

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

Играем ва-банк!



Пора инвестировать в российские банки

Анализ долговых инструментов

Октябрь 2012

ИГРАЕМ ВА-БАНК

Пора инвестировать в российские банки

Инвестиционное резюме.....	3
Краткий обзор ситуации в секторе.....	4
Торговые идеи	13
 <i>Обзор банков</i>	
Альфа-Банк	19
Банк Зенит.....	23
Восточный Экспресс	27
ВТБ.....	31
ВЭБ.....	35
Газпромбанк	39
ЕАБР	43
Кредит Европа Банк	47
Московский кредитный банк.....	51
НОМОС-Банк.....	55
НФК.....	59
ОТП Банк.....	63
Промсвязьбанк.....	67
Райффайзенбанк.....	71
Ренессанс Кредит	75
Росбанк	79
Россельхозбанк.....	83
Русский Стандарт	87
Сбербанк	91
СКБ-банк	95
ТКС Банк.....	99
ХКФ Банк.....	103
ЮникредитБанк	107

ИГРАЕМ ВА-БАНК

Пора инвестировать в российские банки

Российский банковский сектор стабилен... В настоящее время российский банковский сектор в целом не хуже, чем в середине 2008 г., готов к шоку, сопоставимому по масштабам с крахом Lehman Brothers. Преимущества нынешнего состояния банков – снижение зависимости от оптового фондирования, существенный потенциал абсорбирования убытков, испытанные кризисом и прошедшие через реструктуризацию кредитные портфели и неперегретый сегмент корпоративного кредитования.

...однако риски сохраняются. С другой стороны, возрастающая зависимость от регулятора, некоторая нехватка капитала первого уровня, возникшая на фоне быстрого роста кредитования в 2011 – 1 п/г 2012 гг., и низкая ликвидность баланса являются ключевыми рисками для дальнейшего развития сектора. Мы допускаем, что в случае очередного витка кризиса некоторые банки могут пострадать, однако системообразующие кредитные организации продолжают функционировать и сохраняют платежеспособность. В распоряжении правительства сейчас меньше ресурсов, которые можно было бы направить на поддержку участников рынка, однако это лишь подтверждает важность качественного кредитного анализа в отношении каждого эмитента российского долгового рынка.

Прогноз на 2 п/г 2012 – 2013 гг. оптимистический. Мы ожидаем замедления роста кредитных портфелей во 2 п/г 2012 г. – 2013 г. В частности, валовое кредитование, по нашей оценке, увеличится по итогам 2012 г. на 18%, а в 2013 г. – на 16%. Исходя из прогнозируемого нами ускорения инфляции в 2013 г. до 6,9% с ожидающихся 6,7% в 2012 г., мы не видим существенного потенциала для снижения процентных ставок в ближайшие полтора года и ожидаем сохранения текущего уровня достаточности капитала в банковской системе (12%). В целом темпы экономического роста в России замедляются, но остаются высокими, и в ближайшие пару лет схожая тенденция, как мы полагаем, будет отмечаться и в банковской системе: стабильный рост без резких движений в ту или иную сторону.

Привлекательные возможности во всех трех эшелонах. Мы детально проанализировали финансовые результаты банков, выявив слабые и сильные стороны их кредитных профилей, а также оценив проделанную ими после кризиса «работу над ошибками» и уровень готовности к новой волне негативных событий. На рынке еврооблигаций мы рекомендуем бумаги госбанков (Сбербанк, ВЭБ) как альтернативу суверенной кривой. Среди частных банков бесспорным фаворитом является Альфа-Банк. На локальном рынке наши основные рекомендации относятся ко второму и третьему эшелонам, и, в частности, мы рекомендуем к покупке выпуски Промсвязьбанка, Кредит Европа Банка, ОТП-Банка, Банка Восточный Экспресс и ТКС Банка.

Рост кредитования замедлится, капитализация останется прежней

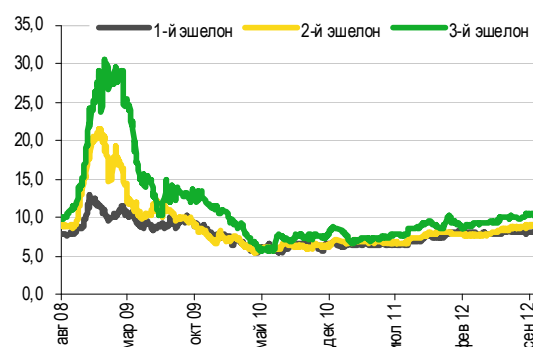
Прогнозы по банковскому сектору на 2011-2014 гг.

	2011	2012П	2013П	2014П
Совокупные активы, млрд руб.	41 628	47 040	54 096	64 915
Изм. за год, %	23	13	15	20
Итого кредиты, млрд руб.	23 634	27 817	32 358	38 626
Изм. за год, %	28	18	16	19
Корпоративные кредиты, млрд руб.	18 083	20 434	23 499	27 729
Изм. за год, %	26	13	15	18
Розничные кредиты, млрд руб.	5 551	7 383	8 859	10 897
Изм. за год, %	36	33	20	23
Коэффициенты, %				
Норматив достаточности капитала, (Н1)	15,0	12,5	12,5	12,1
Кредиты / Депозиты	91	93	94	97
Капитал / Активы	11,9	12,1	12,2	11,8
Итого кредиты / Итого активы	57	59	60	60
ROE до налогов	18,0	18,0	20,0	20,0

Источники: данные банков, оценка УРАЛСИБа

Доходности близки к уровням 1 п/г 2008 г., но далеки от значений 1 п/г 2011 г.

Средняя доходность рублевых бумаг банковского сектора, % годовых



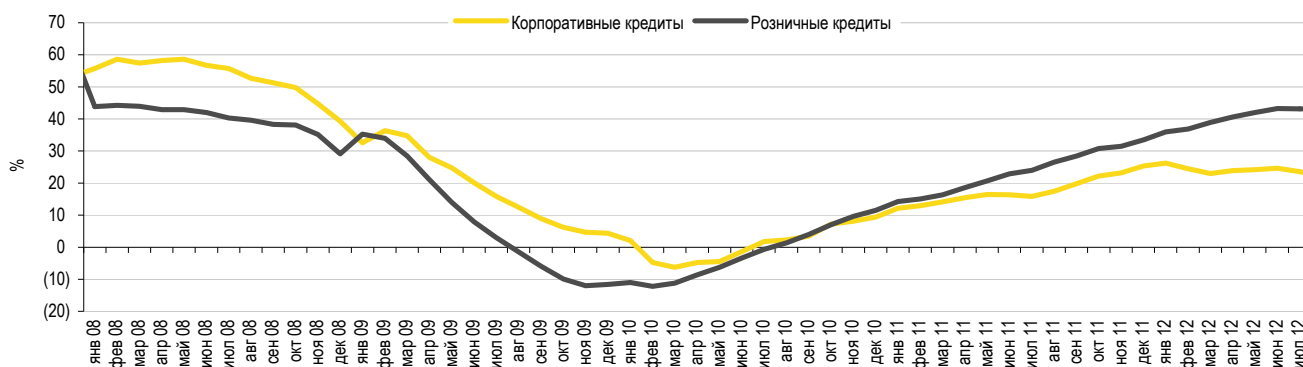
Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

КРАТКИЙ ОБЗОР СИТУАЦИИ В СЕКТОРЕ

Активный рост за счет розничного кредитования. Банковский сектор в последнее время является одним из наиболее динамично развивающихся в российской экономике. Как видно на графике ниже, в 1 п/г 2012 г. темпы роста розничного кредитования составили более 40% год к году, а портфель корпоративных кредитов увеличился примерно на 25%. По итогам 2011 г. банковский сектор вырос на 30%, после того как прибавил приблизительно 11% в 2010 г. Таким образом, банки демонстрируют интенсивный рост, однако его темпы пока далеки от тех, что отмечались в период до банкротства Lehman Brothers – тогда объем корпоративных кредитов, составляющих около 75% всего кредитного портфеля, увеличивался почти на 60% год к году. Наблюдающийся сейчас опережающий рост розничного кредитования дает меньше поводов для беспокойства, чему есть три основные причины. Во-первых, портфели розничных кредитов отличаются более высокой процентной маржой даже после корректировки на стоимость риска. Во-вторых, они намного более фрагментированны. В-третьих, домохозяйства в России характеризуются существенно меньшей долговой нагрузкой по сравнению с развитыми экономиками, чего нельзя сказать о российских компаниях. Согласно статданным по банковской системе за июль, объемы корпоративного кредитования за указанный месяц выросли лишь на 0,96%, а розничного – на 2,83%, и это заставило нас предположить, что кредитование наконец стало ощутимо замедляться. Однако августовские данные вновь выглядят довольно оптимистически: (+2,1% в корпоративном сегменте, +3,6% в розничном), что было отражено в итоговом заявлении заседания совета директоров ЦБ, отметившего сохраняющиеся высокие темпы роста кредитования, невзирая на некоторые признаки стабилизации.

