

МАЛОВПЕЧАТЛЯЮЩИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

Опубликована отчетность за 1 п/г 2011 г. по МСФО

Больше – не значит прибыльнее. Вчера Россельхозбанк (РСХБ) представил сокращенную отчетность за 1 п/г 2011 г., которая выглядит довольно слабо. Отчисления в резервы у банка остаются высокими, чистая процентная маржа ожидаемо снизилась, что на фоне растущих операционных расходов привело к значительному падению чистой прибыли, которая для масштабов банка и так была минимальной. Среди положительных моментов отметим высокий темп прироста активов, в связи с чем для поддержания капитализации государство намерено в очередной раз увеличить капитал РСХБ.

Расходы на резервирование остаются высокими. В представленной отчетности банк не раскрыл величину неработающих кредитов, однако во 2 п/г 2010 г. она, во многом вследствие прошлогодней засухи, увеличилась вдвое до 7,6% от валового портфеля. Кроме того, заметно выросла и доля реструктурированных кредитов (с 3,9% до 9,9%), что неизбежно должно было воспрепятствовать значительному снижению расходов на резервирование. Несмотря на то что в 1 п/г отчисления в резервы снизились на 18,7% (сравнение всех показателей приводится полугодие к полугодью, если не указано иное), они по-прежнему остаются высокими – 12,7 млрд руб. В результате норма резервирования увеличилась на 0,4 п.п. до 8,0%, что косвенно указывает на то, что проблема с качеством активов у РСХБ далека от разрешения. Таким образом, учитывая высокие темпы роста кредитного портфеля банка, которые также требуют от банка создания дополнительных резервов (особенно в свете наращивания доли розничного бизнеса), мы ожидаем, что давление на чистую прибыль в обозримом будущем сохранится.

Чистая прибыль снизилась до минимального уровня. Прошедшее полугодие стало худшим для банка за последние годы в том, что касается полученной чистой прибыли. За 1 п/г 2011 г. РСХБ заработал всего 11 млн руб. – в девятнадцать раз меньше, чем в предыдущем полугодии. Это стало следствием нескольких причин: во-первых, снижения ЧПМ на 1,1 п.п. до 5,6%, что, несмотря на рост кредитного портфеля, привело к снижению чистого процентного дохода на 6,4%; во-вторых, роста операционных расходов на 11,6%; и, в-третьих, сохраняющихся масштабных отчислений в резервы. В результате доходность активов и капитала РСХБ, которая и так была очень низкой, стала практически нулевой. Отношение Расходы/Доходы также ухудшилось, снизившись на 8,4 п.п. до 51,5%. Отдельно отметим растущую долю вложений в финансовые инструменты (9,5% от активов), операции с которыми исторически убыточны для банка (-1,0 млрд руб. в 1 п/г 2011 г.). Учитывая сохраняющуюся волатильность на финансовых рынках, существует риск, что во 2 п/г 2011 г. убыток по этим операциям у РСХБ будет еще больше, чем в 1 п/г.

Ключевые финансовые показатели Россельхозбанка, МСФО, млн руб.

	2009	6М10	2010	6М11
Чистые проц. доходы	35 077	23 551	51 624	26 274
Чистые комисс. доходы	2 755	1 262	2 822	1 755
Доходы от операций с ц.б.	444	580	364	852
Доходы от операций с дер.	(3 642)	1 600	(798)	(12 309)
Д-ды от опер. с иностр.вал.	472	92	289	305
Д-ды от переоценки ин. вал.	(2 515)	(3 326)	(1 737)	10 081
Сумм. операц. доходы	34 260	24 578	52 824	26 428
Операционные расходы	(19 999)	(11 400)	(23 584)	(13 600)
Резервы	(13 421)	(12 909)	(28 507)	(12 686)
Чистая прибыль	251	163	369	11
Денежные средства и эквив.	94 958	62 855	81 010	84 028
Средства в банках	37 792	40 484	34 477	31 347
Ценные бумаги	41 091	40 441	59 098	89 723
Деривативы	28 289	21 503	20 621	12 271
Кредиты и авансы клиентам	584 407	652 465	688 556	799 009
Основные средства	27 446	27 562	25 985	24 986
Прочие активы	16 681	16 070	21 053	31 361
Активы	830 664	861 380	930 800	1 072 725
Средства банков	192 010	108 207	105 578	83 481
Синдицированные кредиты	7 570	-	-	-
Деривативы	167	93	541	3 833
Средства клиентов	230 303	315 799	386 279	503 569
Долговые ценные бумаги	229 051	267 688	267 433	288 429
Прочие обязательства	9 657	6 269	6 826	8 257
Субординированные кредиты	46 370	47 043	46 545	67 304
Собственный капитал	115 536	116 281	117 598	117 762
<i>Коэффициенты</i>				
Чистая проц. маржа, %	4,7	6,4	6,7	5,6
ROAA, %	0,1	0,0	0,0	0,0
ROAE, %	0,9	0,3	0,3	0,0
Просроч. задолженность*, %	4,3	нд.	7,6	нд.
Норма резервирования, %	4,9	6,2	7,6	8,0
Капитал/активы, %	13,9	13,5	12,6	11,0
Кредиты/депозиты	2,5	2,1	1,8	1,6
Расходы/доходы, %	58,4	46,4	44,6	51,5

