

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Банк размещает биржевые облигации на 10 млрд руб.

Активный участник первичного рынка. Россельхозбанк (РСХБ) 1 сентября намерен вернуться на долговой рынок с выпуском биржевых облигаций серии БО-05 объемом 10 млрд руб. Примечательно, что выпуск будет достаточно коротким (предусмотрена оферта через два года) по сравнению с большинством размещавшихся в последнее время выпусков государственных и квазигосударственных эмитентов. Ориентир по ставке купона составляет 7,0–7,5%, что соответствует доходности в диапазоне 7,12–7,64%. В нынешнем году банк уже дважды выходил на рынок, разместив в феврале облигации на 10 млрд руб. с трехлетней офертой, а в марте – рублевые еврооблигации на 30 млрд руб. также сроком на три года, и оба размещения вызвали у инвесторов большой интерес. Книгу заявок по данному выпуску предполагается закрыть в понедельник, и мы ожидаем, что эти бумаги также будут пользоваться высоким спросом.

Стратегический актив для государства. РСХБ служит основным механизмом, посредством которого государство осуществляет программу помощи сельскому хозяйству. Суть деятельности РСХБ состоит в кредитовании юридических и физических лиц в сельской местности. Если кредит выдается в рамках государственной программы развития агробизнеса, то заемщик может рассчитывать на субсидирование государством процентных платежей в размере две трети ставки рефинансирования ЦБ. РСХБ находится в 100-процентной собственности федерального правительства и занимает четвертое место в российской банковской системе по размеру активов после Сбербанка, ВТБ и Газпромбанка. К объявленным не так давно планам приватизации РСХБ мы пока относимся скептически, поскольку сельхозпроизводителям, пострадавшим в нынешнем году от неблагоприятных погодных условий, в ближайшие год-два явно понадобится существенная помощь, и пока сложно придумать более подходящий способ ее предоставления, чем льготные кредиты РСХБ.

Ключевые моменты финансового состояния банка. Последний раз РСХБ представлял консолидированную отчетность по итогам 2009 г. Несмотря на то что в прошедшие сначала года восемь месяцев был отмечен ряд улучшений в российской банковской системе, мы будем основывать свой анализ финансового положения банка на относительно старых (но более полных) данных, держа в уме положительные тенденции в секторе. В целом наш взгляд на кредитный профиль РСХБ, который необходимо оценивать, учитывая специфику деятельности банка, достаточно позитивный.

Положительные аспекты кредитного профиля РСХБ:

- Не прекращавшийся даже в кризис рост кредитного портфеля, валовая величина которого увеличилась на 99,8 млрд руб. в I полугодии 2009 г. и на 45,8 млрд руб. – во втором. Значительные объемы дополнительного финансирования,

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО «Россельхозбанк»
Кредитный рейтинг	NR/Baa1/BBB
Серия облигаций	БО-05
Объем	10 млрд руб.
Дата размещения	1 сентября 2010 г.
Срок обращения	3 года
Купон	полугодовой
Оферта	2 года
Закрывание книги заявок	30 августа 2010 г.
Ориентир по ставке купона	7,0–7,5% (УТР 7,12–7,64%)

Ключевые финансовые показатели Россельхозбанка, млн руб.

МСФО	2008	6М09	2009
Чистые проц. доходы	26 562	15 238	35 077
Чистые комис. доходы	2 020	1 211	2 755
Доходы от операций с ц.б.	(901)	(214)	444
Доходы от операций с деривативами	32 066	4 372	(3 642)
Д-ды от опер. с иностр. валютой	259	(970)	472
Д-ды от переоценки ин. вал.	(32 106)	(5 889)	(2 515)
Сумм. операц. доходы	29 089	15 880	34 260
Операционные расходы	(16 259)	(9 668)	(19 999)
Резервы	(9 495)	(5 622)	(13 421)
Чистая прибыль	3 335	336	840
Денежные средства и эквив.	83 177	89 448	94 958
Средства в банках	96 880	58 202	37 792
Ценные бумаги	37 107	52 049	41 091
Деривативы	30 777	29 469	28 289
Кредиты и авансы клиентам	452 301	546 447	584 407
Основные средства	8 932	19 946	27 446
Прочие активы	3 940	8 314	16 681
Активы	713 114	803 875	830 664
Средства банков	243 102	156 583	192 010
Синдицированные кредиты	10 532	11 139	7 570
Деривативы	4 253	2 169	167
Средства клиентов	154 495	246 424	230 303
Долговые ценные бумаги	185 759	217 847	229 051
Прочие обязательства	1 675	7 470	9 657
Субординированные депозиты	45 540	47 098	46 370
Собственный капитал	67 758	115 145	115 536
<i>Коэффициенты</i>			
Чистая проц. маржа, %	6,1	4,5	4,7
ROAA, %	0,4	0,1	0,1
ROAE, %	3,5	0,7	0,9
Просроч. задолженность*, %	2,3	-	4,3
Норма резервирования, %	3,5	3,9	4,9
Капитал/активы, %	9,5	14,3	13,9
Кредиты/депозиты	2,9	2,2	2,5
Расходы/доходы, %	55,9	60,9	58,4

* Кредиты, просроченные более чем на 90 дней.

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Банк размещает биржевые облигации на 10 млрд руб.

которое, как мы ожидаем, будет необходимо сельхозпроизводителям в ближайшие годы, будут поддерживать дальнейший рост портфеля, и, если потребуется, он может быть профинансирован дополнительными вливаниями средств от государства.