Недавнее замедление не критично

Темпы роста кредитования в России, % год к году

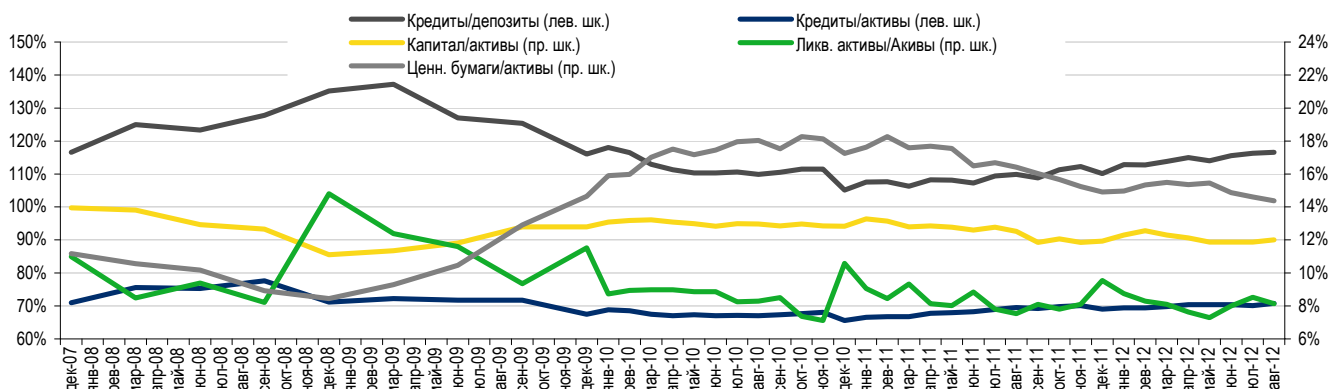


Источники: ЦБ

Интенсивный рост порождает проблемы, одной из которых является недостаток капитала... Относительно быстрый рост российских банков в 2011 г. привел к появлению двух важных проблем – нехватке капитала и дефициту ликвидности. Как следует из графика ниже, достаточность капитала первого уровня с марта 2010 г. находится на нисходящей траектории. Сейчас показатель составляет 12% против 13,2% в 1 п/г 2010 г. и 14% в январе 2008 г. Уровень 12% не так уж страшен, однако необходимо помнить о том, что эта цифра учитывает хорошо капитализированный Сбербанк, тогда как многие частные банки балансируют на грани нарушения норматива достаточности капитала, установленного ЦБ.

Без привлечения капитала извне дальнейший рост затруднителен

Важные балансовые соотношения банковской системы РФ

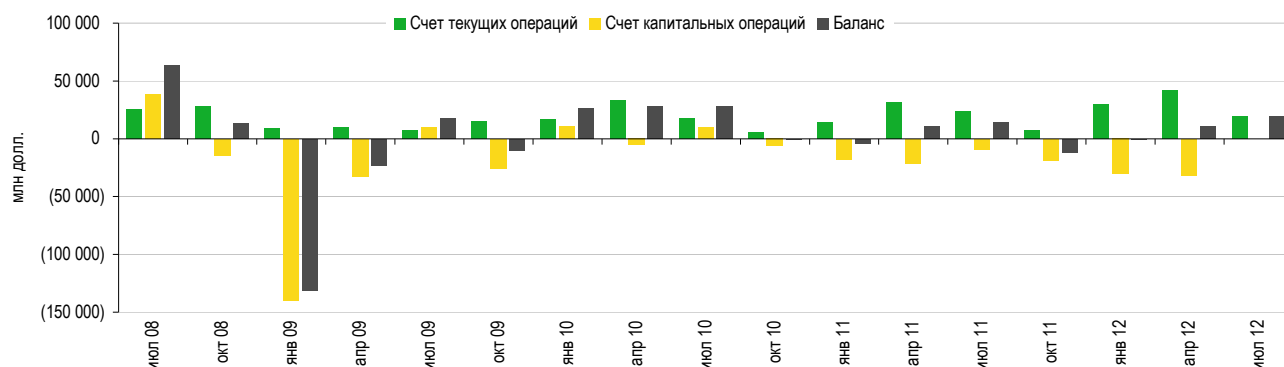


Источники: ЦБ

В условиях оттока капитала (см. график ниже) российским банкам непросто привлечь средства для дальнейшего наращивания активов. Бегство капитала началось в 4 кв. 2008 г. и с небольшими перерывами продолжается до настоящего времени. Так, в прошлом году из страны было выведено 80 млрд долл. Более свежая отчетность – за 2 кв. 2012 г. – дает некоторые основания рассчитывать на улучшение ситуации со счетом капитальных операций, однако с уверенностью говорить о формировании тенденции пока преждевременно.

Отток капитала во 2 кв. оказался близким к нулю

Платежный баланс России, млн долл.

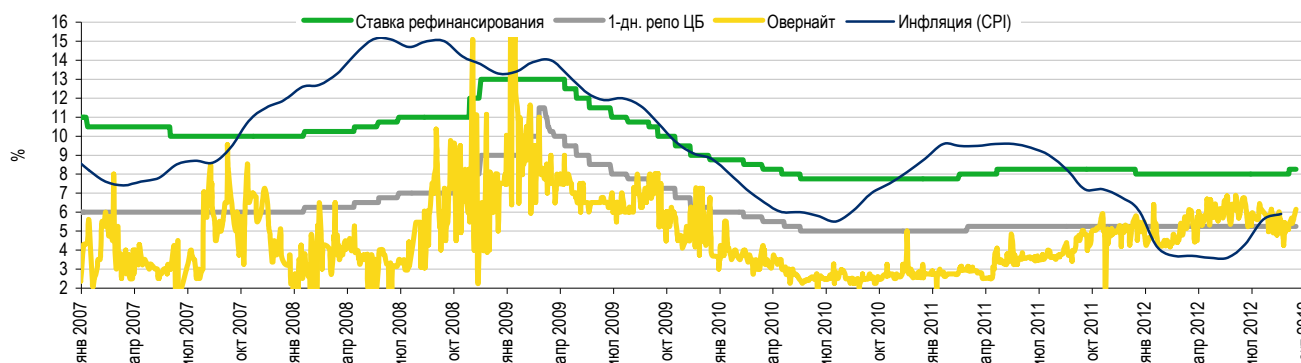


Источники: ЦБ, Bloomberg

...а другой – кризис ликвидности. Как демонстрирует график ниже, в конце 2011 г. ставка овернайт устойчиво превысила ставку репо ЦБ, что отражало острую потребность банков в средствах регулятора. В 1 п/г 2012 г. положение продолжало ухудшаться, а первые позитивные признаки появились только в августе.

Период пиковых ставок денежного рынка пройден в мае-июне

Основные процентные ставки РФ (% годовых) и темп инфляции (% год к году)

