

РАЗМЕЩЕНИЕ РУБЛЕВЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ – ЧРЕЗВЫЧАЙНО ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО

Рекомендуем инвесторам принять участие в размещении. Россельхозбанк (РСХБ) намерен предложить инвесторам выпуск рублевых еврооблигаций. Размер выпуска определяется как «бенчмарк», но в данном случае не совсем ясно, что имеется в виду – наиболее правдоподобным представляется предположение, что эта сумма составляет около 500 млн долл., или 15 млрд руб. Срок обращения – от трех до пяти лет. Мы настоятельно рекомендуем инвесторам принять участие в размещении, поскольку РСХБ является подлинно квазисуверенным (если не просто суверенным) риском, а ориентир по доходности (9%) предполагает значительную премию к обращающимся рублевым бумагам инвестиционного уровня, в том числе самого РСХБ.

Банк на 100% принадлежит государству. Федеральное правительство неизменно выражает твердое намерение поддерживать РСХБ. Банк служит основным механизмом, при помощи которого государство осуществляет программу помощи сельскому хозяйству, считая его наиболее приоритетным сектором российской экономики, за исключением, наверное, нефтегазового – но последний, к счастью, в подобной помощи не нуждается. Кстати, благодаря этой программе сельхозсектор оказался единственным в российской экономике, которого в 2009 г. не коснулся экономический спад. РСХБ, на 100% принадлежащий федеральному правительству (ВТБ – на 85,5%, Сбербанк – на 60,3%), на конец III квартала 2009 г. занимал четвертое место в по активам в российской банковской системе. Кредитные рейтинги РСХБ в точности совпадают с суверенными.

Чисто кредитный бизнес. Деятельность РСХБ сводится к кредитованию юридических и физических лиц в сельской местности. Если кредит выдается в рамках государственной программы развития агробизнеса, заемщик может рассчитывать на субсидирование государством процентных платежей в размере 2/3 ставки рефинансирования ЦБ. Таким образом, риск неплатежей по кредитам РСХБ, или как минимум невыплаты процентов, существенно снижен. На долю розничных кредитов приходилось лишь 11% совокупного кредитного портфеля банка по состоянию на июль 2009 г., остальное – корпоративные кредиты.

Растущий кредитный портфель. В отличие от большинства российских банков, РСХБ удалось увеличить кредитный портфель и в 2009 г. За I полугодие 2009 г. совокупный кредитный портфель банка вырос на 14% до 18,3 млрд долл. против 32% по итогам 2008 г. Это было бы невозможным без государственной поддержки – рост финансировался вливаниями капитала в феврале 2009 г.

Сомнения относительно качества активов. Подвергать сомнению информацию, представленную эмитентами – один из принципов работы аналитика. Между тем с чисто формальной точки зрения показатели просроченной задолженности РСХБ представляются отличными: на конец I полугодия 2009 г. она составляла 7,9% совокупного кредитного портфеля против 4% на конец 2008 г., однако при этом учитывалась задолженность, просроченная на один день и более. Если же рассматривать только задолженность, просроченную на 90 дней и более, то на конец 2009 г. ее доля в кредитном портфеле составляла лишь 2,3%, а на конец 2007 г. – 1,0%. В отчетности за I полугодие 2009 г. недостаточно данных для оценки 90-дневной

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Информация о выпуске

Эмитент	RSHB Capital S.A.
Рейтинги эмитента	Ваа1/BBB
Программа	LPN
Размер	Бенчмарк
Срок обращения	3-5 лет
Купон	Полугодовой
Опционы	Нет
Ориентир по доходности	9%

РАЗМЕЩЕНИЕ РУБЛЕВЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ – ЧРЕЗВЫЧАЙНО ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО

