

ПО СЛЕДАМ МИНФИНА

Банк проводит road-show по размещению рублевых евробондов

Параметры выпуска станут известны позднее. Со 2 по 7 марта Россельхозбанк (РСХБ) будет проводить роуд-шоу среди европейских инвесторов по размещению рублевого выпуска еврооблигаций. Из параметров нового выпуска пока известно лишь, что размещаться он будет по программе Reg S и его объем будет «бенчмарком». Остальные характеристики (в частности, срок, ориентир по доходности и т.д.), по всей видимости, будут определены по результатам встреч с инвесторами.

Начавшийся цикл повышения ставок увеличивает привлекательность рублевых бумаг. Интересно, что банк объявил о начале маркетинга практически сразу, как было завершено размещение суверенного рублевого евробонда. Выбор рубля в качестве валюты заимствования может быть обусловлен начавшимся в прошлую пятницу новым циклом ужесточения кредитно-денежной политики, в результате которого, во-первых, реальная стоимость привлеченных средств для заемщика будет ниже с каждым новым повышением ставок и, во-вторых, вырастет привлекательность рубля для иностранных инвесторов, что позволит эмитенту привлечь с рынка больший объем средств. Согласно прогнозу УРАЛСИБа, на конец 2011 г. ставка рефинансирования в России составит 9,0%, то есть до конца года она будет увеличена еще на 100 б.п. Таким образом, чем раньше эмитент выйдет на долговой рынок, тем ниже сможет зафиксировать ставку купона. Мы не исключаем, что в ближайшем времени многие крупные российские компании последуют примеру Минфина и РСХБ и разместят выпуски еврооблигаций, номинированные в рублях.

Итоги 2010 г. РСХБ – не новичок на долговом рынке, и мы уже подробно описывали деятельность банка в наших обзорах, посвященных его предыдущим первичным размещениям. Наше мнение относительно последней консолидированной отчетности РСХБ – за I полугодие нынешнего года – представлено в обзоре от 15 октября (см.: http://st.finam.ru/ipo/comments/_101015_FI_RSHB_1H10%20Review.pdf).

Отметим основные для РСХБ события и итоги 2010 г.

- **Стабильный рост активов и кредитного портфеля.** За прошлый год, несмотря на крайне низкие темпы роста кредитования в российской банковской системе, активы и кредитный портфель РСХБ (по РСБУ) увеличились на 105 млрд руб. (3,5 млрд долл.) и 117 млрд руб. (3,9 млрд долл.) соответственно. Рост был основан на том, что РСХБ, находясь в 100-процентной собственности государства, является ключевым инструментом реализации программы по развитию российского сельского хозяйства, принятой правительством на 2008–2012 гг. В рамках этой программы из федерального бюджета уже было выделено 551 млрд руб. (22 млрд долл.), и ожидается поступление еще 885 млрд руб.

Информация о выпуске

Эмитент	RSHB Capital S.A.
Заемщик	ОАО «Россельхозбанк»
Кредитный рейтинг	NR/Baa1/BBB
Объем	Benchmark size
Дата размещения	март 2011 г.
Срок обращения	TBD
Формат	Reg S
Сроки роуд-шоу	2-7 марта 2011 г.

Ключевые финансовые показатели Россельхозбанка, млн руб.

МСФО	2008	6M09	2009	6M10
Чистые проц. доходы	26 562	15 238	35 077	23 551
Чистые комисс. 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
Синдицированные 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
<i>Коэффициенты</i>				
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
Просроченная задолженность, %	4,3	-	6,7	8,5
Просроч. задолж. (> 90 дн.), %	2,3	-	4,3	-
Норма резервирования, %	3,5	3,9	4,9	6,2
TCAR, %	15,9	-	20,7	20,7
Д-ть капитала 1-го уровня, %	10,7	-	14,6	14,6
Кредиты/депозиты	2,9	2,2	2,5	2,1
Расходы/доходы, %	55,9	60,9	58,4	46,4

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Банк проводит road-show по размещению рублевых евробондов

