

КОНСОЛИДАЦИЯ ХМБ НЕ СНИЗИЛА РЕНТАБЕЛЬНОСТИ, ИРО ПОКА НЕ ОТРАЗИЛОСЬ НА РЕЗУЛЬТАТАХ

Результаты за I квартал 2011 г. по МСФО

Результаты ХМБ консолидированы в отчете о прибылях и убытках. В нашем предыдущем обзоре по НОМОС-Банку мы уделяли основное внимание вопросу, как консолидация Ханты-Мансийского банка (ХМБ) отразилась на балансовых показателях НОМОСа за 2010 г. В понедельник НОМОС опубликовал отчетность за I квартал 2011 г., впервые учитывающую результаты ХМБ в отчете о прибылях и убытках. Консолидация ХМБ положительно повлияла на показатели НОМОСа в части чистой процентной маржи после резервов, однако некоторую настороженность вызывает то обстоятельство, что доля просрочки объединенного банка существенно ниже, чем средний показатель НОМОСа за предыдущие годы. За исключением этого важного момента НОМОС продолжает демонстрировать чрезвычайно высокую рентабельность, учитывая новые масштабы его бизнеса, который продолжает расти, и отсутствие видимых поводов для беспокойства относительно его финансовой стабильности.

Низкая стоимость риска... В I квартале ЧПМ НОМОСа (с учетом ХМБ) составила 5% против 5,2% в 2010 г. (без ХМБ) и 5% по итогам девяти месяцев 2010 г. В последнее время ЧПМ у конкурентов, согласно опубликованным результатам, была под существенным давлением, следовательно, стабильность показателя НОМОСа уже заслуживает положительной оценки. В то же время ЧПМ после резервов в I квартале выросла до 4,5% с 3,7% в 2010 г., что предполагает снижение стоимости риска с уровня 1,5% в среднем за 2010 г. до всего 0,5% в январе–марте текущего года. Примечательно, что процентный доход НОМОСа в I квартале включает статью «доход от переоценки денежного потока от приобретенных процентных активов» в размере 1,6 млрд руб. (58 млн долл.) без учета которой рентабельность банка была бы значительно ниже, чем в 2010 г. В отношении этого пункта менеджмент НОМОСа специально упомянул, что указанный доход не является разовым и будет в дальнейшем присутствовать в отчете о прибылях и убытках банка. Мы полагаем, что этот показатель, сокращающий расходы на резервирование, сохранит положительное значение, однако постепенно будет снижаться по мере погашения кредитов, выданных ХМБ до объединения банков.

...и низкая доля просрочки. Валовой кредитный портфель НОМОСа вырос на внушительные 4,5% за квартал в рублевом выражении, и, как следствие, рост на 20% по итогам текущего года представляется достижимой целью. На конец марта доля просрочки составила 2,4%, немного сократившись с уровня 2,5% в декабре 2010 г., хотя в абсолютном выражении она увеличилась на 24 млн долл. за квартал. Схожая динамика наблюдалась и в накопленных резервах – относительно валового кредитного портфеля они сократились до 4,3% с 4,4% в 2010 г., однако в абсолютном выражении за первые три месяца 2011 г. резервы увеличи-

Обращающиеся выпуски НОМОС-Банка

Выпуск	Купон	Оф/Пог	Валюта	Объем, млн	Доход
Номос-9	7,00	17.06.11	RUB	5 000	4,09
Номос БО-1	7,00	24.02.12	RUB	5 000	5,98
Номос-11	7,40	04.07.12	RUB	5 000	6,22
Номос-12	8,50	25.08.13	RUB	5 000	7,48
NOMOS'12	9,25	17.12.12	USD	200	3,63
NOMOS'13	6,50	21.10.13	USD	400	4,74
NOMOS'15	8,75	21.10.15	USD	350	6,83
NOMOS'16	9,75	20.10.16	USD	125	1,88

Источники: Bloomberg

Ключевые показатели НОМОС-Банка

Финансовые показатели по МСФО, млн долл.

