	(23 584)
Резервы	(5 622)	(13 421)	(12 909)	(28 507)
Чистая прибыль	336	251	163	369
Денежные средства и эквив.	89 448	94 958	62 855	81 010
Средства в банках	58 202	37 792	40 484	34 477
Ценные бумаги	52 049	41 091	40 441	59 098
Деривативы	29 469	28 289	21 503	20 621
Кредиты и авансы клиентам	546 447	584 407	652 465	688 556
Основные средства	19 946	27 446	27 562	25 985
Прочие активы	8 314	16 681	16 070	21 053
Активы	803 875	830 664	861 380	930 800
Средства банков	156 583	192 010	108 207	105 578
Синдицированные кредиты	11 139	7 570	-	-
Деривативы	2 169	167	93	541
Средства клиентов	246 424	230 303	315 799	386 279
Долговые ценные бумаги	217 847	229 051	267 688	267 433
Прочие обязательства	7 470	9 657	6 269	6 826
Субординированные кредиты	47 098	46 370	47 043	46 545
Собственный капитал	115 145	115 536	116 281	117 598
Коэффициенты				
Чистая проц. маржа, %	4,5	4,7	6,4	6,7
ROAA, %	0,1	0,1	0,0	0,0
ROAE, %	0,7	0,9	0,3	0,3
Просроч. задолженность*, %	-	4,3	-	7,6
Норма резервирования, %	3,9	4,9	6,2	7,6
Капитал/активы, %	14,3	13,9	13,5	12,6
Кредиты/депозиты	2,2	2,5	2,1	1,8
Расходы/доходы, %	60,9	58,4	46,4	44,6

* Кредиты, просроченные более чем на 90 дней.

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Опубликованы результаты за II полугодие и весь 2010 г. по МСФО

в 2010 г. чистые процентные доходы РСХБ увеличились на 47,2% (в том числе во II полугодии на 19,2% полугодие к полугодью) до 51,6 млрд руб. Отдельно хотелось бы отметить тот факт, что совокупный операционный доход практически полностью формируется за счет процентных и комиссионных доходов, а это делает РСХБ практически независимым от высоковолатильных доходов от операций с ценными бумагами и валютой. Кроме того, в течение последних лет банк успешно работал над улучшением своей операционной эффективности, сумев добиться снижения коэффициента Расходы/Доходы до вполне умеренных 44,6% в 2010 г. Однако весь позитивный эффект был нивелирован растущими отчислениями в резервы, которые в итоге «съели» почти всю чистую прибыль банка, хотя она и оказалась на 47% выше, чем годом ранее (369 млн руб. против 251 млн руб. в 2009 г.). Для сравнения: сопоставимый по размеру Альфа-Банк получил около 16,5 млрд руб. прибыли в 2010 г., меньший по размеру ТрансКредитБанк – 7,5 млрд руб. Как следствие, рентабельность активов и капитала РСХБ находится на довольно низком относительно конкурентов уровне: ROAA – 0,03%, ROAE – 0,32%.

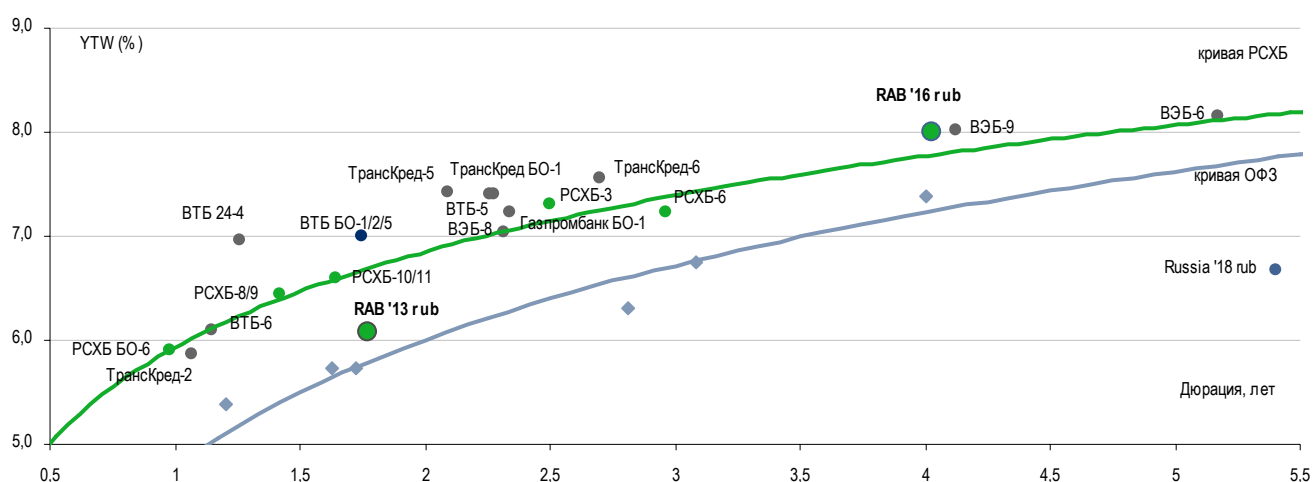
Достаточность капитала средняя. Активы РСХБ за II полугодие увеличились на 8% (в том числе за счет роста на 7% валового кредитного портфеля). Как следствие, достаточность капитала I уровня (если рассчитывать ее путем деления собственного капитала на активы) банка снизилась – на 0,9 п.п. до 12,6%, – но осталась в диапазоне средних для российских банков значений. Однако положение РСХБ несколько хуже, чем у других, поскольку большинство банков в целом уже разобрались со своими проблемными активами, тогда как для РСХБ это еще впереди: предстоящие высокие расходы на резервирования не позволят банку как минимум в 2011 г. получить высокую чистую прибыль, которую впоследствии можно было бы капитализировать. Тем не менее проблема недостаточной капитализации, на наш взгляд, не будет острой для РСХБ, поскольку государство, как 100-процентный собственник, регулярно вносит в банк дополнительный капитал. Последний раз это было сделано в декабре 2010 г. (дополнительный взнос в размере 1 млрд руб.).