- Низкая доля просроченной задолженности (4,3% по кредитам, просроченным более чем на 90 дней). В первую очередь это может быть обусловлено тем, что значительная часть кредитов банка субсидируется государством. Негативные последствия засухи, скорее всего, повлекут за собой рост просрочки, однако консервативная политика резервирования и тот факт, что часть обязательств по обслуживанию кредитов банка берет на себя государство, должны ограничить их воздействие на финансы РСХБ.
- Накопленные банком резервы на 113,6% покрывают задолженность, просроченную более чем на 90 дней, что дает РСХБ определенный запас прочности.
- Комфортный уровень капитализации при отношении собственного капитала к совокупным активам на уровне 13,9%. Важно отметить, что при необходимости государство может предпринять дополнительные вливания в капитал РСХБ, – это и было сделано в 2008–2009 гг., когда уставный капитал был увеличен суммарно на 76,5 млрд руб., а в начале февраля банк осуществил допэмиссию акций на 825 млн руб.

Негативные аспекты кредитного профиля РСХБ:

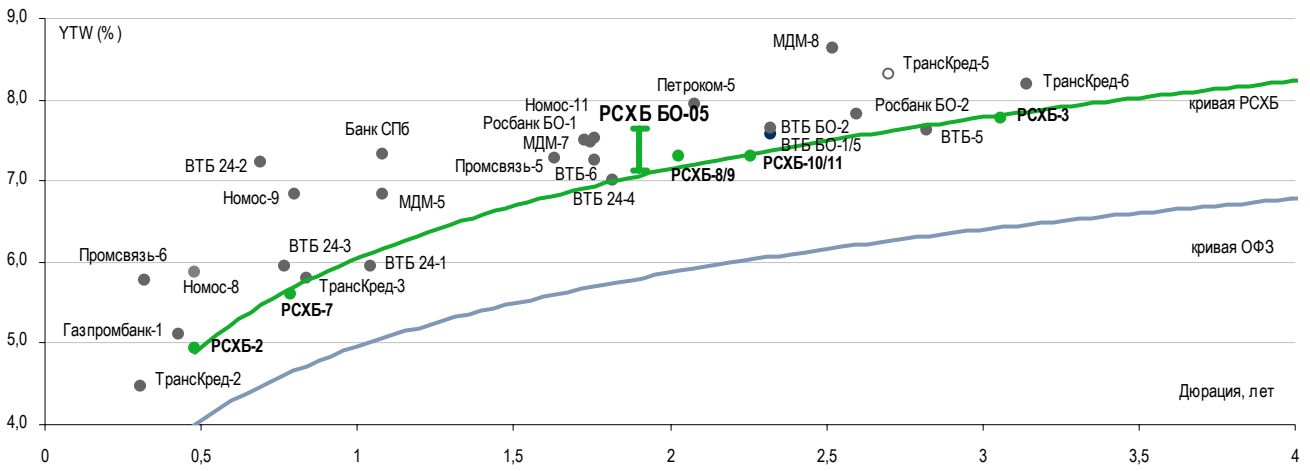
- Крайне низкая операционная эффективность при отношении Расходы/Доходы на уровне 58,4%. Даже несмотря на некоторое улучшение относительно I полугодия 2009 г. (-2,5 п.п.), растущие операционные расходы будут оказывать давление на чистую прибыль банка.
- Низкий уровень чистой процентной маржи (ЧПМ). Хотя ЧПМ начала восстанавливаться после снижения в период кризиса, связанного с увеличившимися неплатежами по кредитам, с одной стороны, и подорожавшим фондированием – с другой, в абсолютном выражении она пока далека от уровня 2007 г. (6,8%). Очевидно, что стоимость фондирования для банка постепенно снижается, однако позитивный эффект от этого будет нивелирован ожидающимся вследствие засухи ростом просроченных процентов по кредитному портфелю.
- Значительная доля оптового фондирования в обязательствах банка (31,3%, или 224 млрд руб.). При этом запас ликвидных активов (денежные средства и ценные бумаги) составляет лишь 164,3 млрд руб. Мы не сомневаемся в способности банка привлечь рефинансирование на погашение своих обязательств, однако частый выход на кредитные рынки может отразиться на его стоимости.
- Фактическое отсутствие диверсификации кредитного портфеля по секторам экономики (64% портфеля составляют кредиты, выданные напрямую сельхозпроизводителям, остальное – кредиты связанным с ними предприятиям, а также физическим лицам, имеющим личные подсобные хозяйства). Но это данность, обусловленная спецификой деятельности банка, поэтому трудно ожидать положительных изменений в структуре его кредитного портфеля.

Предлагаемая доходность выглядит привлекательно даже по нижней границе ориентира. По нашей оценке, дюрация нового выпуска составит 1,9 года. Этому сроку на кривой текущих выпусков РСХБ соответствует доходность 7,06%, тогда как ориентир по доходности находится в диапазоне 7,12–7,64%. Таким образом, предложение выглядит привлекательным даже при нынешних не слишком благоприятных рыночных условиях. Также, на наш взгляд, дополнительный спрос на облигации обеспечит то, что срок до оферты составит только два года, тогда как большинство крупных компаний с инвестиционным и не только рейтингом размещает в последнее время минимум трехлетние бонды.

См. график на следующей странице.

Предложение привлекательно по нижней границе ориентира по доходности

Доходности рублевых банковских облигаций (котировки действительны на 25 августа)



Источник: 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 Сонюшкина, 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 Мырскова, myrsikovav@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

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
Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovv@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

Редактирование/Перевод

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

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@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 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