

Специальный комментарий к размещению еврооблигаций Россельхозбанка

Дмитрий Назаров, nds@ufs-federation.com

Ключевые моменты:

- ✓ РСХБ – четвёртый банк в России по размеру активов и капиталу на 1 января 2011 года в соответствии с РБК-рейтинг;
- ✓ 100% акций банка принадлежит Правительству РФ;
- ✓ банк является основным кредитором сельскохозяйственной отрасли в России;
- ✓ достаточность капитала 1-го уровня остается на удовлетворительном уровне; на конец 2010 года она составляла около 12,6%;
- ✓ РСХБ – основной участник государственной программы субсидирования процентных ставок для сельхозпроизводителей. Это позволяет снижать кредитные риски банка;
- ✓ банк сохраняет относительно высокую зависимость от публичных долговых рынков, однако вес непубличных источников постепенно растет;
- ✓ в 2010 году качество ссудного портфеля банка значительно ухудшилось в связи с сильным спадом сельскохозяйственной отрасли в РФ;
- ✓ высокий уровень отчислений в резервы существенно замедлили рост чистой прибыли.

Параметр выпуска:

| | |
|--|---|
| Серия | РСХБ-21 |
| Объем размещения | до \$1 000 млн. |
| Срок обращения | 10 лет |
| Дополнительные условия | Опцион колл через 5 лет, погашаемый по номиналу |
| Периодичность выплаты купона | 2 раза в год |
| Ориентировочная доходность к колл-опциону (по информации организатора),% | 6,0 |
| Доходность к колл-опциону (оценка UFS),% | 5,6-5,7 |
| Кредитный рейтинг (Standard & Poor's/Moody's/Fitch) | -/Baa1/BBB |

Финансовое состояние

Активы: качество кредитного портфеля ухудшилось.

В 2010 году РСХБ продемонстрировал рост совокупных активов и кредитного портфеля. Активы банка увеличились на 12,1% и достигли уровня в 930,8 млрд. рублей. Кредитный портфель за вычетом резерва увеличился на 17,8% и на конец 2010 года составил 688,6 млрд. рублей, а его доля в активах увеличилась с 70,4% до 74,0%. Отраслевая структура кредитного портфеля практически не изменилась: около 63% ссудной задолженности пришлось на кредиты сельхозпредприятиям, 13% - кредиты промышленности и 11% - кредиты физическим лицам.

Из-за серьезного спада в сельскохозяйственной отрасли, который был вызван аномально жаркой и

Активы и пассивы ОАО «РСХБ», млн. рублей (по МСФО)

| | 01.01.2010 | Доля | 01.01.2011 | Доля | Изм. |
|---|----------------|---------------|----------------|---------------|--------------|
| Денежные средства и их эквиваленты | 94 458 | 11,4% | 81 010 | 8,7% | -14,2% |
| Обязательные резервы | 2 974 | 0,4% | 3 468 | 0,4% | 16,6% |
| Средства в других банках | 37 792 | 4,5% | 34 477 | 3,7% | -8,8% |
| Инвестиции в ценные бумаги | 65 913 | 7,9% | 64 479 | 6,9% | -2,2% |
| Ссудная задолженность клиентов | 584 407 | 70,4% | 688 556 | 74,0% | 17,8% |
| Основные средства и нематериальные активы | 28 469 | 3,4% | 27 548 | 3,0% | -3,2% |
| Прочие активы | 16 651 | 2,0% | 31 262 | 3,4% | 87,7% |
| Итого активы | 830 664 | 100,0% | 930 800 | 100,0% | 12,1% |
| Капитал и резервы | 108 964 | 13,1% | 110 747 | 11,9% | 1,6% |
| Нераспределенная прибыль | 6 572 | 0,8% | 6 851 | 0,7% | 4,2% |
| Средства других банков | 192 010 | 23,1% | 105 578 | 11,3% | -45,0% |
| Средства клиентов | 230 303 | 27,7% | 386 279 | 41,5% | 67,7% |
| Выпущенные долговые ценные бумаги | 229 051 | 27,6% | 267 433 | 28,7% | 16,8% |
| Субординированные депозиты | 46 370 | 5,6% | 46 545 | 5,0% | 0,4% |
| Прочие пассивы | 17 394 | 2,1% | 7 367 | 0,8% | -57,6% |
| Итого пассивы | 830 664 | 100,0% | 930 800 | 100,0% | 12,1% |

Источник: данные компании, расчеты UFS



сухой погодой, наблюдавшейся большую часть лета 2010 года, качество кредитного портфеля РСХБ значительно ухудшилось. Так, объем просроченной задолженности сроком свыше 90 дней увеличился более чем в 2 раза – с 26,4 млрд. рублей до 56,5 млрд. рублей, а ее доля в кредитном портфеле выросла с 4,3% до 7,6%. Синхронно с ростом «просрочки» вырос и объем резервов под обесценение, который достиг уровня в 57,0 млрд. рублей или 7,65% от общей ссудной задолженности. В три с лишним раза вырос объем реструктурированных кредитов и составил 74,0 млрд. рублей или 9,9% от кредитного портфеля. Таким образом, доля потенциально проблемных ссуд в кредитном портфеле составляет 17,5%, что является одним из худших показателей среди банков ТОП-10.

