

СНОВА НЕ СЛИШКОМ ВПЕЧАТЛЯЮЩИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

Отчетность за 2 п/г 2011 г. по МСФО

Немного лучше, чем в 1 п/г. В субботу Россельхозбанк (РСХБ) представил отчетность за 2 п/г 2011 г. по МСФО, которая, хоть и отразила некоторые улучшения относительно 1 п/г, выглядит довольно слабо. Отчисления в резервы остаются высокими, чистая процентная маржа продолжила снижаться, из-за чего, как и в прошлом полугодии, банк смог получить лишь минимальную прибыль. Среди положительных моментов отметим небольшое улучшение качества кредитного портфеля и рост капитализации как следствие осуществленного государством взноса в капитал банка.

Несмотря на некоторое улучшение, качество активов остается невысоким. По итогам 2011 г. РСХБ удалось снизить долю «просрочки» с 7,6% до 7,3%, тем не менее в абсолютном выражении объем кредитов, просроченных более чем на 90 дней, увеличился на 15 млрд руб. до 71,5 млрд руб. Кроме того, доля реструктурированных кредитов выросла до 12,3% с 9,9% в 1 п/г и 3,9% на начало 2011 г., что косвенно свидетельствует о сохраняющихся у банка проблемах с качеством выданных кредитов. Норма резервирования за год повысилась на 0,1 п.п. до 7,7%, но упала на 0,3 п.п. относительно 1 п/г, при этом коэффициент покрытия просрочки резервами на отчетную дату составлял 106,1%. Учитывая вышесказанное, в ближайшие годы рассчитывать на роспуск резервов банку не приходится.

Досоздание резервов и растущие расходы съедают прибыль банка. Как положительный факт отметим снижение стоимости риска во 2 п/г до 2,1% с 3,1% в 1 п/г. Тем не менее в целом за 2011 г. расходы на создание резервов у РСХБ были довольно существенными и составили 22,6 млрд руб. Чистая процентная маржа снизилась, по нашим оценкам, до 5,1% с 5,6% в 1 п/г, что на фоне роста кредитного портфеля позволило нарастить чистые процентные доходы лишь на 4,1%. Динамика комиссионных доходов была не в пример лучше (+39,5%), что объясняется расширением розничного сегмента, однако их вклад в совокупные операционные доходы пока невелик (9,5%). Кроме того, обладая внушительным запасом ценных бумаг на балансе (144,8 млрд руб., или 11,3% активов), РСХБ ожидаемо понес во 2 п/г убыток от торговых операций в размере 4,3 млрд руб. Операционные расходы выросли умеренно (на 14,5% до 15,6 млрд руб.), но из-за падения операционных доходов (-3,0% до 25,6 млрд руб.) и высоких отчислений в резервы чистая прибыль вновь оказалась для масштабов банка минимальной (47 млн руб.), хоть и увеличилась почти в четыре раза относительно 1 п/г. Показатели рентабельности средних активов и среднего капитала, как следствие, остались близкими к нулю – это означает, что для обеспечения дальнейшего роста банку вновь придется полагаться на внешние источники пополнения капитала.

Обращающиеся выпуски

RSHB (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
RSHB '12	750 ?	6,26	30 апр 12	
RSHB 13	30 000 R	7,50	25 мар 13	6,86
RSHB '13	700 \$	7,18	16 май 13	2,48
RSHB '14 01	750 \$	7,13	14 янв 14	3,02
RSHB 14 06	1 000 \$	9,00	11 июн 14	3,31
RSHB '16 03	20 000 R	8,70	17 мар 16	7,88
RSHB '21	800 \$	6,00	3 июн 16	6,36
RSHB '17 8.625%	10 000 R	8,63	17 фев 17	8,53
RSHB '17 6.299%	1 250 \$	6,30	15 май 17	4,86
RSHB '18	1 000 \$	7,75	29 май 18	5,17
РСХБ БО-6	10 000 R	6,60	4 май 12	4,70
РСХБ БО-5	10 000 R	7,20	30 авг 12	7,29
РСХБ БО-1	5 000 R	7,20	31 авг 12	7,39
РСХБ-09	5 000 R	10,10	26 ноя 12	7,49
РСХБ-08	5 000 R	10,10	26 ноя 12	7,49
РСХБ-10	5 000 R	9,00	8 фев 13	7,84
РСХБ-11	5 000 R	9,00	11 фев 13	7,85
РСХБ-07	5 000 R	6,85	12 июн 13	8,22
РСХБ БО-2	5 000 R	8,20	8 авг 13	8,15
РСХБ БО-3	5 000 R	8,20	12 авг 13	8,07
РСХБ-15	10 000 R	8,75	7 ноя 13	8,19
РСХБ-05	10 000 R	8,75	4 дек 13	8,36
РСХБ-03	10 000 R	9,25	17 фев 14	8,24
РСХБ-06	5 000 R	7,80	19 авг 14	8,27
РСХБ-16	10 000 R	8,55	15 апр 15	
РСХБ-14	10 000 R	7,70	8 июл 15	8,62
РСХБ-12	5 000 R	7,70	13 июл 15	8,60
РСХБ-13	5 000 R	7,70	14 июл 15	8,77
РСХБ-04	10 000 R	7,50	27 сен 17	

