



Утренний Express-О

19 сентября 2013 г.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Россельхозбанк (Вааз/-/BBB-): итоги по МСФО за 1 полугодие 2013 года.



ЕАБР (Аз/BBB/BBB): первичное предложение.

Россельхозбанк (Вааз/-/BBB-): итоги по МСФО за 1 полугодие 2013 года.

Банк представил нейтральную отчетность. При этом сокращение отчислений в резервы на фоне предыдущего роста NPL вызывает тревогу. В плюс отметим сохранение маржинальности, однако уровня генерируемой прибыли, на наш взгляд, недостаточно для потребностей в капитале. Причин для самостоятельного апсайда в бумагах РСХБ, на наш взгляд, нет.

Комментарий. В целом, Банк предоставил нейтральную отчетность по МСФО за 1 полугодие 2013 года. Однако есть несколько моментов, на которые мы бы хотели обратить внимание.

За последние 12 месяцев РСХБ рос немногим быстрее рынка: «+19,6%» по кредитному портфелю...

...признанные проблемные кредиты в совокупности находились на уровне 25% портфеля» на конец 2012 года...

...уровень резервирования по всем признанным проблемным кредитам – 34% на конец 2012 года...

Группа проводит оценку того, как аномальные климатические условия (паводок) повлияют...

- **Качество кредитного портфеля и резервирование вызывают тревогу.** На наш взгляд, для Банка это самый острый вопрос на сегодняшний день. Обращаем внимание, что в полугодовой отчетности Кредитная организация не приводит данные по качеству кредитного портфеля. За последние 12 месяцев РСХБ рос немногим быстрее рынка: «+19,6%» по кредитному портфелю. Тем не менее, в противовес общему тренду, реагирующему на ухудшение ситуации в российской экономике, за отчетный период Эмитент снизил отчисления в резервы до 10 млрд руб. против 15 млрд руб. за а.п.п.г. И это при том, что по 2012 году Банк продемонстрировал довольно высокие темпы роста NPL (90+) – с 7,3% до 9,1%. Напомним, что понижение в августе текущего года рейтинга от Fitch на 1 ступень было связано как раз с качеством активов. Согласно отчету агентства, «признанные проблемные кредиты в совокупности находились на уровне 25% портфеля» на конец 2012 года. На этом фоне снижение отчислений в резервы несколько настораживает. Для примера, ВТБ увеличил объем отчислений в 1,6 раза, Газпромбанк – в 2,6 раза. По данным того же Fitch, уровень резервирования по всем признанным проблемным кредитам (неработающие и реструктурированные кредиты) – 34% на конец 2012 года. Таким образом, сохраняются существенные риски по фиксации убытков по имеющемуся портфелю в будущем. Еще одним моментом, не позволяющим в полной мере оценить масштаб проблем является долгосрочная дюрация кредитного портфеля (отсутствие амортизации в большинстве случаев). Соответственно, риски проявляются с заметным временным лагом от реального момента их возникновения. Также стоит отметить, что, по данным отчетности, «в августе 2013 года образовавшийся в результате сильных дождей паводок в Дальневосточном федеральном округе нанес серьезный ущерб ряду регионов, в которых у Группы имеются региональные филиалы, а также клиенты и заемщики. В настоящее время Группа проводит оценку того, как аномальные климатические условия (паводок) повлияют на консолидированную финансовую отчетность». Как мы понимаем, РСХБ уже сейчас начал переговоры с государством об оказании поддержки Банку для реструктуризации кредитов из ДФО.
- **Маржинальность и рентабельность остались на прежнем уровне.** В «плюс» РСХБ отметим сохранение уровня маржинальности при уже отмеченном хорошем росте масштабов бизнеса. Соответственно это принесло ощутимое увеличение процентных доходов (+12%),

19 сентября 2013

**В «плюс» РСХБ
отметим сохранение
уровня
маржинальности при
уже отмеченном
хорошем росте
масштабов бизнеса...**

**...у РСХБ в
ближайшее время
вопрос пополнения
капитала станет
актуальным...**

что в купе с сокращением в резервы (-35%) дало хороший результат по чистым процентным доходам (после резервирования) – «+72%». Поддержали данный тренд и комиссионные доходы (+46%). Тем не менее, показатели рентабельности деятельности Кредитной организации остаются низкими (ROAE составил 0,68% при 6% у ВТБ, 6,7% у ПБ и 21% у Сбербанка). Причина – растущие операционные расходы и недополучение прибыли по операциям с ценными бумагами и валюте, что однако не удивительно, учитывая конъюнктуру 2 квартала текущего года.