	2009	2010	I кв. 2011	2011П
Валовые кредиты	5 982	11 621	13 109	
Р-вы на возм. потери по ссудам	(567)	(509)	(567)	
Чистые кредиты	5 415	11 111	12 542	
Средства в банках	508	1 326	1 209	
Финансовые активы	893	1 362	2 056	
Осн. средства и немат. активы	1 971	2 662	3 220	
Активы	9 226	17 363	20 129	22 751
Депозиты	4 468	10 262	11 117	
Долговые ценные бумаги	1 080	2 213	2 511	
Средства банков	1 611	1 960	3 230	
Субординированный долг	753	887	929	
Собственный капитал	1 219	1 897	2 166	2 450
Чистый процентный доход	552	473	211	901
Резерв под обесцен. кредитов	(364)	(137)	(19)	(225)
ЧПД после резервов	188	336	192	676
Комиссионный доход	55	70	39	170
Доход от оп-ий с ц.б. и валютой	179	94	31	100
Операционный доход	429	571	265	946
Операционные расходы	(232)	(268)	(125)	(481)
Прибыль до налогов	175	303	140	465
Чистая прибыль	134	244	111	374
ЧПМ, %	6,2	5,2	5,0	5,0
ЧПМ после резервов, %	2,1	3,7	4,5	3,8
Доходность средн. активов, %	1,4	2,6	2,4	1,9
Доходность собств. капитала, %	11,0	17,7	20,5	15,3
Затраты/доходы	0,29	0,38	0,44	0,41
Опер. расходы, % сред. активов	2,5	2,8	2,7	2,4
Чистые кредиты/Совокуп. депоз.	1,2	1,1	1,1	
Ликв. активы/Совокуп. активы, %	15,2	16,0	16,9	
Резервы/Валовые кредиты	9,5	4,4	4,3	
Доля просроч. задолженности	6,2	2,5	2,4	
Капитал/Совокупные активы	13,2	10,9	10,8	10,8

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

чилились на 57 млн долл. Тот факт, что рост резервов отстает от расходов на их создание в отчете о прибылях и убытках по динамике (квартальный рост на 57 млн долл. и 18 млн долл. соответственно) вызывает у нас некоторые вопросы к учетной политике банка в текущем переходном периоде (пока идет амортизация кредитного портфеля ХМБ до консолидации). Вполне возможно, что резервы, созданные по кредитам ХМБ, были избыточными, однако падение общего уровня резервов до 4,3% в I квартале 2011 г. с 8,9% на последнюю отчетную дату до консолидации ХМБ (октябрь 2010 г.) не придает уверенности. Такие уровни (см. таблицу ниже), как правило, свойственны лишь небольшим банкам с однородной структурой кредитного портфеля, но даже в этом случае адекватность их резервов периодически вызывает сомнения. В конечном итоге мы считаем, что НОМОСу вряд ли будет по силам поддержать ЧПМ после резервов на уровне 4,5% в 2011 г., и более вероятным нам представляется значение показателя в диапазоне 3,5–4%.

Консолидация ХМБ не оказывает давления на рентабельность. Что касается коэффициентов рентабельности, доходность средних активов НОМОСа в I квартале составила 2,4% против 2,6% в 2010 г. Отсутствие положительной динамики доходности средних активов, несмотря на рост ЧПМ после резервов, объясняется тем, что в I квартале НОМОС не получил существенного дохода по статьям, которые в 2010 г. были важным источником поступлений для банка, а именно доходы от торговых операций (с ценными бумагами и валютой) и доходы от переуступки прав требования по кредитам третьим сторонам. В части оптимизации расходов отметим, что значения коэффициентов Расходы/Доходы и Операционные расходы/Активы в I квартале оказались очень близки к уровням 2010 г. Доходность средних активов на уровне выше 2% для такого крупного банка должно считаться очень хорошим результатом, особенно учитывая тот факт, что показатель остается стабильным уже на протяжении пяти кварталов подряд.

