

КОРОЧЕ И ДЕШЕВЛЕ

Банк размещает биржевые облигации на 10 млрд руб.

Возвращение после недолгой паузы. В пятницу Россельхозбанк (РСХБ) открыл книгу заявок на участие в размещении выпуска биржевых облигаций серии БО-06 объемом 10 млрд руб. Размещение на ММВБ запланировано на 2 ноября. В последний раз эмитент выходил на первичный рынок в сентябре, когда разместил два выпуска рублевых бондов на общую сумму 15 млрд руб. с купоном 7,2% к оферте через два года. На этот раз срок будет еще короче – по выпуску предусмотрена полуторалетняя оферта, но и ориентиры по ставке купона ниже – 6,6–6,8%. По всей видимости, банк решил воспользоваться высокой ликвидностью на внутреннем рынке, чтобы занять как можно дешевле, пожертвовав срочностью долга. Наверное, при отсутствии глобального негатива на рынках (как во второй половине 2008 г. – 2009 г.) такая стратегия оправдана, поскольку у государственного банка в любом случае не должно возникать проблем с привлечением финансирования (вопрос только в его стоимости).

Ключевые моменты финансового состояния банка. РСХБ – не новичок на долгом рынке, и мы уже подробно описывали деятельность банка в наших обзорах, посвященных предыдущим первичным размещениям РСХБ. Свое мнение относительно последней консолидированной отчетности банка – за I полугодие нынешнего года – мы представили в специальном обзоре от 15 октября (см.: http://st.finam.ru/ipo/comments/_101015_FI_RSHB_1H10%20Review.pdf).

Отметим ключевые особенности кредитного профиля РСХБ.

- Не прекращавшийся даже в кризис рост кредитного портфеля, валовая величина которого увеличилась на 145,6 млрд руб. в 2009 г. и на 80 млрд руб. в I полугодии 2010 г. Тот факт, что РСХБ является проводником государственной программы развития агробизнеса (это дает право заемщикам рассчитывать на субсидирование процентных платежей в размере двух третей от ставки рефинансирования ЦБ), будет и дальше поддерживать рост кредитования.
- Хорошая ликвидность баланса банка при доле ликвидных активов (денежные средства и ценные бумаги) в 14,5% (124,8 млрд руб.). Это с запасом покрывает обязательства банка по погашению облигаций не только в нынешнем, но и в следующем году. Кроме того, РСХБ постепенно улучшает структуру фондирования и довел долю средств клиентов в обязательствах до 42,4% – приличный, на наш взгляд, показатель, учитывая специфику деятельности РСХБ.
- Чистая процентная маржа (ЧПМ), постепенно приближающаяся к предкризисной (6,8% в 2007 г., 6,2% – в I полугодии 2010 г.) под влиянием снижающейся стоимости фондирования.

Информация о выпуске

Эмитент	ОАО «Россельхозбанк»
Кредитный рейтинг	NR/Baa1/BBB
Серия облигаций	БО-06
Объем	10 млрд руб.
Дата размещения	2 ноября 2010 г.
Срок обращения	три года
Купон	полугодовой
Оферта	полтора года
Закрытие книги заявок	29 октября 2010 г.
Ориентир по ставке купона	6,6-6,8% (УТР 6,71-6,92%)

Ключевые финансовые показатели Россельхозбанка, млн руб.