* Кредиты, просроченные более чем на 90 дней.

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Высокие темпы прироста портфеля. Валовой портфель кредитов за полугодие увеличился на 16,5% до 868,7 млрд руб., то есть рос быстрее, чем у остальных крупных госбанков. При этом розничное кредитование, долю которого банк нарастил до 12,5%, росло опережающими темпами – +28,0% против +17,8% по корпоративному. На наш взгляд, банк сознательно стал больше внимания уделять рознице, стараясь поддержать ЧПМ, однако заметного результата это не принесло, поскольку резервы для снижения стоимости фондирования для РСХБ в 2010 г. были практически исчерпаны. В то же время отметим, что среди крупных универсальных банков РСХБ выделяется одной из самых высоких ЧПМ (выше только у Сбербанка).

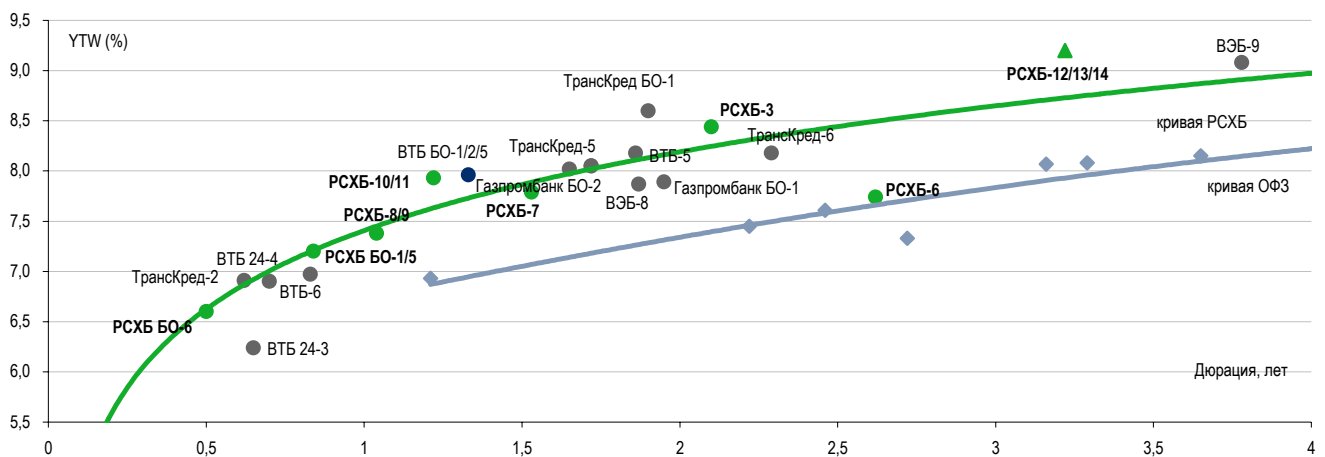
Государство поддержит падающую капитализацию. Активы РСХБ за 1 п/г увеличились на 15,3% что в отсутствие прибыли привело к снижению достаточности капитала первого уровня (если рассчитывать ее путем деления собственного капитала на активы) еще на 1,6 п.п. до 11,0%. Учитывая сохраняющиеся проблемы с качеством активов это совсем невысокое значение, но в данном случае на помощь вновь приходит государство – законопроект об увеличении уставного капитала РСХБ на 40 млрд руб. будет рассмотрен Федеральным собранием в 4 кв. 2011 г., а завершить докапитализацию планируется уже в нынешнем году. Данная мера, по нашим оценкам, позволит увеличить достаточность капитала первого уровня РСХБ до 14,3–14,5%.

