

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО, ДЛЯ ЧЕГО ЕСТЬ ОСНОВАНИЯ

Первичное размещение рублевых облигаций

Новый выпуск биржевых бумаг. В пятницу, 25 июня, в ходе аукциона на ММВБ основной российский актив группы Societe Generale, Росбанк (BB+/Baa3/BBB+), планирует предложить инвесторам выпуск биржевых облигации первой серии объемом 5 млрд руб. с двухлетней офертой. Организаторы выпуска ориентируют инвесторов на диапазон доходности 8–8,5%, что выглядит очень привлекательно для эмитента с рейтингами инвестиционного уровня, однако мы вынуждены отметить, что для такой щедрости есть основания: отчетность банка за 2009 г. показала значительный убыток, а также низкую достаточность собственного капитала.

Сокращение активов и рост резервов. По итогам 2009 г. валовой кредитный портфель Росбанка сократился почти на 18%, или на 2,2 млрд долл., – до 9,9 млрд долл. на конец года, что, конечно, вполне вписывается в общую тенденцию в банковской системе РФ. Вместе с тем в 2008 г. Росбанк не успел нарастить резервы невозможные потери по судам (как это сделал, например, Альфа-Банк), в результате чего практически весь удар от роста просрочки пришелся у Росбанка на 2009 г. Если в декабре 2008 г. резервы по ссудам составляли 6,5% валового кредитного портфеля банка (в 2007 – 5,9%), то к концу 2009 г. доля резервов выросла почти до 15%, а в абсолютном выражении созданные резервы увеличились на 693 млн долл., что с учетом списания плохих кредитов привело к учету потерь от плохих активов в отчете о прибылях и убытках в размере 846 млн долл. в сравнении с 332 млн. в 2008 г.

Процентная маржа под давлением. Одновременно с ростом затрат на резервирование в 2009 г. Росбанк столкнулся со снижением чистой процентной маржи, которая по итогам года составила 5,5% против 8% годом ранее – по причине того, что банкам пришлось оперативно пересматривать в сторону повышения ставки по депозитам, тогда как наращивать ставки по кредитам при сокращении портфелей было труднее. Помимо этого, уменьшение масштабов бизнеса при наличии постоянных издержек привело к заметному росту отношения Затраты/Доходы, которое в случае Росбанка составило в 2009 г. 66% в сравнении с 51% у Альфа-Банка и 43% у МДМ-Банка. В итоге чистый убыток Росбанка за год достиг 453 млн долл., что уже совсем нельзя назвать копейками.

Убытки поедают капитал. Из-за убытков собственный капитал Росбанка по итогам 2009 г. сократился на 380 млн долл., или на 25%, в результате чего отношение Собственный капитал/Активы снизилось до 7,2% с 8,6% в 2008 г. и 10% в 2007 г. С нашей точки зрения, дальнейшее снижение капитала Росбанка является недопустимым, даже учитывая, что 64,7% акций банка контролируются французской группой Societe Generale. Мы все помним, какую дыру в балансе группы пробил всего лишь один сотрудник (Жером Кервьель), да и на фоне долговых проблем еврозоны еще

Параметры выпуска

Эмитент	ОАО АКБ "Росбанк"
Рейтинг	BB+/Baa3/BBB+
Объем	5 млрд руб.
Серия	Б0-1
Срок обращения	3 года
Оферта	2 года
Доходность	8-8,5%