Банковский долг – основной источник нового фондирования. Если посмотреть на движение денежных средств в I квартале 2011 г., чистое кредитование повысилось на 1,43 млрд долл., средства в банках выросли на 695 млн долл., а размер портфеля ценных бумаг увеличился на 558 млн долл. Этот рост был профинансирован за счет притока клиентских средств в размере 855 млн долл., увеличения нового публичного долга на 300 млн долл. и роста банковских кредитов на 1,27 млрд долл. Последний показатель очень велик. Частично отражая поправки на курсовые разницы, он по большей части обусловлен привлечением на депозиты 20 млрд руб. от неназванных банков и проведением сделок репо на сумму 11 млрд руб., что в целом корреспондирует с величиной, на которую увеличился объем портфеля ценных бумаг (см. выше). И хотя банковский долг стал для НОМОСа основным источником фондирования в I квартале, отношение Чистые кредиты/Депозиты по-прежнему остается на весьма комфортном уровне 1,1, так как основная часть привлеченных средств была размещена в банках или вложена в ценные бумаги.

Риск ликвидности не внушает опасений. В ближайшие 12 месяцев НОМОСу предстоит погасить следующие публичные обязательства: рублевый выпуск Номос-9 на сумму 4 млрд руб. (140 млн долл.) с пут-опционом в июне, рублевый выпуск Номос БО-1 в объеме 5 млрд руб. (175 млн долл.) с пут-опционом в феврале 2012 г. Кроме того, среди имеющих отношение к банку бумаг есть бонды компании НОМОС-Лизинг на сумму 3 млрд руб. (105 млн долл.), погашение которых запланировано на июль; однако данное обязательство не упоминается в отчетности банка, поэтому оно вполне может в полном объеме находиться у него на балансе. Мы также полагаем, что в октябре НОМОС воспользуется колл-опционом и выкупит с рынка субординированный выпуск еврооблигаций NOMOS'16 объемом 125 млн долл. Без учета облигаций НОМОС-Лизинга суммарный объем погашений публичного долга банка составляет лишь 440 млн долл., тогда как ликвидные активы НОМОСа состоят из 1,2 млрд долл. денежных средств, 2,1 млрд долл. приходится на средства в банках, а еще 3,2 млрд долл. представляют собой менее ликвидные финансовые активы, которые, тем не менее, вполне могут быть задействованы в случае необходимости. Коэффициент ликвидности на конец I квартала составлял 16,9%, почти не изменившись по сравнению с 2010 г.