Дальнейшее улучшение структуры фондирования. В отчетном периоде банк продолжил работу над улучшением структуры своего фондирования, последовательно снижая зависимость от заимствований на финансовых рынках. Доля средств клиентов увеличилась еще на 4,8 п.п. до 52,3%, а доля долговых ценных бумаг снизилась на 2,7 п.п. до 30,2%. При этом в последнее время банк удлинял срок погашения своих обязательств, размещая более длинные облигации взамен погашенных. Несмотря на довольно высокую долю оптового фондирования в обязательствах, ликвидных активов у РСХБ, по нашим оценкам, достаточно для обслуживания своих обязательств в течение нынешнего и следующего года.

Торговые идеи в выпусках РСХБ отсутствуют. Те локальные рублевые выпуски РСХБ, которые более или менее ликвидны, торгуются в рамках одной кривой и со спредом порядка 100 б.п. к кривой ОФЗ. Что касается еврооблигаций, стоит отметить, что если еще летом рублевые евробонды при переводе доходности в долларовую оказывались примерно на одном уровне с долларовыми бондами, то теперь с ростом ставок NDF они выглядят сильно переоцененными.

Выпуски РСХБ торгуются со спредом в среднем 100 б.п. к ОФЗ

Рублевые облигации государственных банков по состоянию на 26 октября 2011 г.

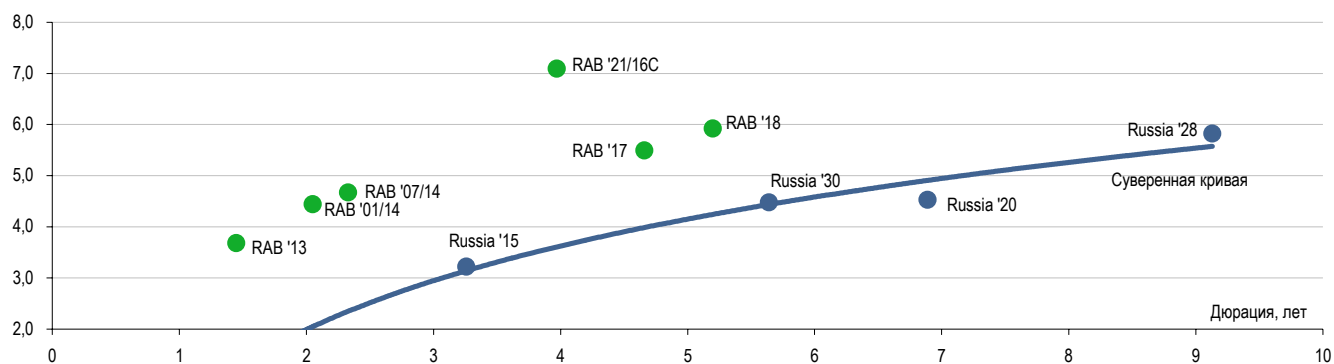


Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

На внешнем рынке облигации банка, как и на внутреннем, торгуются более или менее ровно и со спредами к долларовой свопам порядка 400–420 б.п. Если сравнивать выпуски РСХБ с бумагами других госбанков, то выпуски Сбербанка вполне заслуженно – ввиду более устойчивого финансового профиля – торгуются с дисконтом к ним порядка 50–60 б.п. В то же время бумаги ВТБ предлагают премию, размер которой по отдельным выпускам доходит до 70 б.п. Поскольку мы считаем финансовый профиль ВТБ (который, как показала практика, в не меньшей степени может рассчитывать на господдержку) как минимум не слабее, чем у РСХБ, то рекомендуем переключаться из бондов РСХБ в ВТБ при наличии возможности приобретать выпуски эмитента с долей государства в капитале менее 100% и не включенные в индекс EMVI. Лучшими вариантами среди них мы считаем ВТБ '18/13 (YTP 4,52%) и ВТБ '35/15 (YTP 5,93%).

Евробонды РСХБ неинтересны

Еврооблигации РСХБ по состоянию на 26 октября 2011 г.



Источники: 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

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, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@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
Ольга Степаненко, stepanenkkooa@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 Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@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