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Высокие темпы прироста портфеля. Прирост валового кредитного портфеля во 2 п/г замедлился до 12,8% полугодие к полугодью против 16,5% в 1 п/г, тем не менее за весь 2011 г. объем ссудной задолженности РСХБ увеличился на 31,4%, что превосходит средние по отрасли темпы прироста, но несколько ниже, чем у основных конкурентов банка (ВТБ – 50%, Сбербанк – 35%, Газпромбанк – 34%). Розничное кредитование продолжило расти опережающими темпами (+35,7% за полугодие), в результате его доля в валовом портфеле возросла до 15,0% с 12,5% на конец 1 п/г. В этой связи снижение маржи нас беспокоит.

Структура фондирования не претерпела изменений, зависимость от рыночных источников остается значительной.

Основной источник фондирования для РСХБ – средства клиентов, на которые приходится 53,9% обязательств банка. Вторые по значимости – заимствования на рынке капитала, составляющие 32,1%, что является довольно существенной величиной. С начала текущего года РСХБ разместил рублевые и еврооблигации еще на 30 млрд руб., то есть зависимость от оптовых источников фондирования продолжает расти. В то же время ориентация банка на розницу приносит плоды: отношение Чистые кредиты/Депозиты на конец 2011 г. снизилось до 1,5 с 1,8 в 2010 г.

Благодаря поддержке государства достаточность капитала выше, чем у конкурентов. Благодаря взносу в капитал в размере 40 млрд руб. со стороны государства отношение Собственный капитал/Активы увеличилось во 2 п/г на 1,2 п.п. до 12,2% при росте активов на 19,7%. При этом общая достаточность капитала РСХБ составила на отчетную дату 17,7%, что выше, чем у его основных конкурентов (см. таблицу на стр. 4). Мы ожидаем, что, пока РСХБ выполняет функции поддержки сельскохозяйственного сектора России, государство будет обеспечивать банк необходимым капиталом.

Спекулятивный потенциал роста котировок отсутствует. Несмотря на не слишком впечатляющие результаты, мы считаем, что на финансовый профиль РСХБ следует по-прежнему смотреть, имея в виду регулярную господдержку, оказываемую банку. Последнее должно и далее способствовать положительной оценке инвесторами выпущенных банком облигаций. Что касается локального рынка, более или менее ликвидные рублевые облигации торгуются в рамках одной кривой и со спредом порядка 150 б.п. к кривой ОФЗ. Так что, учитывая наш положительный взгляд на среднесрочную дюрацию, мы можем порекомендовать инвесторам выпуски РСХБ-12/14 (УТР 8,55% на 38,4 мес.). На внешнем рынке облигации банка торгуются со спредами к долларовой свопам в размере 265–380 б.п. в зависимости от дюрации. При этом премия относительно евробондов Сбербанка и ВЭБа составляет порядка 50 б.п., что в случае первого абсолютно заслуженно с учетом разницы в кредитном качестве. Для тех инвесторов, кто желает приобрести бонды банка со 100-процентной долей государства в капитале, мы рекомендуем выпуск RSHB '18 (УТМ 5,2%), спред которого к бондам ВЭБа на 25 б.п. шире, чем у RSHB '17 (УТМ 4,9%). В целом же спекулятивного потенциала роста котировок у еврооблигаций РСХБ, по нашему мнению, нет.