- **Достаточность капитала?** Отметим, что при текущих рисках Банк с точки зрения достаточности капитала должен чувствовать себя не вполне уверенно. Н1 на конец 1 полугодия составил 13,38%. И хотя у Сбербанка схожие уровни – 13,16%, тем не менее, на наш взгляд, по качеству активов последний чувствует себя более уверенно. Для сравнения, у ВТБ – 15,15%, у ГПБ – 11,06%. На наш взгляд, у РСХБ в ближайшее время вопрос пополнения капитала станет актуальным. Напомним, что помимо рисков по активам, он потребуется и в рамках роста масштабов бизнеса.

Банк является активным заемщиком на долговом рынке. Напомним, что уже после отчетной даты Банк разместил 5-летние еврооблигации на 800 млн долл. и облигации на 10 млрд руб. с 2-летней офертой. Впрочем, понижение рейтингов РСХБ в 3 квартале 2013 года (и от Fitch, и от Moody's) привело к расширению спрэдов к другим госбанкам. Особенно это было хорошо видно в евробондах. Так, в бумагах с погашением в 2017 году мы видели расширение спреда к Сбербанку с уровней в 40 б.п. на начало года до более чем 100 б.п. На наш взгляд, существенных предпосылок для самостоятельного апсайда у еврооблигаций Россельхозбанка пока нет.

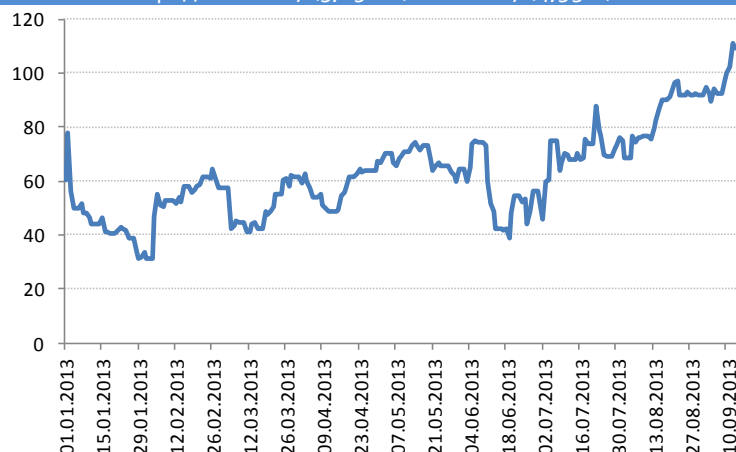
Финансовые показатели РСХБ по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2011	2012	1Н 2012	1Н 2013	Изм. за 1Н '13
Активы	1 284	1 429	1 334	1 541	8%
Кредиты (net)	904	1 071	973	1 167	9%
Кредиты (gross)	980	1 168	1 063	1 271	9%
доля в активах	70,4%	74,9%	72,9%	75,7%	-
NPL (90+)	7,3%	9,1%	n/a	n/a	-
уровень резервов	7,7%	8,3%	8,5%	8,2%	-
Резервы (совокупн.) / NPL (90+)	1,1	0,9	n/a	n/a	-
Кредиты / Средства клиентов	1,5	1,9	1,8	1,7	-
Финансовые активы	145	143	164	154	8%
доля в активах	11,3%	10,0%	12,3%	10,0%	-
Средства клиентов	607	557	552	678	22%
доля в активах	47,3%	39,0%	41,4%	44,0%	-
Коэффициент достаточности общего капитала*	17,1%	14,9%	14,8%	13,4%	-
Чистые процентные доходы (до вычета резервов)	54	56	28	31	13%
Прибыль	0,06	0,14	0,14	0,60	347%
Качественные показатели деятельности	2011	2012	1Н 2012	1Н 2013	Изм. за 1Н '13
ROAA	0,01%	0,01%	0,02%	0,08%	0,06 п.п.
ROAE	0,04%	0,08%	0,17%	0,68%	0,51 п.п.
C / I	56,01%	55,20%	50,68%	62,92%	12,24 п.п.
NIM	5,67%	4,81%	4,92%	4,80%	-1,14 п.п.