Так или иначе, государство играет роль основного кредитора сельскохозяйственной отрасли через РСХБ. Вряд ли отмеченное ухудшение кредитного портфеля может отразиться на финансовой устойчивости банка, который на 100% принадлежит государству.

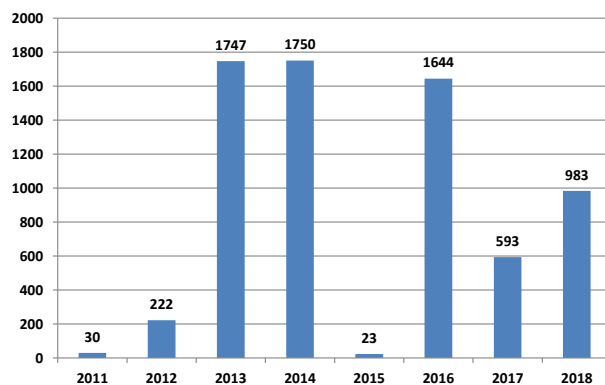
Пассивы: доля клиентских средств выросла

В 2010 году произошли значимые изменения в структуре фондирования банка. В частности, РСХБ существенно нарастил долю средств клиентов в пассивах. Если в начале года средства клиентов, включая депозиты физических и юридических лиц, составляли 230,3 млрд. рублей или 27,7% от пассивов, то в конце 2010 года их сумма выросла до 386,3 млрд. рублей или 41,5% пассивов.

Доля долговых ценных бумаг практически не изменилась и составила 28,7% пассивов или 267,4 млрд. рублей. Всего в 2010 году было выпущено 6 выпусков облигаций на общую сумму 65 млрд. рублей, один из которых рублевый евробонд на сумму 30 млрд. рублей. В 2011 году банк также разместил рублевый евробонд на общую сумму 32 млрд. рублей. Таким образом, относительно высокий уровень зависимости от публичных рынков у РСХБ сохранится и в 2011 году.

В 2011 и 2012 годах банку предстоит погасить только проценты по публичному долгу ориентировочным объемом \$252 млн. (не включая погашение РСХБ-16 по колл-опциону). Значительный объем погашений предстоит осуществить в 2013 и

График погашения долга, млн. рублей



Источник: Bloomberg, расчеты UFS



2014 годах – около \$1 750 млн. У нас нет сомнений в том, что банк сможет без проблем рефинансировать весь имеющийся долг в нужном ему объеме.

В 2010 году достаточность капитала 1-го уровня банка снизилась с 13,6% до 12,6% и пока остается удовлетворительной. В любом случае, финансовая устойчивость банка не вызывает вопросов пока 100% его акций находится у государства. В случае дальнейшего ухудшения уровня достаточности капитала, Правительство РФ ожидаемо внесет в капитал необходимую сумму средств.

Финансовые результаты: рост прибыли отсрочен из-за роста резервов.

Несмотря на общеотраслевой тренд снижения процентных доходов и чистой процентной маржи, РСХБ смог продемонстрировать рост и того и другого. Так, процентные доходы выросли на 12,7% и достигли 105,01 млн. рублей. При этом процентные расходы снижались, как и у большинства российских банков. За счет этого чистый процентный доход вырос на 47,2% до 51,62 млрд. рублей. Чистая процентная маржа выросла на 1,8 п.п. и составила 6,8%, что оказалось выше, чем у двух других государственных банков – Сбербанка и ВТБ, чистая процентная маржа которых составила 6,6% и 5,0% соответственно.

Позитивным моментом в деятельности банка в 2010 году стал и рост операционной эффективности. В частности, коэффициент расходы/доходы снизился за год с 58,4% до 44,6%.

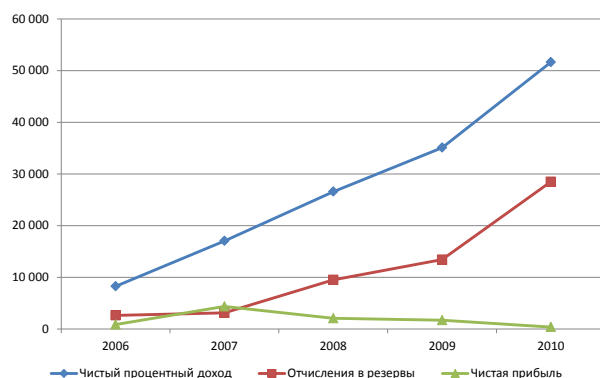
Тем не менее, рост доходов практически полностью был нивелирован необходимостью увеличения резервов под обесценение кредитного портфеля. За год объем отчислений в резервы вырос более чем в 2 раза и составил 28,51 млрд. рублей. В результате чего чистая прибыль увеличилась всего 47,0% до 369 млн. рублей. Для сравнения за этот же период Сбербанк смог увеличить свою чистую прибыль более чем в 7 раз. В результате этого, рентабельность капитала осталась на довольно низком уровне – 0,3%. Мы полагаем, что в 2012 году сельскохозяйственная отрасль в России сможет продемонстрировать восстановление, поэтому объем отчислений в резервы существенно сократится, что позволит увеличить чистую прибыль и рентабельность.