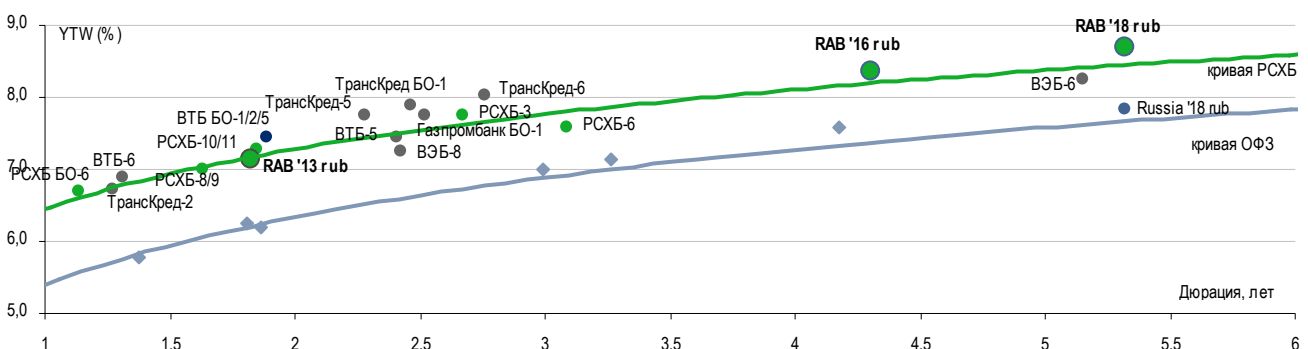
(29,5 млрд долл.) из региональных и местных бюджетов и внебюджетных средств. В рамках данной программы РСХБ в 2010 г. выдал 120 тыс. кредитов на общую сумму 329 млрд руб. (11,2 млрд долл.). На 1 января 2011 г. 84% кредитного портфеля РСХБ составляли сельхозкредиты. Поэтому, пока РСХБ будет сохранять за собой свои текущие функции (о приватизации банка в ближайшей перспективе речи не идет), проблемы стагнации кредитного портфеля перед ним стоять не будет.

- **Внесение государством 1,8 млрд руб. в капитал банка.** В прошлом году государство, как единоличный собственник банка, внесло в капитал РСХБ 1,825 млрд руб. (60 млн долл.). В масштабах банка это, безусловно, немного (порядка 1,5% от собственного капитала РСХБ), однако напомним, что в течение 2008–2009 г. государство внесло в капитал РСХБ 78,5 млрд руб. (2,5 млрд долл.). Это свидетельствует о готовности правительства в случае необходимости докапитализировать банк, с тем чтобы он мог активнее реализовывать стратегические программы развития российского аграрного сектора. Что же касается прошлого года, особой необходимости в докапитализации на тот момент не было: общая достаточность капитала РСХБ на конец I полугодия 2010 г. (по МСФО) составляла 20,7%, достаточность капитала I уровня – 14,6%. Скорее, это был упреждающий шаг в расчете на дальнейшее увеличение активов.
- **Ограниченное влияние летней засухи на качество активов.** Напомним, что после случившейся прошлым летом сильной засухи, лишившей урожая многих сельхозпроизводителей, высказывались серьезные опасения, касающиеся возможности серьезного ухудшения качества активов РСХБ, который является основным кредитором пострадавших компаний. По информации от самого банка, влияние случившегося было ограниченным. Так, кредиты производителям зерна составляют только 7,3% от портфеля РСХБ. Из них вследствие засухи были пролонгированы кредиты на 11,8 млрд руб. (390 млн долл.), или 1,6% портфеля. В качестве своеобразной «защиты» для РСХБ, ограничивающей потери от неплатежей, выступают государственные субсидии производителям, которые могут достигать 100% от ставки рефинансирования. По состоянию на 1 января 2011 г. 58% кредитов в портфеле РСХБ были субсидируемыми. Компании получают субсидии напрямую из бюджетов разных уровней и направляют в банк. Это снижает кредитную нагрузку, ложащуюся на заемщиков, и стимулирует платежную дисциплину, поскольку в случае задержки платежей заемщик больше не сможет претендовать на получение субсидируемых кредитов. Что касается текущего качества активов, то на конец I полугодия 2010 г. доля просроченных кредитов составляла 8,5%. В целом это средний для крупных банков уровень (Сбербанк – 8,6%, ВТБ – 9,5%, Альфа-Банк – 12,1%). Однако минус положения РСХБ относительно прочих банков в том, что у последних доля «просрочки» будет постепенно снижаться, а для РСХБ негативный эффект от летней засухи еще проявится в росте просроченной задолженности в ближайшие полгода-год. В любом случае, мы не думаем, что это будет нести угрозу финансовой устойчивости банка.