НОМОС-Банк в сравнении с остальными банками

Финансовые показатели отдельных российских банков

	Рейтинг (S/M/F)	Активы, млн долл.	ЧПМ, %	Затраты/ доходы	Доходность активов, %	Кредиты/ депозиты	Капитал I уровня, %	Резервы/ Кредиты, %	
2009	Альфа-Банк	B+/Ba1/BB-	21 646	5,1	0,51	0,30	1,0	12,5	10,1
	Банк С.-Петербург	Ba3	7 844	5,0	0,25	0,30	0,9	10,7	9,1
	МКБ	B1/B+	2 898	5,8	0,42	1,00	1,3	12,7	2,4
	Кредит Европа Банк	Ba3/BB-	2 311	8,2	0,40	2,10	2,2	18,2	7,3
	ХКФБ	B+/Ba3	3 212	22,8	0,37	4,60	4,3	27,8	13,1
	МДМ	B+/Ba2/BB	13 411	6,5	0,43	(0,40)	1,2	15,3	15,7
	НОМОС	Ba3/BB-	9 226	6,2	0,29	1,40	1,2	13,2	9,5
	Промсвязьбанк	B/Ba2/B+	15 688	6,7	0,41	(0,10)	0,9	8,1	12,7
	Ренессанс Кредит	B-/B3/B-	1 436	12,5	0,67	(8,10)	4,3	22,0	15,2
	Русский стандарт	B+/Ba3/B+	4 665	12,8	0,66	(2,30)	3,5	21,1	9,2
	СКБ-Банк	B2/B	1 979	6,0	0,64	0,10	0,7	17,1	9,0
	Восточный экспресс	B2	1 745	10,6	0,63	0,20	0,9	14,1	6,8
2010	Альфа-Банк	B+/Ba1/BB-	28 478	5,7	0,44	2,20	1,0	10,8	7,6
	Банк С.-Петербург	Ba3	8 927	5,1	0,32	1,60	1,0	10,5	9,6
	МКБ	B1/B+	5 418	5,5	0,39	2,40	1,1	8,3	2,6
	Кредит Европа Банк	Ba3/BB-	2 780	7,6	0,49	3,40	1,9	17,1	3,7
	ХКФБ	B+/Ba3	3 310	24,9	0,38	9,50	3,2	32,7	7,3
	МДМ	B+/Ba2/BB	12 579	5,2	0,66	0,50	1,0	16,6	11,9
	НОМОС	Ba3/BB-	17 363	5,2	0,38	2,60	1,1	10,9	4,4
	Промсвязьбанк	B/Ba2/B+	15 559	5,3	0,53	0,50	1,0	9,4	10,8
	Ренессанс Кредит	B-/B3/B-	1 334	32,3	0,42	3,70	1,7	27,8	3,6
	Русский стандарт	B+/Ba3/B+	4 488	15,9	0,61	1,30	1,3	19,7	8,7
	СКБ-Банк	B2/B	2 763	5,6	0,66	1,00	0,8	12,8	6,8
	Восточный экспресс	B2	3 056	10,8	0,58	3,10	1,0	11,6	8,7

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

В ожидании положительного эффекта от IPO. Невзирая на впечатляющий размер чистой прибыли, на фоне роста суммарных активов отношение Собственный капитал/Суммарные активы в I квартале незначительно снизилось до 10,8% с 10,9% в 2010 г. Однако необходимо помнить о том, что в апреле НОМОС провел очень успешное IPO, благодаря которому акционерный капитал банка должен был увеличиться на 5 млрд руб., а достаточность капитала, как следствие, – повыситься до 11,5% исходя из проформа-отчетности на конец марта. Примечательно, что приобретение пакета ХМБ может оказаться не последней сделкой M&A в текущем году: менеджмент НОМОСа заявил, что рассматривает возможность выкупа оставшейся доли в ХМБ у Правительства ХМАО, что повлечет за собой необходимость дополнительного размещения обыкновенных акций. Цена потенциальной сделки пока неизвестна, и мы воздержимся от комментариев относительно ее последствий до появления новой информации.