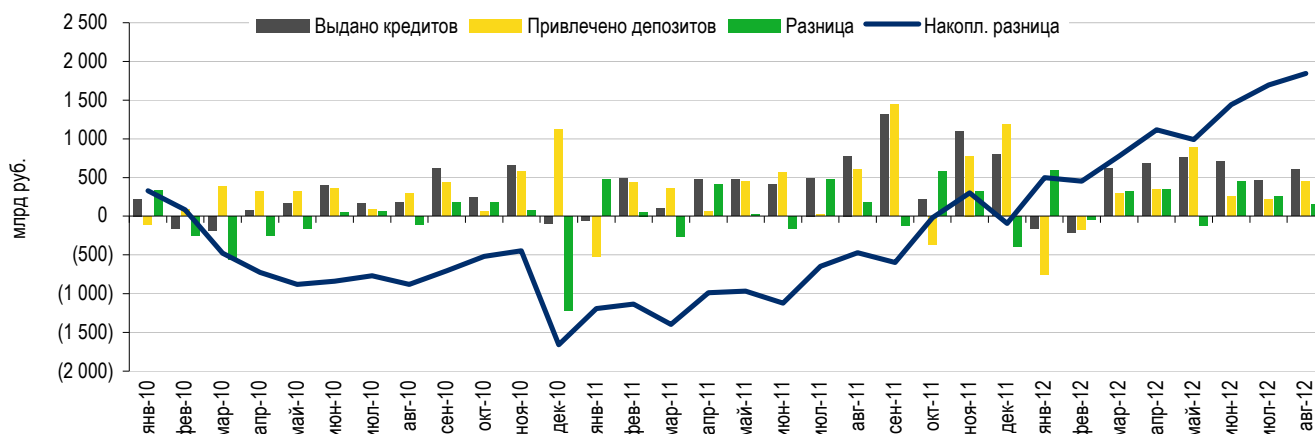


Источник: ЦБ, Bloomberg

Как мы уже упоминали, дефицит ликвидности и динамичный рост банковской системы – тесно связанные явления. На графике ниже показана динамика чистых кредитов и чистых депозитов в российской банковской системе, а также спред между двумя показателями (линия – накопительным итогом) с января 2010 г. Как можно видеть, на протяжении всего 2010 г. депозиты росли быстрее кредитов на фоне низкой экономической активности и сравнительно высоких депозитных ставок, достигших пика в 2009 г. К декабрю 2010 г. на банковских депозитах образовался профицит в объеме 1,5 трлн руб., который был полностью израсходован в 2011 г., когда ситуация сменилась на противоположную: экономический рост ускорился, а ставки по депозитам пошли вниз. В 2012 г. линия накопленной разницы выходит в область положительных значений, что говорит о потребности в дополнительных ресурсах для продолжения роста кредитования. К сегодняшнему дню помимо депозитов банки привлекли порядка 2 трлн руб., в основном в виде кредитов ЦБ, так как обстановка на долговых рынках с августа 2011 г. была далека от благополучной. По сути, нынешний дефицит ликвидности можно назвать добровольным, поскольку его главной причиной является быстрое наращивание кредитных портфелей при ограниченных финансовых возможностях.

Депозиты, накопленные в 2010 г., были полностью потрачены банками в 2011 г.

Ежемесячный объем чистой выдачи кредитов, привлечения депозитов и разрыв между ними

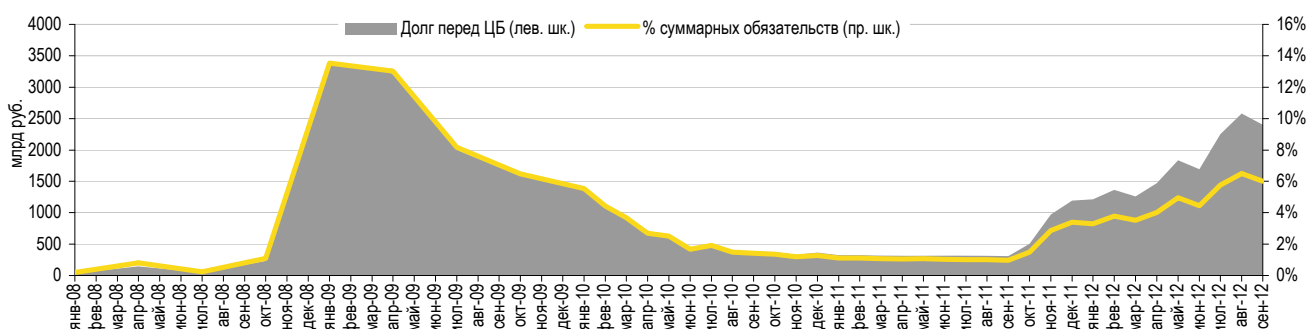


Источники: ЦБ

Основную часть возможной ликвидности ЦБ уже предоставил. На следующем графике показана совокупная задолженность российских банков перед ЦБ. На начало сентября она равнялась 2,4 трлн руб., или 6% суммарных обязательств банковской системы. Отметим, что в конце 2008 г. зависимость российских кредитных организаций от ЦБ была гораздо выше; тогда объем финансирования, предоставленного Банком России, составлял порядка 3,5 трлн руб. (13,5% совокупных обязательств), включая дорогие необеспеченные кредиты. В настоящий момент финансирование ЦБ представлено преимущественно операциями репо/ломбардными кредитами, то есть предусматривает обеспечение, однако потенциальный объем залоговой массы почти исчерпан: ломбардный список ЦБ сейчас включает не только облигации с рейтингами уровня «В-», но и большинство акций, входящих в индекс ММВБ. Согласно отчету ЦБ, на 1 июля в распоряжении российских банков находилось 2,9 трлн руб. возможного обеспечения (с учетом дисконтов), поэтому 2,25 трлн руб. фактической задолженности перед ЦБ по состоянию на ту же дату указывает на то, что банки могут занять еще лишь 650 млрд руб., что совсем не много.

Зависимость банков от ЦБ вновь высокая

Задолженность банков РФ перед ЦБ

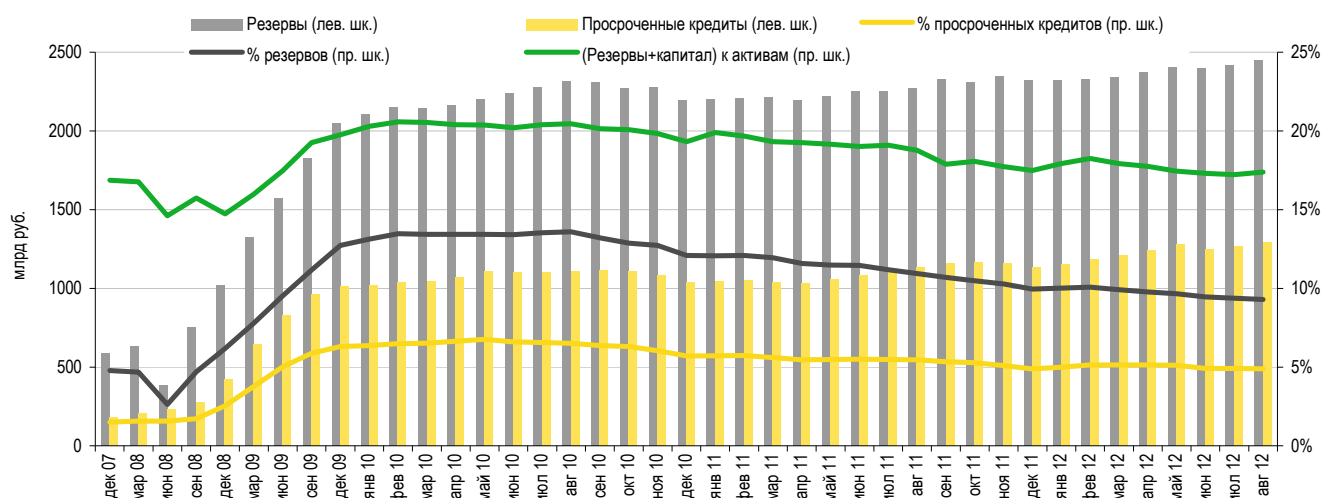


Источники: ЦБ

Уровень резервирования на потери по ссудам выглядит достаточным. Для российской банковской системы по-прежнему актуальна проблема качества активов. В 2009 г. доля просрочки в валовом кредитном портфеле подскочила до 6,8% с примерно 1,5% в 1 п/г 2008 г. В последующие годы ситуация улучшилась, однако на данный момент показатель остается довольно высоким – около 5%. Среди позитивных моментов выделим рост коэффициента резервирования до 9,3% от валовых кредитов. Вкупе с акционерным капиталом резервы составляют 17,4% суммарных активов, что более или менее соответствует уровню начала 2008 г. Таким образом, общая способность к абсорбированию убытков с тех пор не ухудшилась, несмотря на относительную нехватку капитала первого уровня, о которой упоминалось выше.

Способность абсорбировать убытки – на уровне 2007 г.

Основные показатели качества активов российских банков



Источники: ЦБ, оценка УРАЛСИБа

Доля ценных бумаг в совокупных активах остается высокой. После первоначального шока, вызванного крахом Lehman Brothers, доля ценных бумаг в суммарных активах российских банков в декабре 2008 г. сократилась до рекордно низких 9%, однако в последующие месяцы стало ясно, что высококачественный сегмент облигационного рынка пройдет испытание кризисом, и банки начали активно покупать ценные бумаги (прежде всего долговые). При этом, помимо перспектив получения процентного дохода, банки привлекала возможность использовать сформированные портфели в качестве залога при кредитовании в ЦБ. В конце 2010 г. доля ценных бумаг в активах достигла пиковых значений, превысив 18%. К этому времени большинство банков завершили реструктуризацию основной части своих кредитных портфелей, а рост кредитования возобновился. В результате средства были частично перенаправлены из ценных бумаг в кредиты, а доля первых сократилась до примерно 15% в 2012 г. Таким образом, банки по-прежнему держат на балансах больше ценных бумаг (в основном рублевых облигаций) по сравнению с докризисным периодом – как в абсолютном, так и в относительном выражении.