Доходы и расходы ОАО «РСХБ», млн. рублей (по МСФО)

| | 2009 | 2010 | Изм. |
|--|--------|---------|--------|
| Процентный доход | 93 146 | 105 007 | 12,7% |
| Процентный расход | 58 069 | 53 383 | -8,1% |
| Чистый процентный доход | 35 077 | 51 624 | 47,2% |
| Отчисления в резервы под обесценения кредитного портфеля | 13 421 | 28 507 | 112,4% |
| Чистый процентный доход после создания резервов | 21 656 | 23 117 | 6,7% |
| Прочие операционные доходы | 34 260 | 52 824 | 54,2% |
| Операционные расходы | 19 999 | 23 584 | 17,9% |
| Прибыль до налогообложения | 840 | 733 | -12,7% |
| Налог на прибыль | 589 | 369 | -37,4% |
| Чистая прибыль | 251 | 369 | 47,0% |

Источник: данные компании, расчеты UFS

Динамика ЧПД, отчислений в резервы и чистой прибыли ОАО «РСХБ», млн. рублей



Источник: данные компании, расчеты UFS



Позиционирование займа

По информации организатора банк планирует выпустить субординированные еврооблигации со сроком обращения 10 лет и встроенным колл-опционом, который банк имеет право исполнить через 5 лет после выпуска. Займ выпускается для рефинансирования другого субординированного евробонда, который погашается в 2016 году, колл-опцион по которому банк собирается исполнить в сентябре этого года. Это является логичным поведением банка с учетом того, что по субординированному РСХБ-16 сейчас банк платит 6,97% годовых, тогда как самый длинный выпуск РСХБ-18 сейчас торгуется с доходностью 5,22% годовых.

В своей оценке справедливой доходности мы исходили из кривой доходности несубординированных еврооблигаций Россельхозбанка. Мы полагаем, что премия за субординированный риск должна составлять около 70 б.п., исходя из величины премии, с которой сейчас торгуются субординированные выпуски относительно обычных у других банков. Например, премия субординированного Номос-банк-15 к кривой доходности Номос-банка сейчас составляет около 80 б.п. Кроме этого, нестабильная ситуация на финансовых рынках вероятно потребует дополнительно 20-30 б.п. премии. Таким образом, при дюрации в 4,5 года справедливая доходность к колл-опциону (УТС) через пять лет должна составлять 5,6-5,7% годовых.

По информации организатора, ориентировочная доходность займа к колл-опциону составляет 6,0% годовых. Это дает премию к нашей оценке в районе 30-40 б.п., поэтому участие в размещении мы считаем интересным.

Ключевые показатели РСХБ, Сбербанка и ВТБ по итогам 2010 года (по МСФО)

| Показатели | РСХБ | Сбербанк | ВТБ |
|---|--------|----------|----------|
| Кредитный портфель | 688,56 | 5 489,39 | 2 785,40 |
| Активы | 930,80 | 8 628,23 | 4 290,90 |
| Чистый процентный доход после создания резервов | 23,12 | 342,01 | 119,50 |
| Отчисления в резервы | 28,51 | 153,81 | 51,60 |
| Чистая прибыль | 0,37 | 181,65 | 54,80 |
| Коэффициенты | | | |
| Кредитный портфель/активы, % | 0,74 | 0,64 | 0,65 |
| Собственный капитал/активы, % | 12,60 | 11,44 | 12,40 |
| Кредиты/депозиты | 1,80 | 0,83 | 1,26 |
| Просроченная задолженность/кредиты, % | 7,60 | 7,30 | 9,00 |
| Резервы/кредиты, % | 7,65 | 11,30 | 9,00 |
| Рентабельность капитала, % | 0,30 | 20,60 | 10,10 |
| Чистая процентная маржа, % | 6,80 | 6,60 | 5,00 |

Источник: данные компании, расчеты UFS



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

| | |
|---------------------------|-------------------------|
| Лаухин Игорь Владимирович | Тел. +7 (495) 781 73 00 |
| Лосев Алексей Сергеевич | Тел. +7 (495) 781 73 03 |
| Хомяков Илья Маркович | Тел. +7 (495) 781 73 05 |
| Куц Алексей Михайлович | Тел. +7 (495) 781 73 01 |

Аналитический департамент

| | |
|-----------------------------------|-------------------------|
| Письменный Станислав Владимирович | Тел. +7 (495) 781 02 02 |
| Василиади Павел Анатольевич | Тел. +7 (495) 781 72 97 |
| Назаров Дмитрий Сергеевич | Тел. +7 (495) 781 02 02 |
| Балакирев Илья Андреевич | Тел. +7 (495) 781 02 02 |
| Козлов Алексей Александрович | Тел. +7 (495) 781 73 06 |

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. «Ю.Ф.С. – Федерация» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