просрочки. Доля просроченной задолженности на конец I полугодия 2009 г. (7,9%) представляется незначительной по сравнению, например с Альфа-Банком, который за тот же период показал просрочку в размере более 24%. По нашему мнению, низкая доля просроченной задолженности объясняется щадящими условиями кредитования: как мы отмечали выше, процентные платежи в значительной мере субсидируются государством, а кредиты при необходимости несложно пролонгировать еще на год-два. Как следствие, в сумме просрочки учтены только те заемщики, которые не выплачивают даже проценты по кредитам. Значит ли это, что проблемы лишь отодвигаются на будущее? Отчасти да (что очевидно), отчасти нет – во-первых, потому что в обозримом будущем правительство вовсе не собирается сворачивать программу помощи сельскохозяйственному сектору, во-вторых, потому что собственник в лице государства всегда готов предоставить банку капитал.

Достаточная капитализация. В 2007–2008 гг. коэффициент достаточности капитала I уровня РСХБ постоянно составлял около 9,5%, но в I полугодии 2009 г. (несмотря на рост кредитного портфеля), подскочил до 14,3% благодаря вливаниям капитала, предпринятым государством. Самые крупные из них были проведены в августе 2008 г., когда банку был предоставлен капитал I уровня в размере 31,5 млрд руб., и в феврале 2009 г. – 45 млрд руб. По данным банка, коэффициент достаточности общего капитала на конец 2009 г. составлял около 20%.

Отчет о прибылях и убытках – не худшие результаты. На конец I полугодия 2009 г. отчисления в резервы по кредитам достигли у РСХБ приблизительно 715 млн долл. (+147 млн долл. к концу 2008 г.), что составляло 3,9% совокупного кредитного портфеля. Умеренный объем резервов позволил банку получить по итогам периода чистую прибыль в размере 10 млн долл. против 82,5 млн долл. за 2008 г. Чистая процентная маржа до отчислений в резервы по итогам I полугодия равнялась 4,1% – снижение с 6,1% в 2008 г. и 6,8% в 2007 г. Снижение ЧПМ объясняется увеличением стоимости фондирования – как для РСХБ, так и для банковской системы в целом: аналогичную динамику ЧПМ показали такие «тяжеловесы», как Альфа-Банк и Банк Москвы. Ситуация с эффективностью была не столь однозначной. У РСХБ отношение расходов к доходам по итогам I полугодия 2009 г. достигло 61% против 56% в 2008 г., тогда как ряду частных банков удалось существенно снизить это отношение по итогам 2009 г. С другой стороны, РСХБ – государственный банк, так что если бы в ходе кризиса он успешно осуществил программу сокращения издержек, это можно было бы считать чудом.

Более здоровая ресурсная база. В июле 2009 г. структура пассивов РСХБ была существенно более благополучной, чем в конце 2008 г. В декабре 2009 г. трудности с привлечением средств клиентов привели к снижению доли депозитов в общем объеме обязательств до 34% с 30% в 2007 г. Полгода спустя их доля составляла уже 36%, а совокупный объем средств на счетах клиентов вырос до 7,9 млрд долл., то есть на 2,6 млрд долл. всего лишь за шесть месяцев. Ввиду сокращения объема клиентских счетов в конце 2008 г. банк был вынужден в значительной мере полагаться на кредиты ЦБ: доля средств ЦБ в пассивах банка выросла с нуля в конце 2007 г. до 16%, или 3,63 млрд долл. в 2008 г. В июле 2009 г. эта сума сократилась уже до 1,09 млрд долл. – лишь 5% совокупных обязательств.

Отличная ситуация с ликвидностью. Основная проблема состоит в том, что в 2009 г. отношение кредитов к депозитам оставалось повышенным – 2,2 (улучшение по сравнению с июлем 2009 г., когда оно равнялось 2,9). По этому показателю банк существенно уступает банковской системе в целом – среднее отношение кредитов к депозитам по российским банкам равно 1–1,2. Однако именно так был

Основные результаты РСХБ

Финансовые показатели РСХБ, млн долл.