МСФО	2008	6M09	2009	6M10
Чистые проц. доходы	26 562	15 238	35 077	23 551
Чистые юмисс. доходы	2 020	1 211	2 755	1 262
Доходы от операций с ц. б.	(901)	(214)	444	580
Доходы от операций с дериват.	32 066	3 194	(3 642)	1 600
Д-ды от опер. с иностр. валютой	259	208	472	92
Д-ды от переоценки ин. вал.	(32 106)	(5 889)	(2 515)	(3 326)
Сумм. операц. доходы	29 089	15 880	34 260	24 578
Операционные расходы	(16 259)	(9 668)	(19 999)	(11 400)
Резервы	(9 495)	(5 622)	(13 421)	(12 909)
Чистая прибыль	3 335	336	840	163
Денежные средства и эквив.	83 177	89 448	94 958	62 855
Средства в банках	96 880	58 202	37 792	40 484
Ценные бумаги	37 107	52 049	41 091	40 441
Деривативы	30 777	29 469	28 289	21 503
Кредиты и авансы клиентам	452 301	546 447	584 407	652 465
Основные средства	8 932	19 946	27 446	27 562
Прочие активы	3 940	8 314	16 681	16 070
Активы	713 114	803 875	830 664	861 380
Средства банков	243 102	156 583	192 010	108 207
Синдцированные кредиты	10 532	11 139	7 570	-
Деривативы	4 253	2 169	167	93
Средства клиентов	154 495	246 424	230 303	315 799
Долговые ценные бумаги	185 759	217 847	229 051	267 688
Прочие обязательства	1 675	7 470	9 657	6 269
Субординированные депозиты	45 540	47 098	46 370	47 043
Собственный капитал	67 758	115 145	115 536	116 281
Коэффициенты				
Чистая проц. маржа, %	6,1	4,5	4,7	6,2
ROAA, %	0,4	0,1	0,1	0,0
ROAE, %	3,5	0,7	0,9	0,3
Просроч. задолженность*, %	2,3	-	4,3	-
Норма резервирования, %	3,5	3,9	4,9	6,2
Капитал/активы, %	9,5	14,3	13,9	13,5
Кредиты/депозиты	2,9	2,2	2,5	2,1
Расходы/доходы, %	55,9	60,9	58,4	46,4

* Кредиты, просроченные более чем на 90 дней.

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Банк размещает биржевые облигации на 10 млрд руб.

- *Положительный эффект от роста ЧПМ нивелируется снижающимся качеством активов*, что, по-видимому, заставило банк начислить в I полугодии 2010 г. резервы (12,9 млрд руб.), по размеру сопоставимые с отчислениями за весь 2009 г. Как следствие, рентабельность капитала и активов РСХБ очень низкая (ROAE – 0,04%, ROAA – 0,28%).
- *Хоть и улучшающая, но все еще низкая операционная эффективность* (отношение Расходы/Доходы на уровне 46,4% в I полугодии 2010 г.), что наравне с высокими расходами на резервирование будет и дальше оказывать давление на чистый итог РСХБ.
- *Фактическое отсутствие диверсификации кредитного портфеля по секторам экономики* (2/3 портфеля составляют кредиты, выданные напрямую сельхозпроизводителям, остальное – кредиты связанным с ними предприятиям, а также физическим лицам, имеющим личные подсобные хозяйства).

Среди рисков, связанных с вложением в долговые обязательства Группы ЛСР, мы выделяем следующие.

- *Большое количество и совокупный номинальный объем (77 млрд руб. на локальном рынке, а также 30 млрд руб. евробондов) уже обращающихся на рынке номинированных в рублях выпусков РСХБ.* Кроме того, существует навес со стороны первичного предложения – у банка зарегистрированы выпуски биржевых облигаций общим объемом 25 млрд руб., которые до конца года эмитент может предложить рынку. Это ставит вопрос достаточности лимитов на эмитента, а также оказывает давление на цены выпусков на вторичном рынке.
- *Невысокая достаточность капитала при отношении Собственного капитала к активам на уровне 13,5% на конец I полугодия.* При этом показываемого банком в последнее время роста чистой прибыли явно не достаточно, чтобы компенсировать увеличение активов (с точки зрения капитализации).
- *Неблагоприятные погодные условия, сложившиеся в России этим летом*, которые поставили многих сельхозпроизводителей, мягко говоря, в затруднительное положение. Это, скорее всего, приведет к тому, что негативная динамика I полугодия с просроченной задолженностью только усугубится.

