



Утренний Express-О

15 августа 2013 г.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Uranium One (-/BB-/-) обменивает дебютный облигации на новые бонды большей срочности.



Россельхозбанку (Вааз/-/BBB-) вновь понизили рейтинг, теперь от Fitch.

Uranium One (-/BB-/-) обменивает дебютный облигации на новые бонды большей срочности.

Удлинение срочности бумаг U1 приведет к росту стоимости ресурсов на 25-75 б.п., но при этом компания, вероятно, получит большую финансовую устойчивость и времени для воплощения инвестиций, что актуально в условиях падения цен на уран. Учитывая продолжительную срочность дебютного выпуска, а также его весьма низкую ликвидность, скорее всего, бонды сосредоточены в руках ограниченного круга крупных инвесторов, что повышает вероятность их обмена на облигации серии 02.

U1 планирует обменять дебютные облигации на новые бонды серии 02...

...большей срочности – 7 лет, но с премией 25-75 б.п. к предыдущим бумагам

Вероятно, U1 хочет обеспечить финансовую устойчивость в условиях падения цен на уран...

Обмен может быть успешно реализован...

...владелец может устроить верхняя граница индикатива

Комментарий. Канадская Uranium One вчера открыла книгу заявок на 10-летние облигации серии 02 объемом 12,5 млрд руб. Сбор заявок завершится 21 августа, размещение на ММВБ запланировано на 23 августа 2013 г. По выпуску предусмотрена оферта в 2020 г. (7 лет). Индикатив ставки купона составляет 10-10,5% годовых (УТР 10,25-10,75% годовых).

Кроме того, эмитент выставил на 23 августа 2013 г. оферту по выкупу облигаций серии 01 объемом 14,3 млрд руб. при условии заключения предварительных договоров с потенциальными приобретателями облигаций серии 02 на общую сумму не менее 11,750 млрд руб. Напомним, что по дебютному выпуску была предусмотрена оферта в декабре 2016 г. (чуть меньше 3,5 лет), а ставка купона составляет 9,75% годовых.

Очевидно, что удлинение срочности бумаг U1 на российском рынке облигаций приведет к удорожанию стоимости ресурсов для компании на 25-75 б.п., исходя из индикатива купона, но при этом объем бондов сократится на 1,8 млрд руб. Тем не менее, U1 сможет получить больше времени для реализации инвестпрограммы и окупаемости проектов, что довольно актуально в условиях падения цен на уран (с 51 долл./фунт во 2 кв. 2012 г. до 43 долл./фунт при себестоимости 19 долл./фунт) и снижения прибыльности бизнеса. Таким образом, удлинение срочности ресурсов добавит больше устойчивости канадской компании в условиях нестабильной ценовой конъюнктуры рынке урана. Напомним также, что в марте «материнская» АРМЗ (принадлежат ОАО «Атомэнергпрому») выдала U1 возобновляемую 3-летнюю кредитную линию на 1,45 млрд долл. по ставке 3,3% годовых для финансирования приобретений и текущих проектов. При этом в 3 кв. 2013 г. АРМЗ планирует довести свою долю владения в канадской компании с 51,4% до 100%.

Что касается самой сделки обмена бумаг, то она вполне может быть реализована, учитывая наличие в составе собственников U1 компании АРМЗ – горнорудного дивизиона госкорпорации Росатом. Кроме того, дебютные бонды эмитента имели довольно продолжительную для российского рынка срочность (при размещении 5 лет до оферты), а их ликвидность была весьма низкой даже при столь солидном объеме в 14,3 млрд руб., поэтому, скорее всего, бумаги сосредоточены в руках ограниченного круга крупных инвесторов, что, на наш взгляд, повышает вероятность их обмена на

15 августа 2013

новые облигации серии 02. Более того, за большую срочность эмитент предлагает премию 25-75 б.п. Мы считаем, что владельцев дебютных бондов может устроить верхняя граница предложенного диапазона - 10,5% годовых.

Александр Полотов

Россельхозбанку (Вааз/-/BBB-) вновь понизили рейтинг, теперь от Fitch.

Вслед за Moody's рейтинг Россельхозбанку понизило агентство Fitch: на одну ступень до «BBB-» из-за ухудшения качества активов. Еще одно движение – и облигации Банка попадут в другую категорию риска, и это при том, что РСХБ является одним из наиболее активных заемщиков на долговом рынке. Бумаги Эмитента останутся под давлением.

Комментарий. Напомним, что в начале июля рейтинг Банка от Moody's был снижен на 2 ступени до «Вааз». Fitch с ноября 2012 года сохранял «Негативный» прогноз по оценкам РСХБ, но сейчас «сдался» и он, понизив рейтинг на 1 ступень. Дальнейшее движение в данном направлении приведет к выходу бумаг Эмитента из инвестиционной категории и повышению оценки риска по обязательствам Россельхозбанка.