Простой стресс-тест показывает, что российские банки переживут кризис, сравнимый с крахом Lehman Brothers.

Согласно нашим расчетам, максимальный убыток по портфелю корпоративных бондов в период кризиса между сентябрем 2008 г. и апрелем 2009 г. составил 13% (включая все дефолты), тогда как для сегмента госбумаг этот показатель был равен 10% (отсутствие дефолтов, но более высокая средняя дюрация). Если представить себе, что шок сопоставимого масштаба произойдет сейчас, суммарный убыток банков, учитывая объем портфеля ценных бумаг, составит приблизительно 2% от объема активов. Мы считаем такую величину потенциального убытка приемлемой, поскольку в этом случае достаточность капитала первого уровня в банковской системе оказывается где-то в районе разрешенных 10%. Кроме того, в настоящий момент убытки масштаба 2008 г. на рынке рублевых облигаций, да и акций, вряд ли возможны по ряду причин. Во-первых, ввиду низкого объема высокорисковых корпоративных выпусков, на которые пришлось основная часть дефолтов в 2008 г. Во-вторых, доля госбумаг в портфелях банков сейчас выше, чем была тогда. Однако эти предположения касаются лишь портфелей ценных бумаг и исходят из посылки, что дефолта на рынке МБК не произойдет.

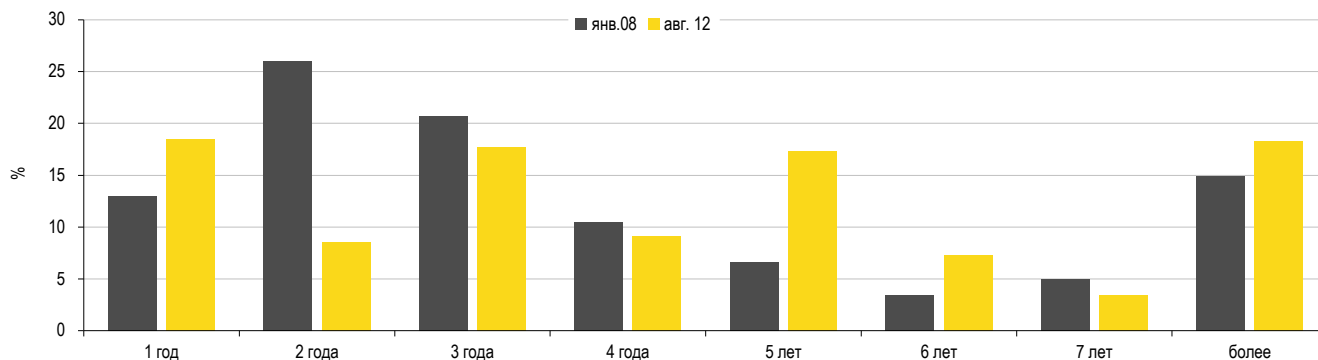
Уменьшение денежных средств на балансах компенсируется внушительной подушкой ценных бумаг. В последнее время российские банки сократили объемы ликвидных активов до минимальных значений с докризисного периода, чтобы поддержать чистую процентную маржу, оказавшуюся под давлением в 2010 г. на фоне снижения ставок. Сейчас доля ликвидных активов составляет 8,1% суммарного показателя против 11% на конец 2007 г. В то же время увеличившийся портфель ценных бумаг облегчает банкам привлечение средств в случае экстренной необходимости, поскольку ценные бумаги могут быть проданы или использованы в качестве залога при различных вариантах рефинансирования. Как отмечалось выше, почти все бонды и большинство акций российских компаний включены в ломбардный список ЦБ.

Доля оптового фондирования остается низкой с 2009 г. В качестве позитивного фактора отметим, что зависимость банковской системы России от оптового финансирования заметно уменьшилась. В 1 п/г 2008 г. обязательства по оптовому финансированию превышали 23% от совокупных обязательств, тогда как сейчас этот показатель составляет 16,8%. Улучшение стало возможным благодаря стабильному притоку депозитов в 2009–2010 гг., а также вследствие слабой конъюнктуры рынка долгового капитала. Что же касается доли облигаций в совокупных обязательствах, то теперь она составляет 4,9% против 6,2% в июле 2008 г. На наш взгляд, изменения в структуре фондирования компенсируют вышеупомянутый риск сокращения доли ликвидных активов в балансе банков.

Срочная структура облигационных обязательств банков теперь выглядит почти так же, как в 2008 г. Представленный ниже график отражает срочную структуру внешних облигационных обязательств российских банков. По состоянию на август 2012 г. она не слишком отличалась от структуры 2008 г. В ближайшие 12 месяцев должно быть погашено порядка 18% общего объема обязательств, или 10,9 млрд долл., тогда как в 2008 г. к погашению были предъявлены еврооблигации финансового сектора на сумму 6,4 млрд долл. Если посмотреть на еврооблигации со сроками погашения 1–2 года, ситуация гораздо более благополучна: 8,5% в 2012 г. и 25% (12,7 млрд долл. в абсолютном выражении) в 2009 г.

Краткосрочного долга стало больше, но доля облигаций с погашением через два года значительно увеличилась

Срочность еврооблигаций российского финансового сектора (в % от общего объема к погашению)

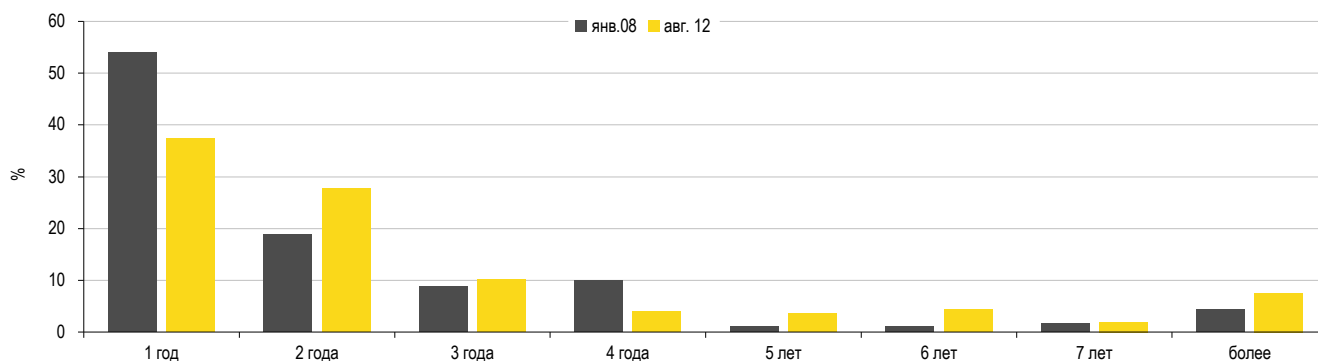


Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

На локальном рынке ситуация с распределением банковских облигаций по срокам в некоторой степени является зеркальным отражением положения дел на рынке евробондов: в ближайшие 12 месяцев гасится меньший объем, а наиболее существенные выплаты предстоят на горизонте 1–2 года. При этом заимствования банков остаются преимущественно краткосрочными: в августе 2012 г. доля локальных облигаций к погашению в течение года составляла 37,3% против 54% в январе 2008 г. В абсолютном выражении в ближайшие 12 месяцев банки должны погасить 477 млрд руб. (16 млрд долл.) локальных облигаций – в дополнение к 10,9 млрд долл. внешних обязательств.

Доля краткосрочного долга снизилась

Срочность локальных облигаций российского финансового сектора (в % от общего объема к погашению)



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Что дальше? В таблице ниже приведен наш прогноз для банковского сектора на ближайшие годы. В целом мы ожидаем замедления роста кредитных портфелей во 2 п/г 2012 г. – 2013 г. до уровней, соответствующих среднему ROE банков. В частности, валовое кредитование по итогам 2012 г., согласно нашей оценке, увеличится на 18%, а в 2013 г. – на 16%, в то время как доналоговый ROE составит 18% и 20% соответственно. Вместе с тем этот сценарий основан на предполагаемом сохранении средней ЧПМ вблизи текущего уровня (5%). Как правило, снижение процентных ставок оказывает давление на ЧПМ, однако, исходя из прогнозируемого нами ускорения инфляции в 2013 г. до 6,9% с ожидающихся 6,7% в 2012 г., мы не видим существенного потенциала для снижения процентных ставок в ближайшие полтора года. Учитывая, что темпы роста кредитования будут более или менее соответствовать ROE, мы также ожидаем сохранения текущего уровня достаточности капитала в банковской системе (12%). В целом темпы экономического роста в России снижаются, но остаются высокими, и в ближайшие пару лет схожая тенденция, как мы полагаем, будет также отмечаться банковской системе: стабильный рост без резких движений в ту или иную сторону.