Очередной взнос в капитал от государства. Однако все описанные выше негативные моменты перекрываются поддержкой, которую государство, как 100-процентный собственник РСХБ, оказывает банку. Так, в пятницу появилась информация, что государство внесет в уставный капитал РСХБ дополнительно 1 млрд руб. Данная мера позволит, по нашим оценкам, увеличить отношение Собственный капитал/Активы до 13,6% с 13,5%. Безусловно, это не много, но в данном случае важен сам факт готовности государства постоянно докапитализировать банк, чтобы он, в свою очередь, мог более активно реализовывать стратегические программы развития аграрного сектора России. Это будет не первый взнос в капитал РСХБ в нынешнем году, в начале февраля банк осуществил допэмиссию акций на 825 млн руб., которая была полностью выкуплена государством, а в течение 2008–2009 г. собственник увеличил уставный капитал РСХБ суммарно на 76,5 млрд руб. Поэтому в целом мы придерживаемся достаточно позитивного взгляда на кредитный профиль РСХБ, который необходимо оценивать, учитывая специфику деятельности банка.

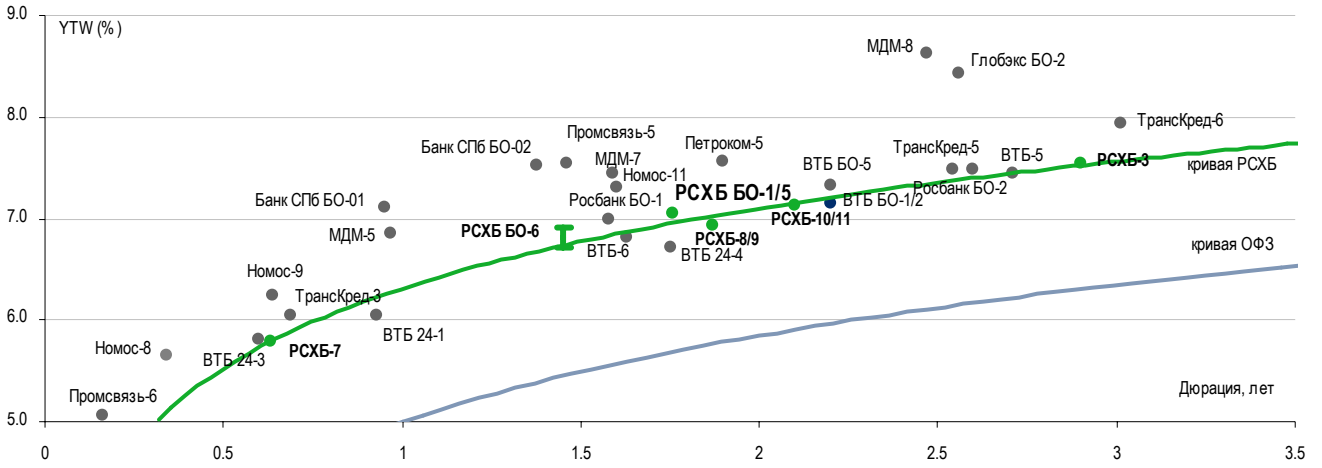
Предлагаемая доходность предполагает небольшую премию к текущей рублевой кривой эмитента. По нашей оценке, дюрация нового выпуска составит 1,45 года. Этому сроку на кривой текущих выпусков РСХБ соответствует доходность 6,74%, тогда как ориентир по доходности находится в диапазоне 6,71–6,92%. Таким образом, при купоне выше 6,6% выпуск будет предлагать небольшую премию к текущей рублевой кривой эмитента. В абсолютном выражении доходности невысоки, но при низких ставках денежного рынка и высокой ликвидности в системе, предложение должно пользоваться спросом со стороны инвесторов. Однако, помимо этого, у РСХБ зарегистрирован еще ряд выпусков биржевых облигаций на общую сумму 25 млрд руб., и при удачном размещении нынешнего выпуска мы не исключаем, что эмитент вскоре может предложить рынку оставшиеся, что окажет давление на обращающиеся бумаги.

См. график на следующей странице.

Банк размещает биржевые облигации на 10 млрд руб.

Предлагаемая доходность дает небольшую премию к текущей рублевой кривой эмитента

Доходности рублевых банковских облигаций (котировки действительны на 22 октября)



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 Союшкина, 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 Мырсикова, myrsikovanv@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 Девятов, 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, pushsds@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
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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@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 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