**Ключевые финансовые показатели
Россельхозбанка, млн руб.**

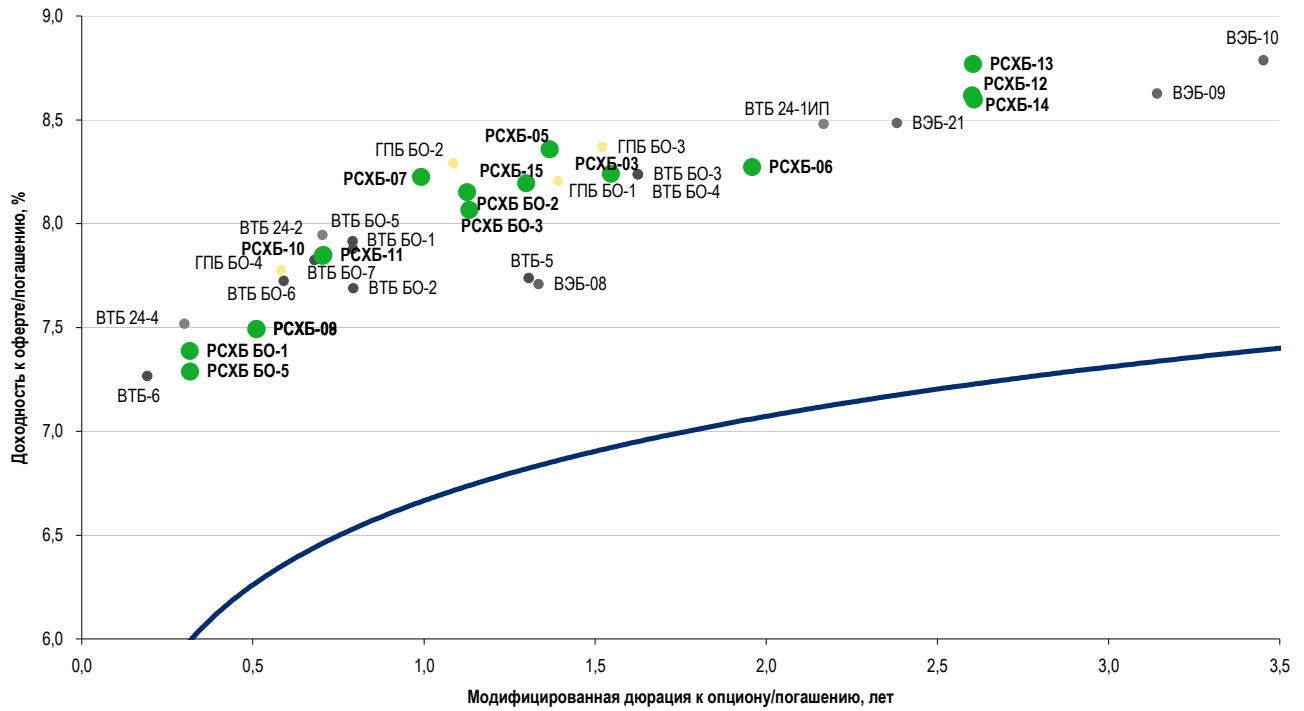
МСФО	6М10	2010	6М11	2011
Чистые проц. доходы	23 551	51 624	26 274	53 615
Чистые комисс. доходы	1 262	2 822	1 755	4 203
Доходы от операций с ц.б.	580	364	852	(501)
Д-ды от операций с дериват.	1 600	(798)	(12 309)	3 154
Д-ды от опер. с иностр. вал.	92	289	305	82
Д-ды от переоценки ин. вал.	(3 326)	(1 737)	10 081	(8 136)
Сумм. операц. доходы	24 578	52 824	26 428	52 067
Операционные расходы	(11 400)	(23 584)	(13 600)	(29 165)
Резервы	(12 909)	(28 507)	(12 686)	(22 552)
Чистая прибыль	163	369	11	58
Денежные средства и эквив.	62 855	81 010	84 028	133 959
Средства в банках	40 484	34 477	31 347	39 569
Ценные бумаги	40 441	59 098	89 723	121 508
Деривативы	21 503	20 621	12 271	23 296
Кредиты и авансы клиентам	652 465	688 556	799 009	903 697
Основные средства	27 562	25 985	24 986	25 093
Прочие активы	16 070	21 053	31 361	37 304
Активы	861 380	930 800	1 072 725	1 284 426
Средства банков	108 207	105 578	83 481	90 417
Деривативы	93	541	3 833	739
Средства клиентов	315 799	386 279	503 569	607 295
Долговые ценные бумаги	267 688	267 433	288 429	362 628
Прочие обязательства	6 269	6 826	8 257	9 380
Суборд. кредиты	47 043	46 545	67 304	57 192
Собственный капитал	116 281	117 598	117 762	156 775
<i>Коэффициенты</i>				
Чистая проц. маржа, %	6,4	6,7	5,6	5,3
ROAA, %	0,0	0,0	0,0	0,0
ROAE, %	0,3	0,3	0,0	0,0
Просроч. задолженность*, %	н.д.	7,6	н.д.	7,3
Норма резервирования, %	6,2	7,6	8,0	7,7
Капитал/активы, %	13,5	12,6	11,0	12,2
Кредиты/депозиты	2,1	1,8	1,6	1,5
Расходы/доходы, %	46,4	44,6	51,5	56,0