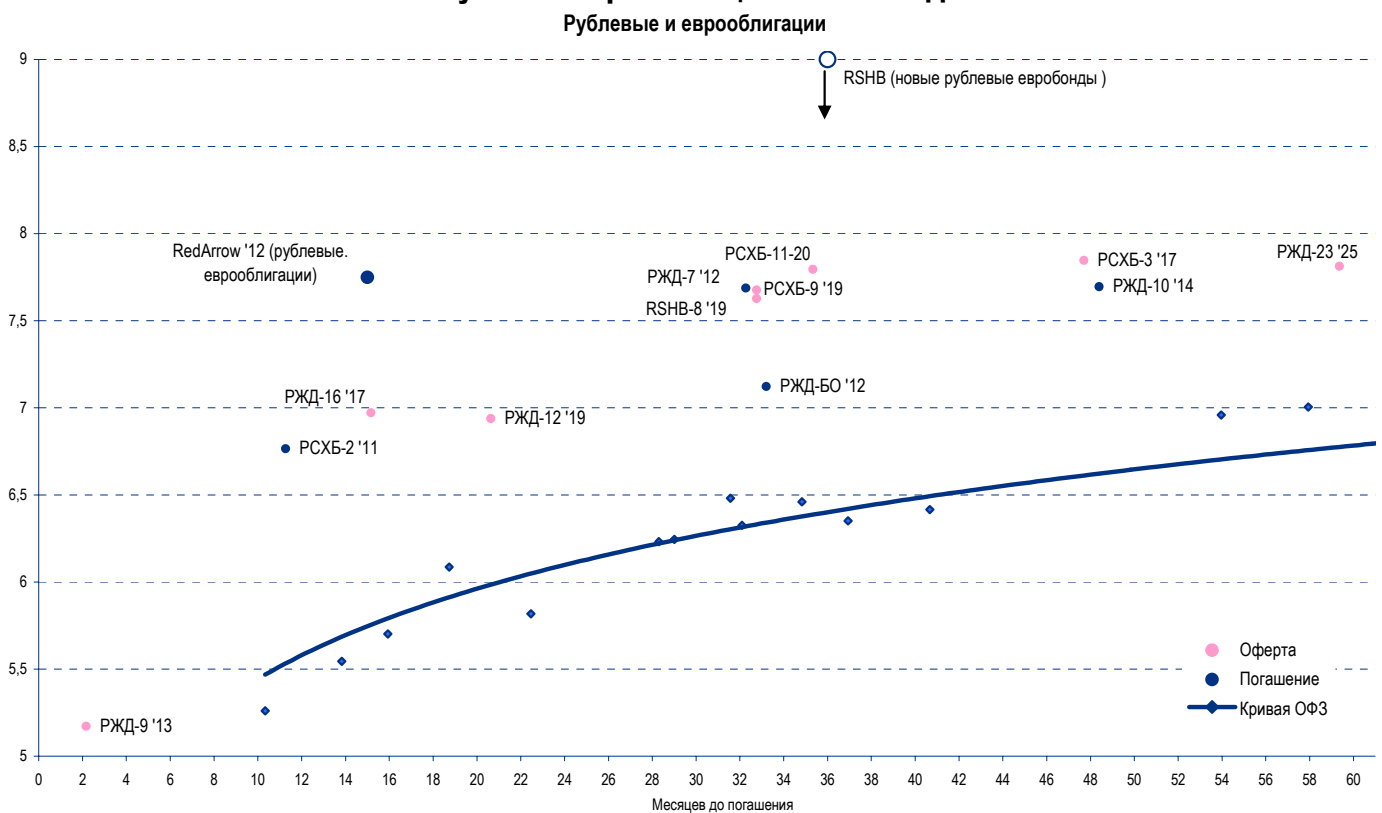
	2007	2008	I н/г 09
Денежные средства	1 383,8	2 853,7	2 884
Валовые кредиты	12 159,7	16 085,7	18 335,5
Чистые кредиты	11 870,6	15 517,6	17 620,9
Кредиты физлицам	1 837,3	2 008,6	1 953,8
Кредиты юрлицам	10 322,4	14 077,1	16 381,7
Резервы на потери по ссудам (РВПС)	289,1	568,0	714,6
Просроченная задолженность	123,1	371,7	-
Средства в банках	66,3	3 323,8	1 876,8
Финансовые активы	776,9	2 329,0	2 628,7
Основн. и немат. активы	281,9	306,5	643
Совокупные активы	14 511,8	24 465,7	25 922
Средства клиентов	3 906,5	5 300,5	7 946
Долговые цен. бум.	5 196,7	6 373,1	7 025
Фондирование в ЦБ	-	3 630,7	1 086
Средства банков	2 495,7	4 709,7	3 963
Капитал	1 377,0	2 324,7	3 713
Чист. проц. доход	666,1	1 067,0	460
Расходы на создание РВПС	(121,8)	(381,4)	(170)
Чист. проц. доход после резервов	544,3	685,6	291
Комиссион. доход	40,5	81,2	37
Доход от опер. с цен. бум. и иностр. вал.	216	(1 373)	(23)
Операционный доход	642,9	787,1	310
Операцион. расходы	(414,3)	(653,1)	(292)
Прибыль до налогов	228,5	134,0	18
Чистая прибыль	170,3	82,5	10
Чистая процентная маржа, %	6,8	6,1	4,1
ЧПМ после резервов, %	5,6	3,9	2,6
Доходн. средних активов, %	1,6	0,4	0,1
Доходность капитала, %	12,4	3,5	0,5
Расходы/Доходы	0,54	0,56	0,61
Чистые кредиты/Депозиты	3,0	2,9	2,2
Чистые кредиты/Совокупн. депозиты	1,9	1,6	1,5
Ликвидн. активы/Совокуп. активы, %	10,7	25,4	18,6
РВПС, % кредитного портфеля	2,4	3,5	3,9
Просроч. задолженность, % (90 дней)	1,0	2,3	-
Капитал/совокупн. активы, %	9,5	9,5	14,3