Ключевые параметры Росбанка

Финансовые показатели по МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009
Денежные средства	3 980	3 282	3 357
Валовые кредиты	10 108	12 067	9 911
Резервы на возм. потери по ссудам	(600)	(784)	(1 478)
Чистые кредиты	9 508	11 284	8 434
Задолженность банков	1 757	1 535	2 312
Финансовые активы	764	580	499
Драг. металлы	71	51	22
Основные фонды и нематер. активы	383	430	397
Активы	16 613	17 379	15 366
Клиентские средства	11 554	10 678	11 194
Долговые ценные бумаги	1 793	510	605
Субординированный долг	272	520	515
Средства ЦБ	-	2 608	541
Задолженность перед банками	995	1 241	1 222
Собственный капитал	1 665	1 493	1 111
Чистый процентный доход	653	1 069	740
Резервы на возможные потери по ссудам	(161)	(333)	(846)
Чистый процентный доход после резервов	492	736	(106)
Комиссионный доход	203	201	141
Доход от операций с ценными бумагами и валютой	28	47	41
Операционная прибыль	922	869	101
Операционные расходы	(600)	(766)	(621)
Прибыль до налогов	322	103	(520)
Чистая прибыль	241	25	(453)
ЧПМ, %	6	8	6
ЧПМ после резервов, %	4	5	(1)
Доходность средних активов, %	2	0	(3)
Доходность капитала, %	14	2	(41)
Затраты/Доходы	1	1	1
Чистые кредиты/Клиентские депозиты	1	1	1
Доля ликвидных активов, %	35	28	37
Резервы/Валовые кредиты	6	6	15
Собственный капитал/Совокупные активы	10	9	7

Источники: ММВБ

не совсем понятно, кто кому будет вынужден помогать в ближайшем будущем – SocGen Росбанку или наоборот. Если же говорить серьезно, похоже, что французы пока отложили решение «капитального» вопроса о Росбанке до предстоящего объединения российских активов Societe Generale, которое должно произойти на базе Росбанка.

Теперь о хорошем: ликвидность очень высока. Хотя вследствие недостатка капитала Росбанк обладает низкой способностью к абсорбции убытков, он, безусловно, великолепно справляется с обслуживанием своих текущих обязательств. К концу 2009 г. объем ликвидных активов на балансе Росбанка достиг 5,7 млрд долл., или 37% суммарных активов (в сравнении с 28% годом ранее). Ликвидные активы включают 3,3 млрд долл. денежных средств, при этом объем выпущенных долговых бумаг (даже вместе с субординированным долгом и долгом перед ЦБ) составляет сейчас лишь 1,6 млрд долл. Отношение чистых кредитов к депозитам составляло на конец года лишь 0,8, что значительно ниже среднего значения по системе, составляющего приблизительно единицу. Что касается финансирования со стороны ЦБ РФ, Росбанк, как и многие другие банки, освобожден от него в 2009 г., погасив почти 80% всей задолженности. Субординированный долг Росбанка не имеет никакого отношения к государству, поскольку целиком предоставлен структурами Societe Generale.

Так чем же Росбанк отличается от Межпромбанка? Нам показалось интересным качественно сравнить Росбанк с единственным российским банком, который сейчас можно отнести к числу терпящих бедствие (по крайней мере, судя по котировкам обращающихся бондов). Две кредитных организации оказались в абсолютно противоположных концах спектра банковской вселенной. Так, Межпромбанк в 2009 г. показывал низкий объем просроченной задолженности и наращивал активы, тогда как Росбанк сокращал активы и показал высокий уровень NPL. У Росбанка мало капитала, а у МПБ достаточность собственных средств превосходила в октябре 2009 г. 30%. Межпромбанк столкнулся в 2010 г. с недостатком ликвидности, а у Росбанка сверхликвидный баланс. Росбанк активно гасил в 2009 г. задолженность перед ЦБ, тогда как МПБ только наращивал ее. В общем, два более отличающихся друг от друга банка просто трудно найти.