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

* для РСХБ данные приведены согласно РСБУ - норматив Н1

Спрэд: RSHB-17 (5,298%) vs SBR-17 (4,95%)



Елена Федоткова

19 сентября 2013

ЕАБР (А3/BBB/BBB): первичное предложение.

Облигации ЕАБР могут найти интерес инвесторов ближе к нижней границе индикатива, учитывая обозначенную премию от 30 б.п. к вторичному рынку.

ЕАБР проведет book-building выпусков 06 и 07 на 10 млрд руб....

Индикатив YTP 8,16-8,68% к оферте 3 года...

... несет премию к вторичному рынку более 30 б.п....

Бонды могут найти интерес ближе к нижней границе индикатива...

Комментарий. ЕАБР планирует в конце сентября – начале октября провести book-building двух 7-летних выпусков облигаций серий 06 и 07 общим объемом 10 млрд руб. Индикатив ставки купона составляет 8,0-8,50% годовых, что соответствует доходности 8,16-8,68% годовых к оферте через 3 года.

Напомним, что в июле ЕАБР разместил облигации серии 05 на 5 млрд руб. с доходностью 7,85% годовых к оферте через 2 года. Сейчас выпуск торгуется выше номинала – 100,25%, что отвечает доходности 7,72% годовых (спрэд к кривой ОФЗ 140-145 б.п.), но ликвидность бумаг низкая.

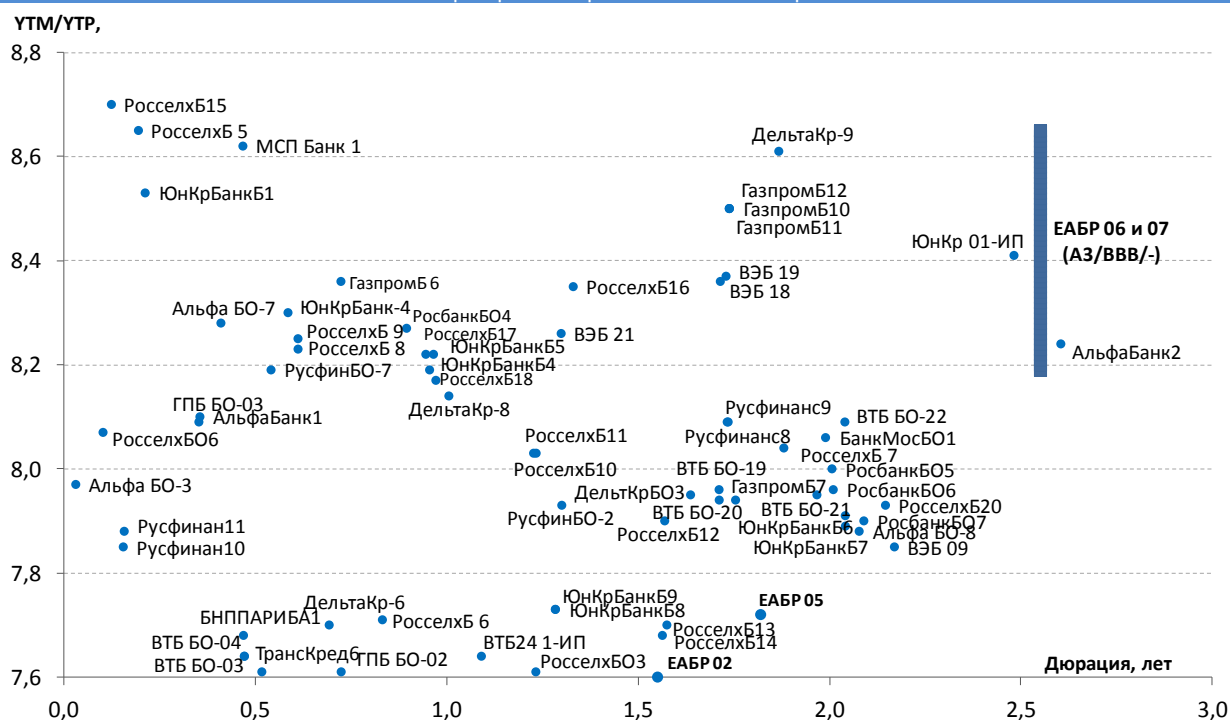
Новые бонды ЕАБР серий 06 и 07 к кривой ОФЗ дают спрэд от 175 б.п. (как и при размещении в июле) и предлагают заметную премию ко вторичному рынку более 30 б.п., что делает бумаги более интересными, в том числе компенсируя традиционно низкую ликвидность бумаг банка. Мы считаем, что облигации ЕАБР найдут интерес инвесторов ближе к нижней границе – с доходностью от 8,2% годовых. Вместе с тем, конкуренцию по доходности выпускам ЕАБР на вторичном рынке могут составить более короткие биржевые облигации Газпромбанка (Бааз/BBB-/BBB-) серий БО-10, 11, 12 с доходностью 8,5% и дюрацией 1,74 года, но эмитент уступает по уровню кредитных рейтингов как минимум на 1 ступень.