Прогнозы по банковскому сектору и макроэкономике, 2007–2015П

	2007	2008	2009	2010	2011	2012П	2013П	2014П	2015П
Макроэкономика									
ВВП, млрд руб.	31 652	49 125	37 149	44 461	59 844	64 442	71 685	80 649	90 634
ВВП, млрд долл.	1 289	1 671	1 231	1 465	1 859	2 152	2 350	2 625	2 918
Реальный рост, изм. за год, %	8,1	5,6	(7,9)	4,0	4,3	3,2	2,9	2,9	2,9
Инфляция, изм. за год, %	11,9	13,3	8,8	8,8	6,1	6,7	6,9	6,7	6,6
Курс руб./долл. на конец периода	24,5	29,4	30,2	30,4	32,2	29,9	30,5	30,7	31,1
Курс руб./долл. в среднем за период	25,6	24,9	31,7	30,4	29,4	29,5	30,4	30,6	30,9
Балансовые показатели									
Совокупные активы, млрд руб.	20 241	28 022	29 430	33 805	41 628	47 040	54 096	64 915	75 301
Рост за год, %	44	38	5	15	23	13	15	20	16
Итого активы в % от ВВП	64	57	79	76	70	73	75	80	83
Итого активы, млрд долл.	825	953	975	1 114	1 293	1 571	1 773	2 113	2 424
Итого кредиты, млрд руб.	12 407	16 527	16 346	18 410	23 634	27 817	32 358	38 626	45 796
Рост за год, %	53	33	(1)	13	28	18	16	19	19
В % от ВВП	39	34	44	41	39	43	45	48	51
Итого кредиты, млрд долл.	505	562	542	606	734	929	1 061	1 257	1 474
Корпоративные кредиты, млрд руб.	9 436	12 510	12 772	14 325	18 083	20 434	23 499	27 729	32 720
Рост за год, %	56	33	2	12	26	13	15	18	18
В % от ВВП	30	25	34	32	30	32	33	34	36
Корпоративные кредиты, млрд долл.	384	426	423	472	562	682	770	903	1 053
Розничные кредиты, млрд руб.	2 971	4 017	3 574	4 085	5 551	7 383	8 859	10 897	13 076
Рост за год, %	44	35	(11)	14	36	33	20	23	20
В % от ВВП	9	8	10	9	9	11	12	14	14
Розничные кредиты, млрд долл.	121	137	118	135	172	247	290	355	421
Итого депозиты и счета, млрд руб.	12 053	14 749	17 131	21 081	26 082	29 994	34 493	39 667	45 618
Рост за год, %	42	22	16	23	24	15	15	15	15
В % от ВВП	38	30	46	47	44	47	48	49	50
Итого депозиты и счета, млрд долл.	491	502	568	694	810	1 002	1 131	1 291	1 469
Розничные депозиты, млрд руб.	5 264	5 907	7 485	9 818	11 871	13 652	15 699	18 054	20 762
Рост за год, %	36	12	27	31	21	15	15	15	15
В % от ВВП	17	12	20	22	20	21	22	22	23
Розничные депозиты, млрд долл.	214	201	248	323	369	456	515	588	668
Корпоративные депозиты и счета*, млрд руб.	6 789	8 842	9 646	11 263	14 211	16 343	18 794	21 613	24 855
Рост за год, %	48	30	9	17	26	15	15	15	15
В % от ВВП	21	18	26	25	24	25	26	27	27
Корпоративные депозиты и счета*, млрд долл.	277	301	320	371	441	546	616	704	800
Взвешенные на риск активы (РСБУ), млрд руб.	17 233	22 691	22 145	26 164	35 661	48 921	56 800	68 160	79 066
% от совокупных активов	85	81	75	77	86	104	105	105	105
Итого капитал (РСБУ), млрд руб.	2 672	3 811	4 621	4 732	5 360	6 132	7 113	8 251	9 571
Акционерный капитал (РСБУ), млрд руб.	2 809	3 109	3 766	4 339	4 963	5 678	6 586	7 640	8 862
Коэффициенты, %									
Коэффициент достаточности капитала, (H1)	15,5	16,8	20,9	18,1	15,0	12,5	12,5	12,1	12,1
Кредиты/Депозиты	103	112	95	87	91	93	94	97	100
Капитал/Активы	13,9	11,1	12,8	12,8	11,9	12,1	12,2	11,8	11,8
Итого кредиты/Итого активы	61	59	56	54	57	59	60	60	61
ROE до налогов	22,1	13,8	6,0	15,0	18,0	18,0	20,0	20,0	20,0

*Корпоративные счета и депозиты также включают еврооблигации, выпущенные российскими банками (ЦБ)

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Резюме. Перечислим основные сильные и слабые стороны российской банковской системы в ее нынешнем состоянии в сравнении с ситуацией 1 п/г 2008 г.

Сильные стороны

- Более низкая зависимость от оптового фондирования, доля которого в совокупных обязательствах банков сейчас составляет 16,8% против приблизительно 23% в 2008 г.
- Значительный потенциал абсорбирования убытков: отношение капитала и резервов к совокупным активам в настоящее время составляет 17,4% против 15% в июле 2008 г.
- Испытанные кризисом кредитные портфели, которые в 2008–2009 гг. прошли реструктуризацию.
- Неперегретый сегмент корпоративного кредитования, проблемы которого, как показывает история, порой не проявляются сразу, что отличает его от розничного сегмента, часто демонстрирующего формально более высокий уровень просрочки.

Слабые стороны

- Почти 6% совокупных обязательств приходится на Центробанк, тогда как в 1 п/г 2008 г. зависимость от регулятора была нулевой. Возможности залогового кредитования в существенной мере исчерпаны.
- Сравнительная нехватка капитала первого уровня, связанная с быстрым ростом кредитного портфеля в 2011 г. – 1 п/г 2012 г.
- Более низкая ликвидность баланса – впрочем, эту проблему смягчает подушка ценных бумаг (в основном локальных облигаций), которые не должны стать источником больших проблем, если Россию накроет новая волна кризиса.

Российский банковский сектор пережил крах Lehman Brothers и сейчас является одним из наиболее динамично развивающихся секторов экономики. В 2011 г. – 1 п/г 2012 г. в банковской системе наблюдался интенсивный рост кредитования, во многом обусловленный низкой базой (портфели многих банков резко сократились в 2009 г. – 1 п/г 2010 г.), а некоторые сильные иностранные игроки были вынуждены уйти с российского рынка. Восстановление в секторе происходило на фоне падения процентных ставок, что оказало давление на ЧПМ, однако связанное с этим снижение дохода от основной деятельности было компенсировано частичным роспуском внушительных резервов, сформированных в 2009 г. В середине 2012 г. сектор достиг очередного рубежа: банкам стало не хватать ресурсов для поддержания прежних высоких темпов кредитования в связи с нестабильной мировой конъюнктурой и ужесточением требований к капиталу. Как следствие, в настоящий момент банковская система находится в поиске новых источников пополнения капитала; между тем темпы роста кредитования в ближайшие полтора года, по всей видимости, будут соответствовать среднему ROE. Наблюдающееся сейчас торможение российской экономики требует от отдельных игроков банковского сектора оптимизировать издержки. Что касается крайне негативных сценариев: по нашему мнению, сейчас российский банковский сектор не хуже, чем в середине 2008 г., готов к еще одному шоку, сопоставимому с крахом Lehman Brothers. Исходя из этого, мы допускаем, что некоторые банки могут пострадать в случае очередной волны кризиса, однако системообразующие кредитные организации продолжают функционировать и сохраняют платежеспособность. В распоряжении правительства сейчас меньше ресурсов, которые можно было бы направить на поддержку участников рынка, однако это лишь подтверждает важность качественного кредитного анализа в отношении каждого эмитента российского долгового рынка. Вместе с тем главной опорой банковской системы по-прежнему является ЦБ, в последние годы сумевший пополнить международные резервы, что позволило сохранить чистый внешний долг России вблизи нулевых значений. В банковской системе до сих пор наблюдаются черты антикризисного управления (наиболее очевидный пример – зависимость от фондирования ЦБ), в то же время целый ряд позитивных событий последнего времени подтверждает инвестиционную привлекательность российских банков. В этой связи прежде всего стоит упомянуть IPO НОМОС-Банка, консолидацию им Ханты-Мансийского банка и последующее повышение рейтинга НОМОСа; повышение рейтинга Альфа-Банка до инвестиционного уровня и размещение десятилетнего евробонда, ставшего ориентиром для сектора; а также наиболее свежую новость – долгожданное SPO Сбербанка. В целом мы полагаем, что действия ЦБ в части постепенной реализации правил Базельского соглашения будут способствовать укреплению уверенности инвесторов в российских банках. Главной движущей силой экономики России остается внутренний спрос, и среди отраслей, сильнее всего зависящих от этого фактора, банки, по всей видимости, являются наиболее прозрачным и ликвидным сектором, по крайней мере на долгом рынке.