Ключевые финансовые показатели отдельных российских банков

Росбанк в сравнении с другими банками

	Рейтинг	Стандарт	Активы, млн долл.	ЧПМ, %	Затраты/ Доходы	Доходность активов, %	Кредиты/ Депозиты	Капитал I уровня, %	Резервы/Кредиты, %
	(S/M/F)								
2008	Альфа-Банк	МСФО	27 052	6,6	0,4	0,9	1,6	7,9	6,2
	Банк С.-Петербург	МСФО	7 400	7,2	0,4	1,8	1,0	8,7	3,9
	Кредит Европа Банк	МСФО	2 313	12,2	0,5	2,2	6,1	17,1	5,5
	ХКФБ	МСФО	3 892	27,0	0,5	4,1	7,7	18,2	10,7
	МДМ	МСФО	11 291				1,7	12,5	5,9
	Промсвязьбанк	МСФО	15 843	8,1	0,5	0,5	1,3	8,7	5,7
	Ренессанс Кредит	МСФО	2 204	20,2	0,5	3,0	5,4	19,0	5,2
	Росбанк	МСФО	17 379	8,0	0,6	0,1	1,1	8,6	6,5
	Русский стандарт	МСФО	7 713	22,8	0,5	3,7	7,3	17,1	5,6
2009	Альфа-Банк	В+/Ba1/BB-	21 646	5,1	0,5	0,3	1,0	12,5	10,1
	Банк С.-Петербург	Ba3	7 844	5,0	0,3	0,3	0,9	10,7	9,1
	Кредит Европа Банк	Ba3/BB-	2 311	8,2	0,4	2,1	2,2	18,2	7,3
	ХКФБ	В+/Ba3	3 212	22,8	0,4	4,6	4,3	27,8	13,1
	МДМ	В+/Ba2/BB-	13 411	6,5	0,4	(0,4)	1,2	15,3	15,7
	Промсвязьбанк	B/Ba2/B+	15 688	6,7	0,4	(0,1)	0,9	8,1	12,7
	Ренессанс Кредит	B-/B1/CCC	1 436	12,5	0,7	(8,1)	4,3	22,0	15,2
	Росбанк	BB+/Baa3/BBB+	15 366	5,5	0,7	(2,8)	0,8	7,2	14,9
	Русский стандарт	В+/Ba3/B+	4 665	12,8	0,7	(2,3)	3,5	21,1	9,2