В своем отчете Fitch отмечает следующие моменты:

- Банк обладает слабым качеством активов и ограниченной возможностью по абсорбированию убытков.
- NPL 90+ (включая переведенные в категорию «watch») выросли до 17%, по данным Fitch, к концу 2012 года против 12% годом ранее. Еще 8% портфеля составляют реструктурированные кредиты. Соответственно, общая доля «проблемных» кредитов составляет 25%.
- Покрытие NPL (90+) резервами – 49%, в целом по «проблемным» кредитам – 34%.
- РСХБ до отчислений под обесценение остается прибыльным банком, хотя и со слабыми итоговыми результатами и повышенным вниманием к управлению ликвидностью.

Кроме того, остается значительная неопределенность по поводу общей степени потенциальной проблемы с качеством активов РСХБ, поскольку:

- Пока нет «вызревания» портфеля, который быстро растет в последние годы и по-прежнему остается долгосрочным (почти половина всех кредитов на конец 2012 года имела оставшийся срок погашения более трех лет).
- Значительная часть «нерозничных» заемщиков пользуется субсидированием процентных ставок и «не амортизацией» основной суммы займа, что затрудняет определение конечной перспективы погашения кредита в непросроченной в настоящее время части книги
- Быстрый рост доли розничных кредитов, достигшей 18% портфеля на конец 1 полугодия 2013 года (в денежном выражении рост составил 36% в течение 2012 года и 11% в 1 полугодии 2013 года). Доля NPL в этом сегменте является умеренной (3,1% на конец 2012 года), но средняя срочность кредитов около трех лет, и, по мнению Fitch, обесценение в этой части портфеля, вероятно, будет расти и дальше.
- Отсутствие ясности в отношении общего объема реструктурированных кредитов, в том числе среди кредитов, которые в настоящее время не классифицированы в категорию «watch».

В данном случае нас беспокоит довольно пессимистичный настрой агентства касательно дальнейшего развития событий. По нашему мнению, бумаги Банка, значительно «просевшие» за последнее время, будут оставаться под давлением, несмотря на то, что государство демонстрирует поддержку Кредитной организации, вливая в ее капитал по 40 млрд руб. последние 2 года.

Отметим, и в бондах, и в евробондах расширение спреда между РСХБ и ВТБ было до 40 б.п. на фоне новости о понижении рейтинга Банка на 2 ступени. После этого последовала небольшая коррекция. Понижение рейтинга от Fitch, по нашему мнению, не позволит сузиться спреда Эмитента к другим госбанкам и закрепит расширившиеся значения: для рублевых выпусков на уровне 20-40 б.п., для еврооблигаций – 50-70 б.п.

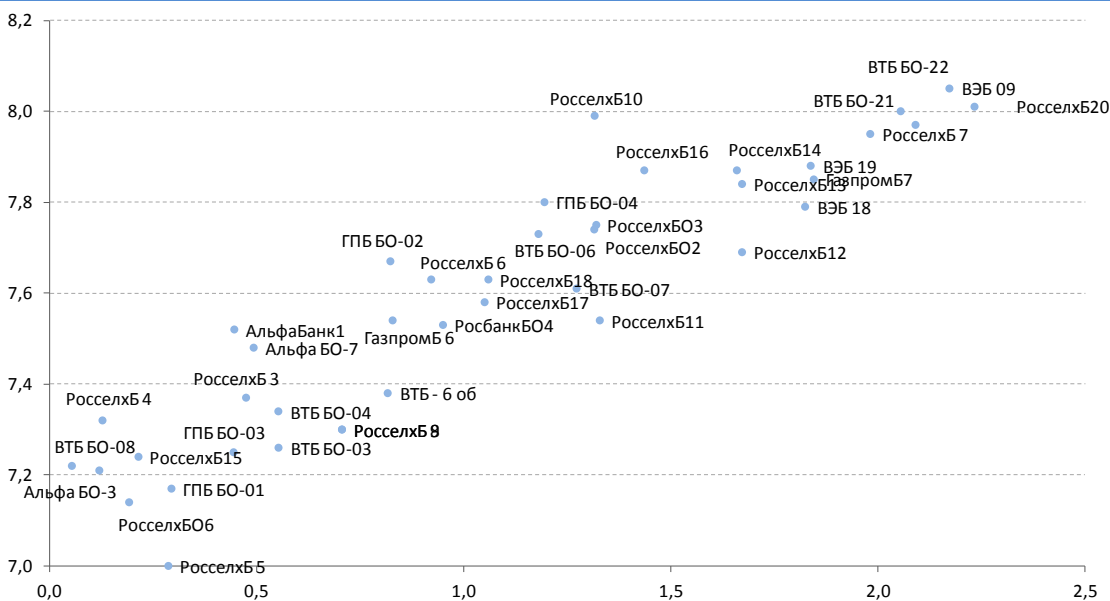
Банк обладает слабым качеством активов и ограниченной возможностью по абсорбированию убытков.

...общая доля «проблемных» кредитов составляет 25%...