Эмитент	Сильные стороны профиля	Факторы риска
Альфа-Банк (BB/Ba1/BBB-)	1. Высокое качество активов 2. Высокая рентабельность активов и капитала 3. Комфортная и стабильная структура доходов 4. Ликвидные активы с запасом покрывают все обязательства по оптовому фондированию	1. Снижение ЧПМ (но в рамках отраслевых тенденций) 2. Высокая концентрация портфеля по крупнейшим заемщикам
Банк Зенит (-/Ba3/B+)	1. Поддержка со стороны акционеров 2. Комфортная и стабильная структура доходов 3. Неплохое качество кредитного портфеля и низкая стоимость риска 4. Диверсифицированная структура фондирования	1. Низкая ЧПМ 2. Относительно низкая капитализация 3. Преобладание длинных активов и коротких пассивов
Восточный Экспресс (-/B1/-)	1. Комфортная и стабильная структура доходов 2. Высокая рентабельность активов и капитала 3. Сильные акционеры 4. Низкая зависимость от оптового фондирования 5. Ликвидные активы с запасом покрывают все обязательства по оптовому фондированию	1. Неполное покрытие просрочки резервами 2. Качество активов немного хуже, чем у большинства конкурентов 3. Невысокая достаточность капитала
ВТБ (BBB/Baa1/BBB)	1. Комфортное покрытие просрочки резервами 2. Высокий уровень ликвидности 3. Относительно свободный доступ к рефинансированию	1. Низкая достаточность капитала 2. Высокая зависимость от торговых доходов 3. Высокая доля оптового фондирования в пассивах 4. Высокая концентрация портфеля по крупнейшим заемщикам
ВЭБ (BBB/Baa1/BBB)	1. Высокая достаточность капитала 2. Относительно свободный доступ к рефинансированию 3. Поддержка со стороны государства	1. Высокая зависимость от торговых доходов 2. Невысокое качество активов 3. Низкая рентабельность активов и капитала 4. Низкая ЧПМ 5. Низкая диверсификация портфеля по заемщикам и секторам экономики
Газпромбанк (BBB-/Baa3/-)	1. Высокое качество активов 2. Комфортная подушка ликвидности, покрывающая долговые обязательства на ближайшие годы 3. Относительно свободный доступ к рефинансированию	1. Высокая зависимость от торговых доходов 2. Растущая зависимость от оптового фондирования 3. Невысокая достаточность капитала 4. Низкая ЧПМ 5. Низкая диверсификация портфеля по заемщикам и секторам экономики
ЕАБР (BBB/A3/BBB)	1. Очень высокая достаточность капитала 2. Высокое качество активов 3. Относительно свободный доступ к рефинансированию 4. Комфортный уровень ликвидности 5. Высокие темпы роста портфеля	1. Высокая зависимость от оптового фондирования 2. Высокая зависимость от торговых доходов 3. Низкая рентабельность активов и капитала 4. Низкая ЧПМ 5. Низкая диверсификация портфеля по секторам экономики
Кредит Европа Банк (-/Ba3/BB-)	1. Комфортный уровень ликвидности 2. Хорошие показатели капитализации 3. Высокое качество активов	1. Высокая зависимость от оптового фондирования и средств материнской группы 2. Насыщенный график погашений в 2013–2014 гг. 3. Необходимость наращивания отчислений в резервы на фоне активного развития потребительского кредитования
Московский кредитный банк (B+/B1/BB-)	1. Высокие темпы роста активов 2. Высокое качество кредитного портфеля 3. Операционная эффективность 4. Комфортный уровень ликвидности	1. Довольно низкая ЧПМ 2. Высокая волатильность от торговых доходов 3. Потенциальное ухудшение качества активов из-за бурного роста
НОМОС-Банк (-/Ba3/BB/-)	1. Комфортный уровень ликвидности 2. Традиционно высокое качество активов	1. Ослабление финансового профиля после объединения с Банком "Открытие" 2. Неопределенность со стратегией после смены акционеров 3. Высокая вероятность понижения рейтинга после консолидации в структуре ФК "Открытие"
НФК (-/B3/B-)	1. Комфортный уровень ликвидности 2. Высокие показатели капитализации 3. Безупречная кредитная история 4. Поддержка со стороны акционера	1. Снижение маржи 2. Неполное покрытие просрочки резервами
ОТП Банк (-/Ba2/BB)	1. Комфортная и стабильная структура доходов 2. Высокая рентабельность активов и капитала 3. Растущая операционная эффективность 4. Высокая достаточность капитала	1. Низкое качество активов 2. Неполное покрытие просроченных кредитов резервами 3. Растущая зависимость от оптового фондирования