Финансовые показатели ЕАБР по МСФО

Показатели отчетности млн долл.	2011	2012	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм.
Активы	2 838	3 884	3 170	3 930	1%
Кредиты (net)	1 344	1 890	1 397	2 172	15%
Кредиты (gross)	1 344	1 921	1 406	2 263	18%
доля в активах	47,4%	48,7%	44,1%	55,3%	---
уровень резервов	0,0%	1,6%	0,7%	4,0%	---
Портфель ценных бумаг	687	1 181	1 044	1 075	-9%
доля в активах	24,2%	30,4%	32,9%	27,4%	---
Выпущенные долговые ценные бумаги	1 038	2 092	1 354	2 137	2%
доля в активах	36,6%	53,9%	42,7%	54,4%	---
Капитал	1 680	1 709	1 696	1 669	-2%
доля в активах	59,2%	44,0%	53,5%	42,5%	---
Показатели отчетности млн долл.	2011	2012	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм.
Чистые процентные доходы (до резервов)	68	79	38	46	21%
Прибыль	24	12	9	-38	---
Рентабельность активов	0,9%	0,4%	0,6%	отриц.	---
Рентабельность собственных средств	1,5%	0,7%	1,1%	отриц.	---
С / I	67,1%	53,5%	53,5%	52,5%	---

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Карта рынка: финансовый сектор



Александр Полютков

Елена Федоткова

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

РУКОВОДСТВО

Николай Кашеев	Директор департамента	KNI@psbank.ru	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	---------------	---------------

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	Руководитель направления	LoktyukhovEA@psbank.ru	доб. 77-47-61
Илья Фролов	Главный аналитик	FrolovIG@psbank.ru	доб. 77-47-06
Олег Шагов	Главный аналитик	Shagov@psbank.ru	доб. 77-47-06
Владимир Гусев	Ведущий аналитик	GusevVP@psbank.ru	доб. 77-47-06
Екатерина Крылова	Ведущий аналитик	KrylovaEA@psbank.ru	доб. 77-67-31

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев	Руководитель направления	GolubevIA@psbank.ru	доб. 77-47-29
Елена Федоткова	Главный аналитик	FedotkovaEV@psbank.ru	доб. 77-47-16
Алексей Егоров	Ведущий аналитик	EgorovAV@psbank.ru	доб. 77-47-48
Вадим Паламарчук	Ведущий аналитик	PalamarchukVA@psbank.ru	доб. 77-47-81
Александр Полютов	Ведущий аналитик	PolyutovAV@psbank.ru	доб. 77-67-54

Управление торговли и продаж

Петр Федосенко	fedosenkopn@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	krutbv@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Хмелевский Иван	khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	tselininaoi@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.