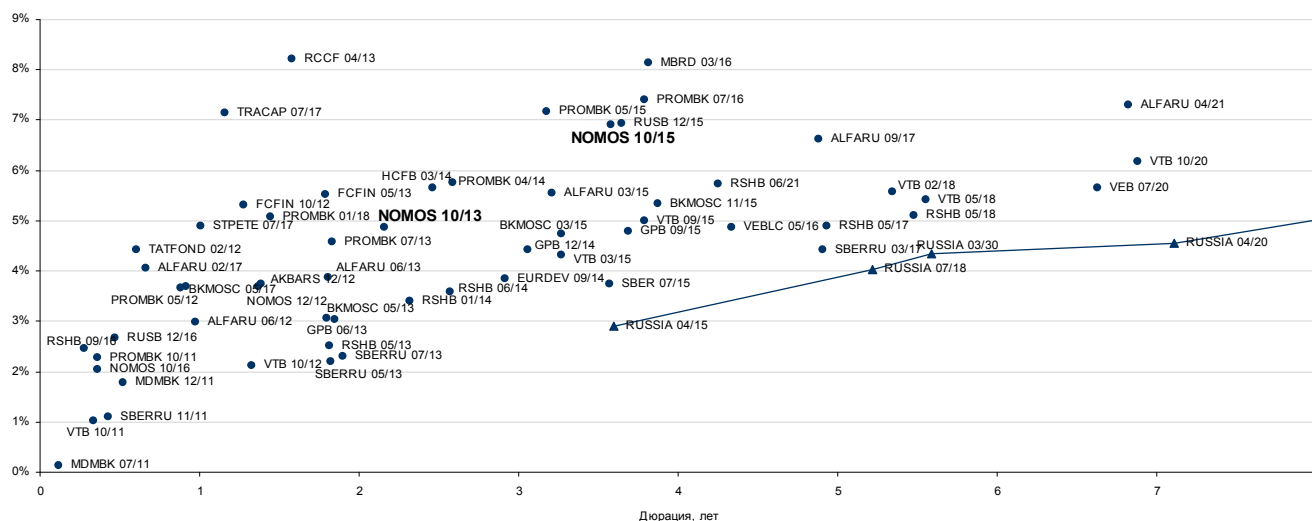
Наш взгляд на перспективы НОМОСа в 2011 г. Исходя из ожидающегося нами роста на 30% в долларовом выражении в 2011 г. и принимая во внимание итоги IPO, мы полагаем, что суммарные активы банка на конец текущего года составят около 23 млрд долл. С учетом ЧПМ после резервов на уровне 3,75% процентный доход после резервов, по нашей оценке, составит 675 млн долл. Мы также считаем, что благодаря росту масштабов бизнеса в 2011 г. НОМОС получит чистый комиссионный доход в размере 170 млн долл., в то время как доход от торговых операций останется практически на прежнем уровне – 100 млн долл. против 94 млн долл. в 2010 г. в силу ожидающейся стабильности долгосрочных процентных ставок. Таким образом, операционный доход банка, по нашей оценке, по итогам года достигнет 950 млн долл., а операционные расходы составят 480 млн долл., что соответствует отношению Доходы/Расходы на уровне 0,41 против 0,44 в I квартале – за счет экономии от масштаба. Такая динамика предполагает доходность средних активов и доходность капитала на уровне 1,9% и 15,3% соответственно, а величина акционерного капитала на конец года, согласно нашим расчетам, составит 2,45 млрд долл., или 10,8% совокупных активов. Еще раз отметим, что эти расчеты не учитывают возможной покупки оставшейся части ХМБ.

Облигации дорогие, а у кого дешевые? Как отмечалось нами ранее, мы позитивно оцениваем положительную динамику показателей банка, наблюдающуюся в последнее время. После приобретения ХМБ НОМОС стал вторым по размеру частным банком в России после Альфа-Банка. Кроме того, на его счету первое успешное банковское IPO после кризиса, по итогам которого даже удалось привлечь средства на развитие. Таким образом, мы положительно оцениваем риск НОМОСа и рекомендуем сохранять вес его бумаг в портфелях по крайней мере «наравне с рынком». В настоящий момент облигации НОМОСа оценены справедливо: их спреды шире, чем у бондов Альфы, но уже, чем, например, у Промсвязьбанка, который характеризуется более низким коэффициентом достаточности капитала и намного меньшей рентабельностью. Как следствие, при необходимости разместить свободные средства имеет смысл обратить внимание на от-

носителю ликвидные выпуски НОМОСа. Среди евробондов нам нравится субординированный выпуск NOMOS'15 (B1/B+) с доходностью к погашению в октябре 2015 г. порядка 7%. Субординированные бонды ПСБ стоят дешевле, однако при выборе между одинаково оцененными NOMOS'15 и RUSB'15 мы определенно предпочитаем первые. Среди старших выпусков еврооблигаций наиболее ликвидными, вероятно, являются NOMOS'13 (YtM чуть ниже 5%), но здесь имеется неплохая альтернатива в виде HCFB'14 (B+/Ba3/BB-, YtM 5,6%).