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

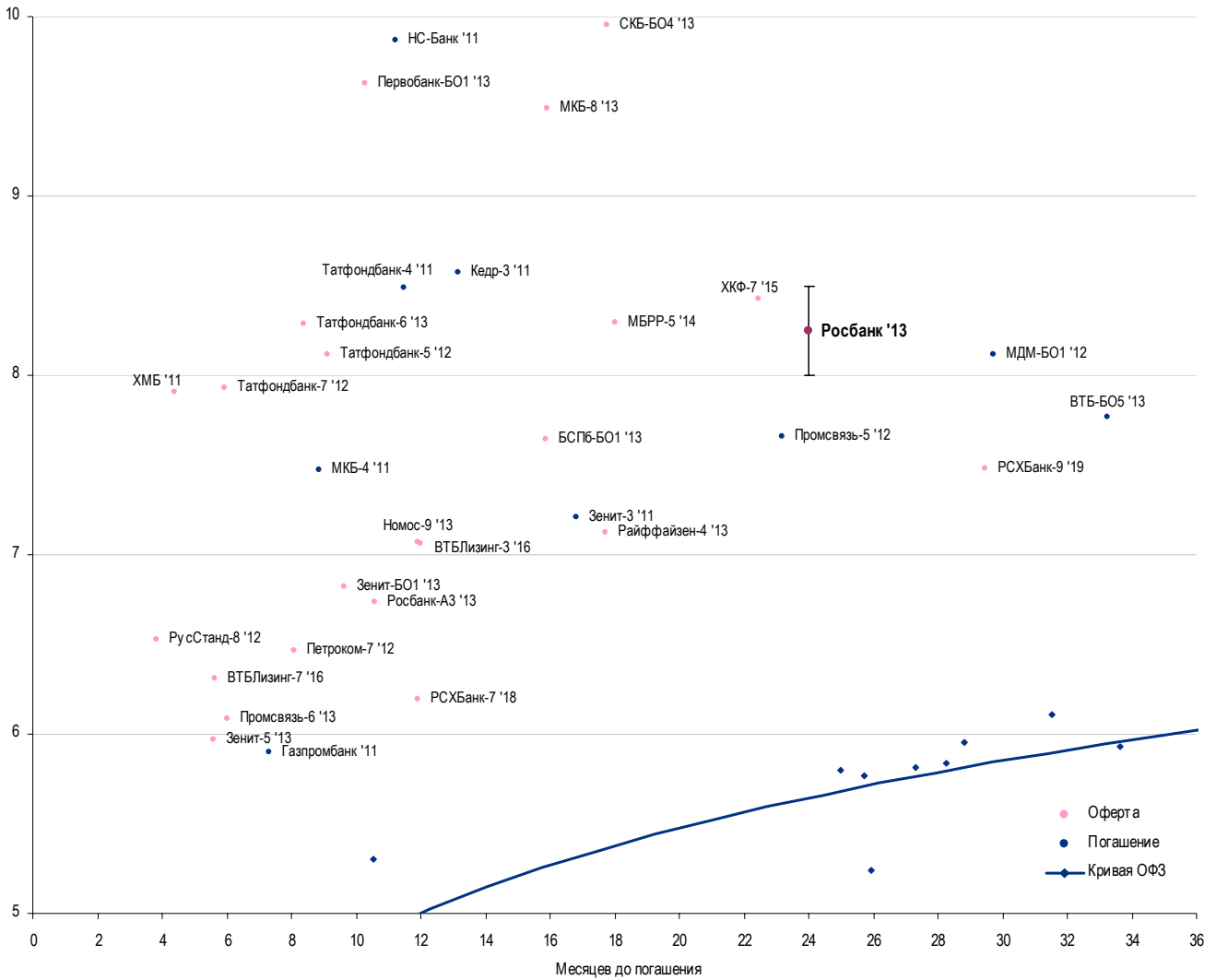
Наш взгляд на размещение: и хочется, и колется. С чисто формальной точки зрения отчетность Росбанка за 2009 г. производит отрицательное впечатление: такими вещами, как большие убытки и недостаток капитала, не шутят. С другой стороны, низкий уровень капитализации компенсируется в случае Росбанка наличием сильного контролирующего акционера, а убытки в 2010 г. должны с большой вероятностью если не превратиться в прибыль, то хотя бы сойти на нет вследствие общей тенденции к замедлению роста плохих кредитов в российской экономике. Тем временем текущая кредитоспособность Росбанка не вызывает сомнений по причине высокой ликвидности баланса – у банка столько наличности, что в других условиях его можно было бы заподозрить в намерении кого-то купить. Именно этот факт позволил банку сохранить кредитные рейтинги на высоком уровне в 2009 г., причем прогноз изменения рейтинга Moody’s в настоящее время даже положителен. В результате, собрав нашу аналитическую волю в кулак, мы все же констатируем, что положительные стороны этого интересного размещения (которые, конечно, включают и привлекательную доходность) пере-

шивают в наших глазах потенциальные риски, и мы советуем инвесторам проявить благосклонность к новому выпуску. Являясь эмитентом инвестиционного уровня, Росбанк предлагает сейчас доходность, аналогичную той, с которой торгуются банки категории «ВВ», и все это из-за слабой отчетности 2009 г., которая быстро становится фактом прошлого, сменяясь данными текущего года – они с большой долей вероятности будут заметно лучше.

Когда настоящий комментарий готовился к публикации, поступила информация, что Росбанк решил увеличить объем предложения вследствие хорошего спроса на новый выпуск.

Доходность привлекательна

Некоторые рублевые банковские облигации



Источник: ММВБ, данные на 22 июня

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, taveggjac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karповаam@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

Сопровождение проектов

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

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикина, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@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, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevmm@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/Перевод

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@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

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010