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

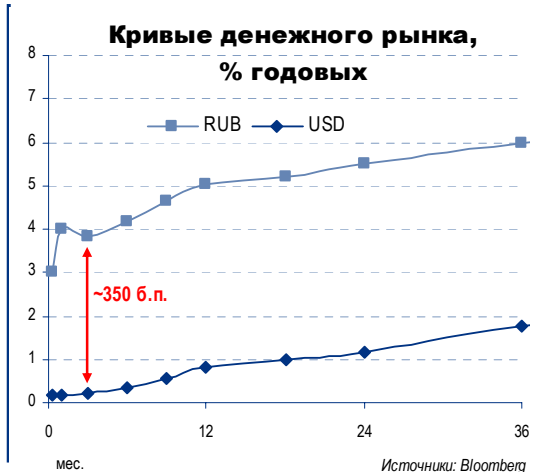
РАЗМЕЩЕНИЕ РУБЛЕВЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ – ЧРЕЗВЫЧАЙНО ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО

изначально устроен РСХБ – банк опирается преимущественно на оптовое фондирование, противовесом чему выступает государственная поддержка. На конец I полугодия РСХБ имел на балансе внушительную сумму денежных средств – 2,9 млрд долл. В состав краткосрочных обязательств РСХБ, подлежащих погашению в 2010 г., входят еврооблигации на сумму 375 млн швейцарских франков с погашением в марте, на 350 млн долл. с погашением в ноябре, еврооблигации с плавающей ставкой объемом 250 млн долл. с погашением в апреле, рублевые облигации серии 6 и 7 (оферты) объемом 10 млрд руб. – в совокупности около 1,1 млрд долл. Эта сумма почти трижды покрывается денежными средствами и эквивалентами на балансе банка. В июле на долю ликвидных активов приходилось 18,6% от их совокупного объема против 25,4% в 2008 г. и 10,7% в 2007 г.