Улучшение структуры фондирования. Банк традиционно находился в сильной зависимости от оптового фондирования, однако постепенно увеличивает долю средств клиентов в своих обязательствах. Так, во II полугодии эта доля выросла еще 5,1 п.п. до 47,5%, что является заметным улучшением относительно 32% на начало года. Доля облигаций составляет порядка 35% от обязательств, но ликвидных активов у РСХБ, по нашим оценкам, достаточно для обслуживания своих обязательств в течение этого и следующего года.

Выпуск RAB '16/11C будет выглядеть привлекательным в случае неисполнения колл-опциона. Локальные облигации РСХБ традиционно торгуются в рамках одной кривой и приблизительно на одном уровне с выпусками других государственных банков. Единственное, мы заметили, что размещенный в марте нынешнего года выпуск рублевых еврооблигаций RAB '16 rub продолжает торговаться вровень с локальными рублевыми выпусками эмитента, тогда как более короткий RAB '13 rub котируется с дисконтом порядка 50 б.п., а в сегменте дисконт Russia '18 rub к кривой ОФЗ составляет порядка 95 б.п. Однако при переводе рублевой доходности RAB '16 rub в долларовую выпуск выглядит скорее переоцененным относительно долларовых евробондов банка, поэтому мы не ожидаем его опережающей динамики относительно рынка.

Выпуски РСХБ лежат на одной кривой

Рублевые облигации государственных банков по состоянию на 5 мая 2011 г.



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

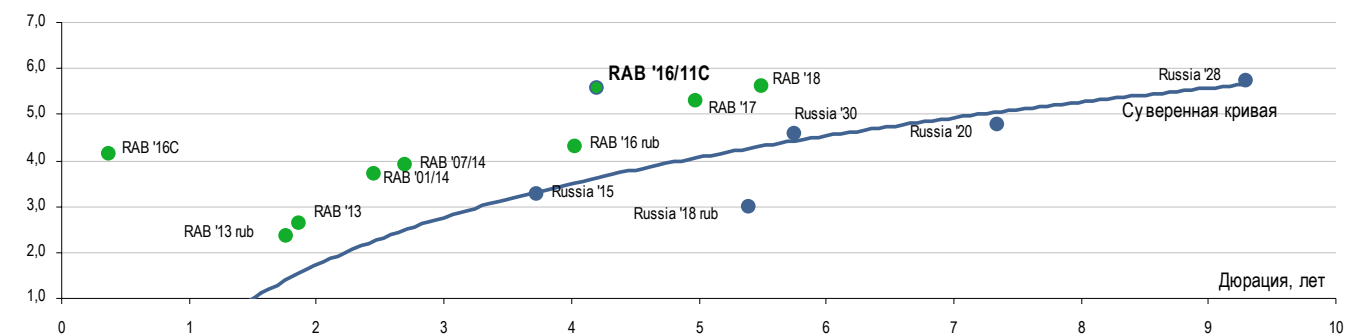
На внешнем рынке облигации банка торгуются более или менее ровно. То, что спреды к свопам по более длинным выпускам в среднем на 25–30 б.п. шире, чем по более коротким, с нашей точки зрения, вполне закономерно в силу все увеличивающегося наклона кривой UST. В данном сегменте рынка наибольший интерес для нас представляет выпуск еврооблигаций RAB '16/11, по которому наступает колл-опцион в сентябре этого года. Новая ставка купона по выпуску

Опубликованы результаты за II полугодие и весь 2010 г. по МСФО

будет определена по формуле $UST\ 5Y + 372,5$ б.п., что на текущий момент эквивалентно ставке в 5,68%. Погашающийся через пять с половиной лет RAB '17 торгуется в настоящее время с доходностью около 5,3%, поэтому сложно однозначно оценить, выкупит ли банк данный выпуск. В том случае, если РСХБ не станет исполнять опцион колл, выпуск будет выглядеть привлекательно. Сейчас его котировки колеблются около 101% и должны вырасти как минимум до 102,5%, чтобы выпуск опустился в доходности до уровня вторичного рынка с учетом субординации.

Выпуск RAB '16/11C будет представлять интерес в случае неисполнения колл-опциона

Еврооблигации РСХБ по состоянию на 5 мая 2011 г.



Источники: Bloomberg, 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
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@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

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Юзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@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 Мырסיкова, myrsikovav@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 Девятков, 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
Максим Недовесов, nedovesovmv@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

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, shelestovich@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

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 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 Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Капитал 2011