Справедливая доходность предполагает премию порядка 87 б.п. к суверенному рублевому евробонду... Срок обращения нового выпуска пока объявлен не был. Если исходить из того, что суверенный бонд был размещен на семь лет, РСХБ вряд ли станет размещать выпуск длиннее. На наш взгляд, наиболее вероятными сроками обращения станут пять или семь лет: на более короткий срок проще разместить «классические» рублевые облигации. Размещенный в марте прошлого года выпуск рублевых еврооблигаций RAB '13 rub торгуется в настоящее время со спредом порядка 111 б.п. к рублевым свопам. Если ориентироваться на данный размер спреда, то, учитывая текущее положение кривой рублевых свопов, минимальной границей по доходности для пятилетнего выпуска должен стать уровень 8,35%, а для пятилетнего – 8,7%. В этом случае премия к выпуску Russia '18 rub составит порядка 87 б.п., что в целом справедливо. С такими доходностями выпуски окажутся на 20–30 б.п. выше текущей кривой рублевых выпусков РСХБ, если ее продлить на более длинный срок (дюрация самого длинного из обращающихся рублевых выпусков РСХБ чуть больше трех лет) – справедливая, на наш взгляд, премия за дюрацию.

Справедливая доходность предполагает премию порядка 87 б.п. к суверенному рублевому евробонду

Доходности рублевых облигаций государственных банков (котировки действительны на 2 марта 2011 г.)



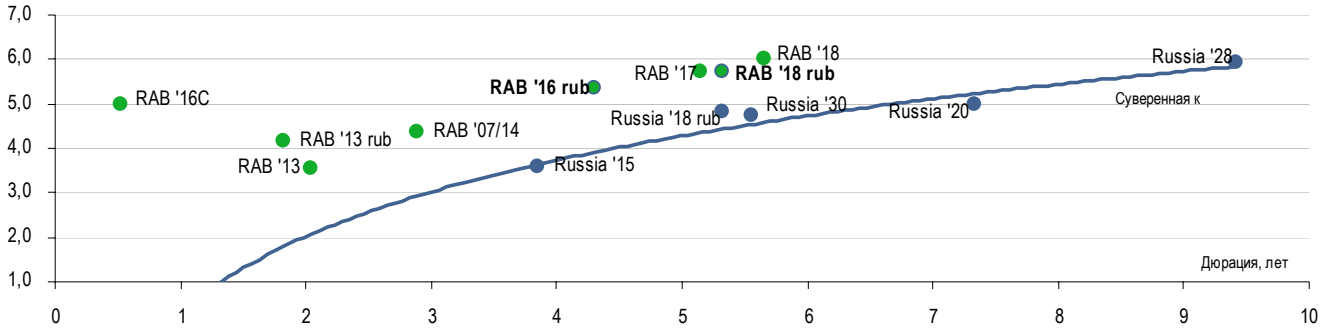
Источник: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Банк проводит road-show по размещению рублевых евробондов

...и практически ложится на кривую долларовых еврооблигаций РСХБ. Стоимость хеджирования между рублевыми и долларовыми ставками с помощью месячных форвардных контрактов в настоящее время составляет порядка 3 п.п. Мы заметили, что при переводе полученной нами справедливой рублевой доходности нового выпуска в долларовую и пяти-летний, и семилетний выпуск практически ровно ложатся на текущую кривую долларовых еврооблигаций РСХБ. Это означает следующее: во-первых, если выпуск будет размещен близко к рассчитанным нами уровням справедливой доходности, значит диспропорции между ставками внутреннего и внешнего рынков постепенно исчезают, по крайней мере для бумаг первого эшелона; и, во-вторых, если в итоге эмитент предложит **большую** доходность, мы рекомендуем участвовать в размещении, поскольку придерживаемся в целом положительного взгляда на финансовый профиль РСХБ.

При переводе рублевой доходности в долларовую выпуски лягут на кривую еврооблигаций РСХБ

Доходности еврооблигаций РСХБ (котировки действительны на 2 марта 2011 г.)



Источник: Bloomberg, 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
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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 Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cwaefer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@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

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 оферта или предложение делать оферты. 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 2011