Наш фаворит – субординированный выпуск NOMOS'15

Долларовые еврооблигации российских банков

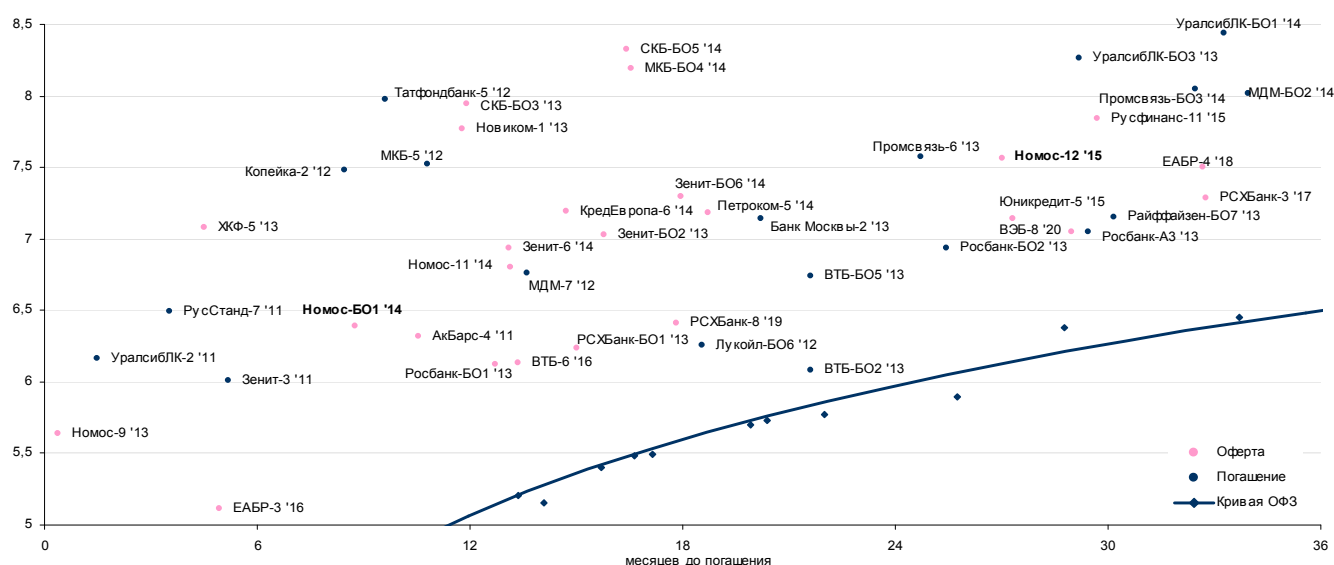


Источники: Bloomberg

В рублевом сегменте вся кривая выпусков НОМОСа выглядит оцененной справедливо, однако по сравнению с более короткими Номос БО-1 (6,4% на 9 месяцев) гораздо более привлекательной доходностью обладает ХКФБ-5 (7,1% на 5 месяцев). У немного более длинного Номос-11 (6,8% на 13 месяцев) также имеется сильный конкурент в лице КредитЕвропа-6 (ВАЗ/ВВ-, 7,2% на 14 месяцев). Также нелегко сделать выбор между самым длинным выпуском Номос-12 (7,55% на 27 месяцев) и МДМ БО-2 (В+/Вз2/ВВ) с доходностью 8% на 34 месяца. После тщательного анализа Номос-11 остается нашим фаворитом, поскольку его дисконт к КредитЕвропа-6 может быть оправданным ввиду существенной разницы масштабов бизнеса, а также небольшой премии выпуска Номос-11 к соседнему МДМ-7.

Непростой выбор, однако мы предпочитаем Номос-11

Рублевые облигации российских банков



Источники: ММВБ

Публикации по теме:

Март 25, 2011 г.: Номос-Банк - Снижение капитализации в результате присоединения ХМБ – впереди IPO

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110324_FI_Nomos_2010%20Review.pdf?docid=10163&lang=ru

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, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru

Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Союшкина, sonyushkinada@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

Антон Кулаков, kulakovak@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, myrsikovanv@uralsib.ru

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Наталия Березина, berezinana@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

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоли Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкрот, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru

Степан Чургов, chugrovss@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 Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Капитал 2011