* Кредиты, просроченные более чем на 90 дней.

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

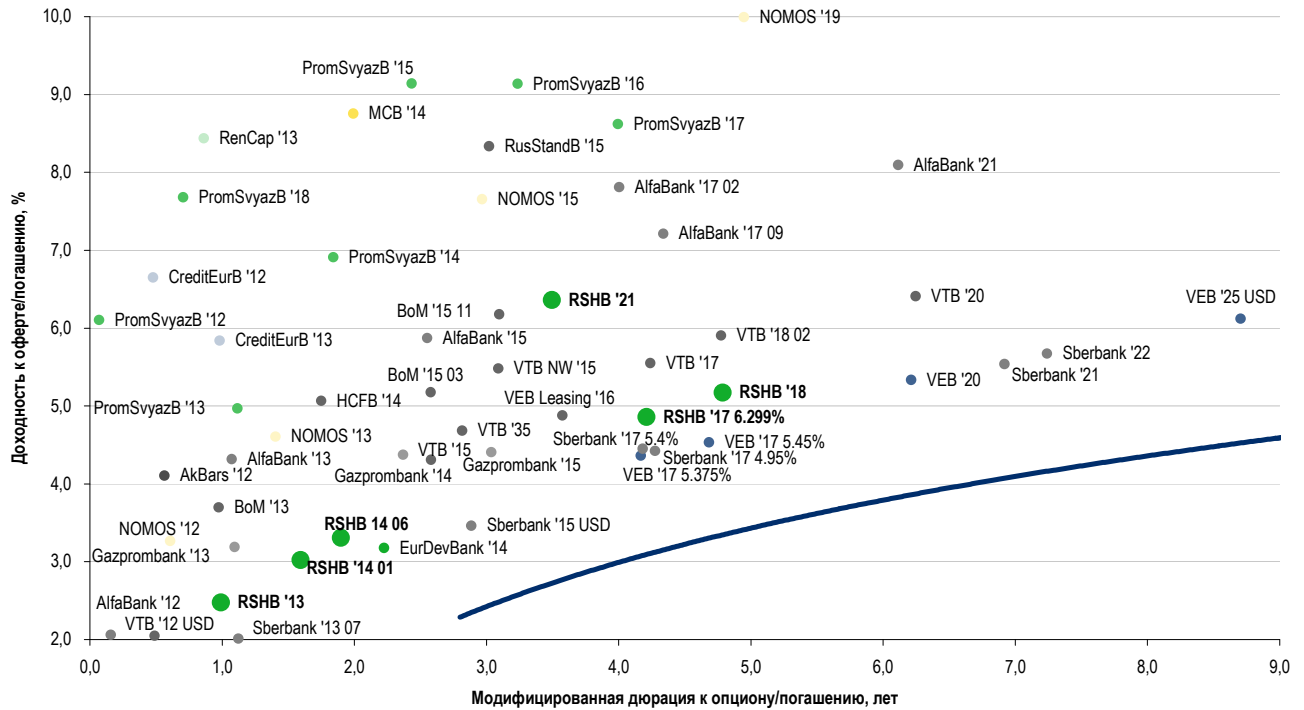
Потенциал спекулятивного роста в облигациях РСХБ отсутствует

Облигации российских госбанков по состоянию на 2 мая 2012 г.



Длинный выпуск RSHB '18 находится чуть выше кривой

Еврооблигации российских банков по состоянию на 2 мая 2012 г.



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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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, myrsikovav@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@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 Девятков, 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
Алексей Андреев, andreevae@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 Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2012