Продолжение см. на следующей странице

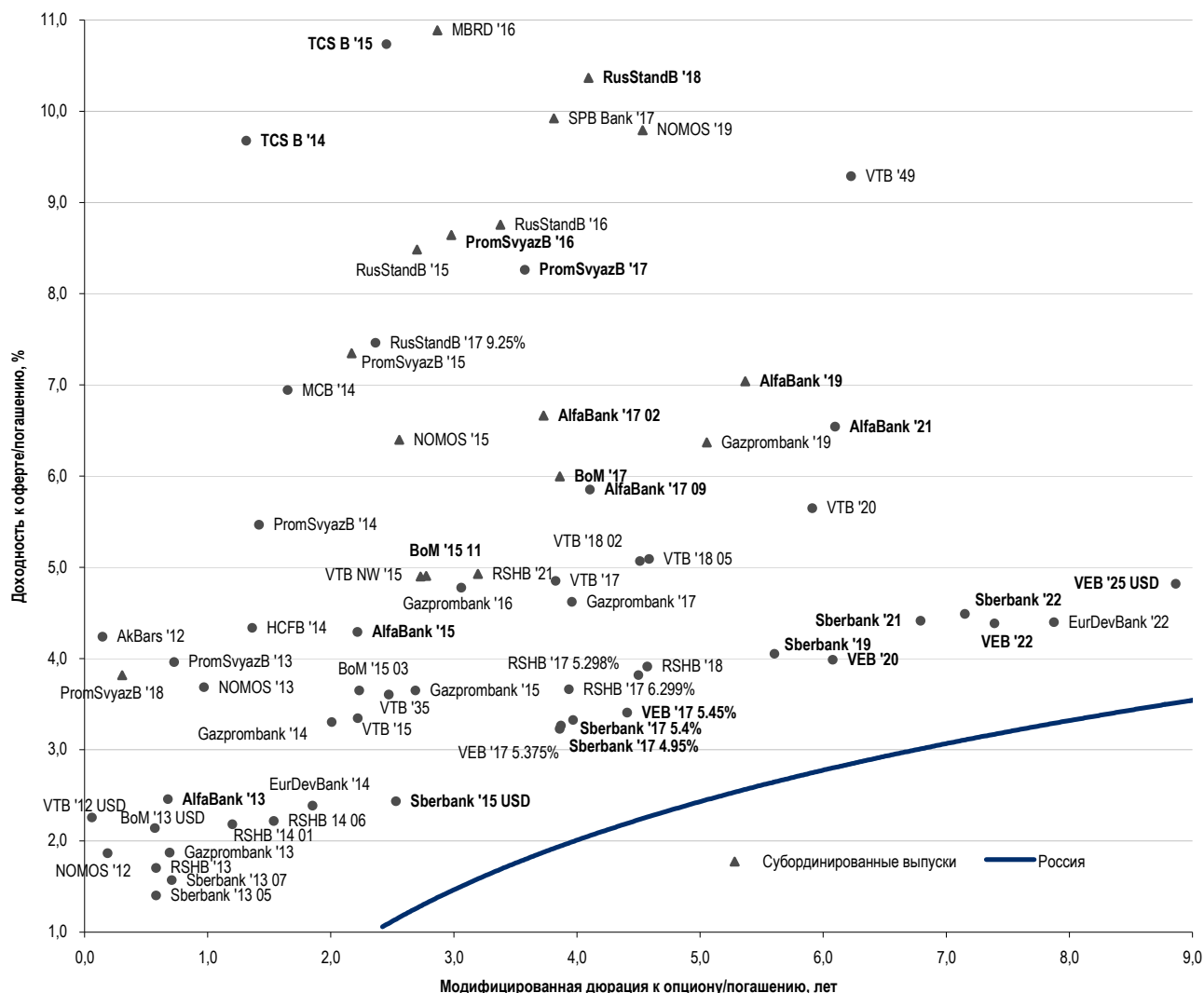
Эмитент	Сильные стороны профиля	Факторы риска
Промсвязьбанк (-/Ba2/BB-)	1. Комфортная подушка ликвидности, покрывающая краткосрочные обязательства 2. Улучшающееся качество активов 3. Консервативная политика резервирования	1. Повышенный риск концентрации активов 2. Низкие показатели капитализации
Райффайзенбанк (BBB/Baa3/BBB+)	1. Низкая зависимость от оптового фондирования 2. Ликвидные активы с запасом покрывают все обязательства по оптовому фондированию	1. Растущая зависимость от торговых доходов 2. Медленное восстановление кредитования 3. Кредитование материнской группы за счет аккумулированной на локальном рынке ликвидности 4. Низкая диверсификация портфеля по секторам экономики
Ренессанс Кредит (B/B2/B)	1. Улучшение структуры пассивов за счет сокращения зависимости от оптового фондирования 2. Сохранение солидных показателей достаточности капитала 3. Комфортный уровень ликвидности	1. Снижающееся качество активов с начала года 2. Неполное покрытие просроченных кредитов резервами 3. Насыщенный график погашений в 2013 г.
Росбанк (-/Baa3/BBB+)	1. Поддержка со стороны материнской группы в части фондирования 2. Ликвидные активы с запасом покрывают все обязательства по оптовому фондированию 3. Очень комфортная достаточность капитала	1. Низкая операционная эффективность 2. Невысокое качество активов
Россельхозбанк (-/Baa1/BBB)	1. Регулярные взносы в капитал от государства 2. Часть процентного дохода является гарантированным за счет субсидирования государством процентных платежей для сельхозпроизводителей	1. Снижающееся качество активов 2. Низкая рентабельность активов и капитала 3. Высокая зависимость от оптового фондирования 4. Отсутствие диверсификации по секторам экономики
Русский Стандарт (B+/Ba3/B+)	1. Сохранение высоких показателей прибыльности 2. Стабильно высокое качество активов 3. Улучшение структуры пассивов за счет сокращения зависимости от оптового фондирования	1. Низкая операционная эффективность в сравнении с конкурентами 2. Инвестиционные аппетиты основного акционера по развитию небанковского бизнеса 3. Усиление конкуренции на рынке со стороны госбанков
Сбербанк (-/Baa1/BBB)	1. Комфортная и стабильная структура доходов 2. Высокая рентабельность активов и капитала 3. Низкая зависимость от оптового фондирования 4. Ликвидные активы с запасом покрывают все обязательства по оптовому фондированию 5. Относительно свободный доступ к рефинансированию	1. Снижение ЧПМ (но в рамках отраслевых тенденций) 2. Низкая диверсификация портфеля по заемщикам и секторам экономики
СКБ-банк (-/B1/B)	1. Низкая зависимость от оптового фондирования 2. Ликвидные активы с запасом покрывают все обязательства по оптовому фондированию 3. Высокие темпы роста портфеля без ущерба для его качества 4. Комфортная и стабильная структура доходов 5. Регулярные взносы в капитал со стороны акционеров	1. Низкая достаточность капитала 2. Невысокая операционная эффективность 3. Рентабельность активов и капитала ниже, чем у основных конкурентов
ТКС Банк (-/B2/B)	1. Одни из самых высоких темпов роста кредитного портфеля 2. Высокая прибыльность 3. Высокая диверсификация портфеля 4. Способность оперативно накопить денежные средства 5. Достаточная капитализация	1. Высокая доля оптового фондирования 2. Относительно высокая доля коротких пассивов 3. Концентрация на одном высококонкурентном продукте (кредитные карты)
ХКФ Банк (-/Ba3/BB-)	1. Стабильно высокие темпы роста кредитного портфеля 2. Высокие показатели прибыльности 3. Комфортный уровень ликвидности 4. Комфортный уровень капитализации	1. Высокая доля проблемных кредитов в сравнении с конкурентами 2. Необходимость повышения отчислений в резервы при сохранении темпов роста необеспеченного кредитования
ЮникредитБанк (BBB/-/BBB+)	1. Высокое качество активов 2. Операционная эффективность одна из лучших в секторе 3. Комфортная подушка ликвидности, покрывающая долговые обязательства на ближайшие годы 4. Высокая диверсификация портфеля по секторам экономики	1. Кредитование материнской группы за счет аккумулированной на локальном рынке ликвидности 2. Повышенная зависимость от торговых доходов 3. Неполное покрытие просроченных кредитов резервами 4. Низкая диверсификация портфеля по заемщикам

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Внешний рынок

Привлекательные возможности во всех трех эшелонах

Еврооблигации российских банков по состоянию на 10 октября 2012 г.



Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

- **Первый эшелон (госбанки).** Нашим фаворитом среди банков первого эшелона (к ним мы относим банки с участием государства) является **Сбербанк (-/Baa1/BBB)**, который обладает самым сильным кредитным профилем в секторе. В этой связи мы рекомендуем еврооблигации Сбербанка в качестве альтернативы суверенным бондам при спреде/премии к последним, достигающем 130–150 б.п. Кроме того, за последние месяцы спред евробондов Сбербанка (265–295 б.п. к среднерыночным свопам) к выпускам ВЭБа (255–280 б.п. к среднерыночным свопам) на длинном участке кривой расширился с нулевого значения до 15–20 б.п. Инвесторам, которые не имеют права приобретать бумаги иных эмитентов, помимо компаний со 100-процентным госучастием, мы советуем покупать выпуски **ВЭБа (BBB/Baa1/BBB)**, характеризующегося более высоким, с нашей точки зрения, кредитным качеством по сравнению с Россельхозбанком (-/Baa1/BBB) (также находится в 100-процентной собственности государства). Для терпимых к риску инвесторов лучший выбор в рейтинговой категории «BBB» – еврооблигации **ВТБ (BBB/Baa1/BBB)**, спред которых к выпускам Сбербанка и ВЭБа в последнее время расширился до 130–150 б.п. В частности, внимания заслуживают субординированные **BoM'15** и **BoM'17** (доходность 4,91% и 6,0% соответственно), премии которых в терминах Z-спреда к старшим **VTB'15** и