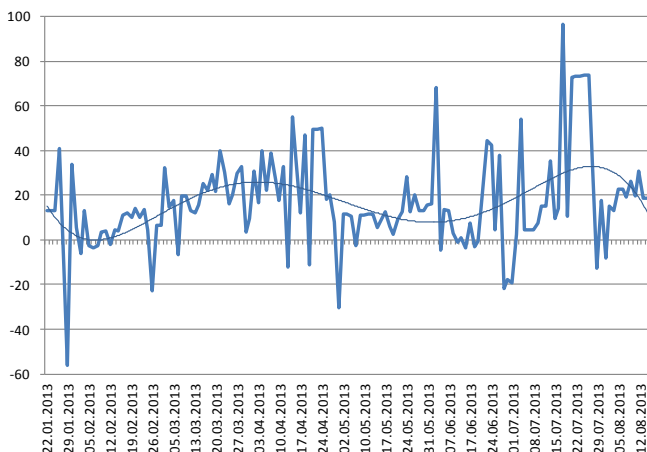
...остается значительная неопределенность по поводу общей степени потенциальной проблемы с качеством активов РСХБ...

Понижение рейтинга от Fitch, по нашему мнению, не позволит сузиться спреда Эмитента к другим госбанкам и закрепит расширившиеся значения...

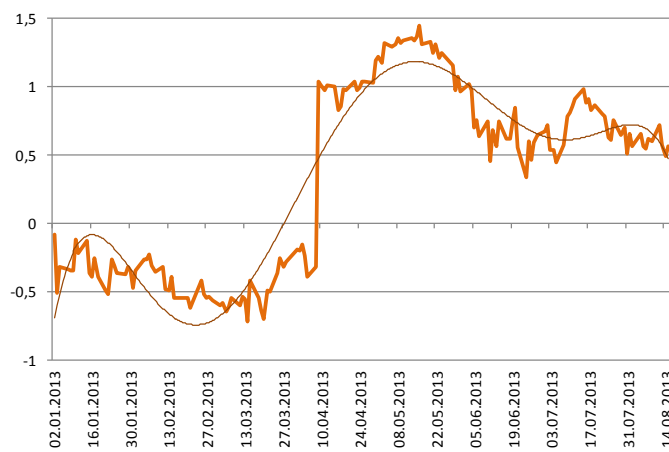
Облигации финансового сектора



Спрэд облигаций РСХБ-14 vs ВТБ-БО-07, б.п.



Спрэд еврооблигаций RusAg-21 vs VTB-20, п.п.



Финансовые показатели Россельхозбанка по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2009	2010	2011	2012	Изм. за 2012
Активы	831	931	1 284	1 429	11%
Кредиты (net)	584	689	904	1 071	18%
Кредиты (gross)	614	746	980	1 168	19%
доля в активах	70,4%	74,0%	70,4%	74,9%	-
NPL (90+)	4,3%	7,6%	7,3%	9,1%	-
уровень резервов	4,9%	7,6%	7,7%	8,3%	-
Резервы (совокупн.) / NPL (90+)	1,1	1,0	1,1	0,9	-
Кредиты / Средства клиентов	2,5	1,8	1,5	1,9	-
Финансовые активы	69	80	145	143	-1%
доля в активах	8,4%	8,6%	11,3%	10,0%	-
Средства клиентов	230	386	607	557	-8%
доля в активах	27,7%	41,5%	47,3%	39,0%	-
Коэффициент достаточности общего капитала*	n/a	18,9%	17,1%	14,9%	-
Чистые процентные доходы (до вычета резервов)	35	52	54	56	5%
Прибыль	0,25	0,37	0,06	0,14	14,8%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	2012	Изм. за 2012
ROA	0,03%	0,04%	0,01%	0,01%	0,01%
ROE	0,27%	0,32%	0,04%	0,08%	0,04%
C / I	58,37%	44,65%	56,01%	55,20%	-0,82%
NIM	n/a	6,91%	5,67%	4,81%	-0,87%

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

* данные приведены по РСБУ – Н1

Елена Федоткова

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.8

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

РУКОВОДСТВО

Николай Кашеев	Директор департамента	KNI@psbank.ru	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	--	---------------

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	Руководитель направления	LoktyukhovEA@psbank.ru	доб. 77-47-61
Илья Фролов	Главный аналитик	FrolovIG@psbank.ru	доб. 77-47-06
Олег Шагов	Главный аналитик	Shagov@psbank.ru	доб. 77-47-06
Владимир Гусев	Ведущий аналитик	GusevVP@psbank.ru	доб. 77-47-06
Екатерина Крылова	Ведущий аналитик	KrylovaEA@psbank.ru	доб. 77-67-31

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев	Руководитель направления	GolubevIA@psbank.ru	доб. 77-47-29
Елена Федоткова	Главный аналитик	FedotkovaEV@psbank.ru	доб. 77-47-16
Алексей Егоров	Ведущий аналитик	EgorovAV@psbank.ru	доб. 77-47-48
Вадим Паламарчук	Ведущий аналитик	PalamarchukVA@psbank.ru	доб. 77-47-81
Александр Полютов	Ведущий аналитик	PolyutovAV@psbank.ru	доб. 77-67-54

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.