Рублевые еврооблигации РСХБ и РЖД



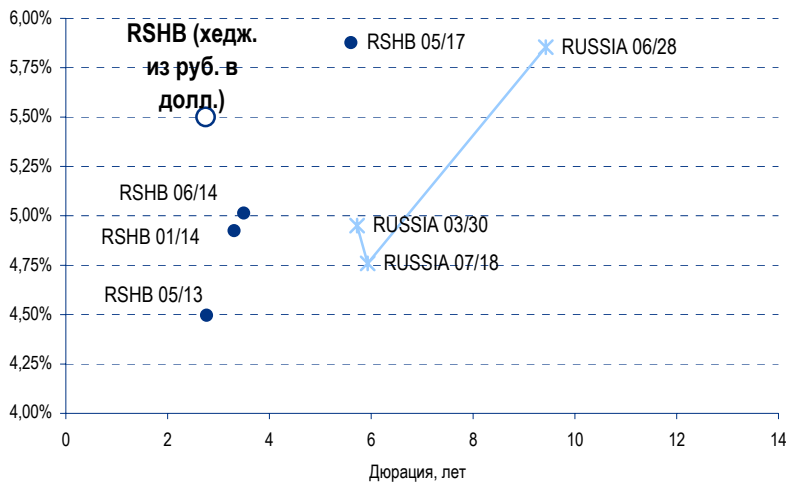
Оценка новых рублевых облигаций. Один из редких примеров рублевых еврооблигаций – обращающийся выпуск RedArrow (BBV/Baa2), который котируется с доходностью примерно 8% к погашению через полтора года. По этой причине на нашем графике рынка рублевых облигаций рублевые выпуски РСХБ находятся на одном уровне с облигациями РЖД, включая RedArrow'12. Предположим для простоты, что новые рублевые еврооблигации РСХБ размещаются с погашением через три года. Пятилетние облигации отличаются только тем, что их справедливая доходность будет приблизительно на 40 б.п. выше (наклон кривой доходностей). Как видно из графика, RedArrow'12 котируется с премией в размере приблизительно 75 б.п. к рублевым облигациям РЖД той же дюрации. Если новые облигации РСХБ будут размещены с доходностью 9%, их премия к обращающимся рублевым облигациям банка составит более 100 б.п. Таким образом, с точки зрения рублевого рынка, новый выпуск



РАЗМЕЩЕНИЕ РУБЛЕВЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ – ЧРЕЗВЫЧАЙНО ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО

представляется весьма привлекательным. Теперь рассмотрим условия хеджирования между долларовыми и рублевыми ставками. Как видно из графика, если хеджировать рублевый риск в доллары при помощи месячных форвардных контрактов, стоимость хеджирования в настоящий момент составит около 350 б.п. Исходя из этого дифференциала, новые рублевые еврооблигации можно разместить на графике долларовых евробондов РСХБ.

Долларовые еврооблигации РСХБ
Рынок еврооблигаций



Источники: Bloomberg

Как видно из графика, синтетическое положение рублевых еврооблигаций, размещаемых на долларовом рынке, предполагает премию в размере около 100 б.п. к собственным долларовым еврооблигациям РСХБ с аналогичной дюрацией (например, RSHB'13). Таким образом, новый выпуск представляется привлекательным и с точки зрения долларовых ставок, даже если рублевый риск хеджируется в доллары.

Позитивный взгляд. Размещаемые рублевые еврооблигации РСХБ представляются нам весьма привлекательными при текущем ориентире доходности – 9%. Более того, они не утратят привлекательности и если будут размещены с доходностью 8,5%. Если срок обращения новой бумага составит не три, а пять лет, то картина не сильно изменится, поскольку уровень 9% останется интересным.

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru
Павел Осташко, ostashkopa@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

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, komovaav@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
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
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень 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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010