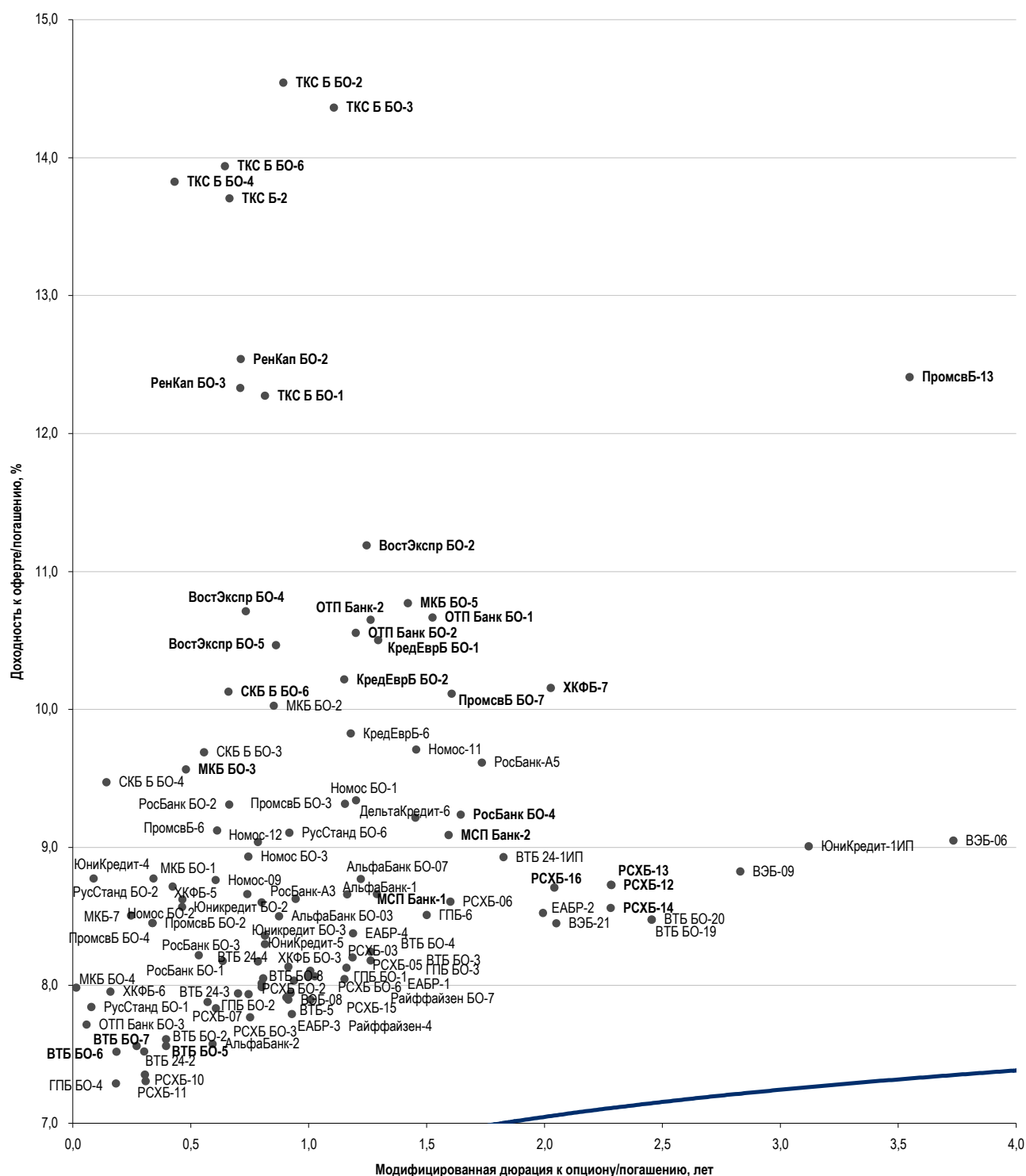
VTB'17 составляют соответственно 155 и 120 б.п., а также «вечные» евробонды, торгующиеся на уровнях чуть выше номинала, что позволяет получить довольно высокую текущую доходность при купоне 9,5% годовых.

- **Второй эшелон.** В данной категории нашим бесспорным фаворитом является **Альфа-Банк (BB/Baa1/BBB-)**, обладающий, по нашей оценке, одним из лучших кредитных профилей в российской банковской системе, поэтому премия порядка 250 б.п. в еврооблигациях банка относительно бумаг российских госбанков (за исключением ВТБ), по нашему мнению, избыточна. Среди крепких представителей второго эшелона нам нравится старший выпуск **PROMBK'17 (YTM 8,26%)**, торгующийся с премией к аналогичному по дюрации евробонду Альфа-Банка в размере 240 б.п., тогда как, на наш взгляд, обоснованный размер спреда не выше 150–170 б.п. Инвесторам, не исключающим возможности покупки субординированных выпусков, мы рекомендуем обратить внимание на завышенный спред **PROMBK'16 (YTM 8,64%)** к субординированному NOMOS '15 (YTM 6,40%), учитывая не слишком благоприятные изменения в акционерной структуре НОМОС-Банка (-/Ba3/BB), в свете которых его преимущество перед **Промсвязьбанком (-/Ba2/BB-)** уже не столь очевидно. Интересными выглядят и выпуски **Банка Русский Стандарт (B+/Ba3/B+)** – **RUSB'17 (YTP 7,46%@июль 2015 г.)** и новый субординированный **RUSB'18 (YTM 10,36%)**, являющийся одним из лидеров по доходности среди еврооблигаций банков-аналогов. Так, премия этого выпуска к субординированным бумагам Альфа-Банка составляет более 300 б.п., что, принимая во внимание разницу в масштабах бизнеса, кредитных рейтингах и финансовых показателей, является достаточной компенсацией даже для консервативных инвесторов. Отметим, что ликвидность большинства субординированных выпусков ограничена, поэтому вложения в них стоит рассматривать как инвестицию до погашения.
- **Третий эшелон.** Доходность выпусков **ТКС Банка (-/B2/B)** – одна из самых высоких среди еврооблигаций банковского сектора. Евробонды **АКНВС'14** и **'15** торгуются с доходностью на уровне 10% при сроке погашения до трех лет, предлагая избыточную, на наш взгляд, премию к бумагам с рейтингом «B+» в размере около 200 б.п. Принимая во внимание хорошее финансовое состояние банка и его высокую рентабельность, мы считаем эти бумаги очень привлекательными и оцениваем потенциал снижения премии примерно в 100 б.п.

Внутренний рынок

Наши основные рекомендации сосредоточены во втором–третьем эшелонах

Рублевые облигации российских банков по состоянию на 10 октября 2012 г.



- **Первый эшелон (госбанки).** Облигации банков этой категории торгуются приблизительно на одном уровне, со спредами порядка 150–170 б.п. к кривой ОФЗ. Таким образом, инвесторам, предпочитающим квазисуверенный риск мы рекомендуем приобретать наиболее ликвидные выпуски госбанков, которыми, по нашим расчетам, являются **ВТБ-6, ВТБ БО-05, ВТБ БО-06 и ВТБ БО-07**. Среди бумаг с дюрацией больше двух лет мы отдаем предпочтение выпускам **РСХБ-12, РСХБ-13, РСХБ-14, РСХБ-16**. Привлекательно выглядят и оба выпуска МСП Банка, дочерней структуры ВЭБа, – они предлагают премию порядка 70–80 б.п. к облигациям материнской компании.

- **Второй эшелон (частные банки с рейтингами «BBB» и «BB»).** В данной категории сосредоточены наши основные рекомендации. Из выпусков частных банков с рейтингами на уровне «BBB» мы выделяем недавно размещенный **Росбанк БО-04**, который довольно ликвиден и торгуется с премией порядка 55–65 б.п. к облигациям госбанков. Среди бумаг, обладающих рейтингами «BB», лучшими, по нашему мнению, являются выпуски **ОТП Банка (-/Ba2/BB)** и **Кредит Европа Банка (-/Ba3/BB-)**, которые достаточно ликвидны и предлагают доходность в размере 10–11% на горизонте 17–22 месяцев (спред к ОФЗ равен 340–400 б.п.) – самую высокую в данной категории. На наш взгляд, участники рынка переоценивают риски, связанные с аффилированностью российских банков и зарубежных материнских компаний. Как показывает история, российские «дочки» последних двух банков никогда не выступали донорами ликвидности для головных структур – наоборот, последние не раз демонстрировали готовность поддержать свои подразделения в трудные времена. Более консервативным инвесторам, формирующим портфель из качественных представителей второго эшелона, на наш взгляд, имеет смысл переложиться из бумаг НОМОС-Банка (-/Ba3/BB) в облигации **Промсвязьбанка (-/Ba2/BB-)**, особенно принимая во внимание улучшающиеся финансовые результаты последнего и неясные перспективы НОМОСа в свете изменений в акционерной структуре. Так, новый выпуск **ПромсвБ БО-7 (УТР 10,11%)** торгуется с премией к кривой ОФЗ в размере 320 б.п. на горизонте до двух лет, которая обладает потенциалом сужения до 50 б.п., а участников рынка, придерживающихся пассивной стратегии (удержание до погашения), по нашему мнению, может заинтересовать субординированный выпуск **ПромсвБ-13 (УТМ 12,41%)**. Интерес представляет и **ХКФБ-7 (УТМ 10,15%)**, предлагающий премию в 300–310 б.п. к кривой ОФЗ. Также стоит отметить бумаги новичка во втором эшелоне, **Московского кредитного банка (B+/B1/BB-)**, демонстрирующего высокие темпы роста (21-е место в рейтинге Интерфакса по размеру активов по итогам 1 п/г 2012 г.) при достаточно качественном кредитном портфеле. Кроме того, летом 2012 г. банк получил рейтинг «BB-» от Fitch. Относительно ликвидные выпуски **МКБ БО-3 (УТР 9,57%)** и **БО-5 (УТМ 10,77%)** торгуются с доходностью к кривой ОФЗ в диапазоне 370–410 б.п. – одной из самых высоких среди банков с рейтингами «B+/BB-» – и обладают потенциалом сужения на 50 б.п.
- **Третий эшелон (банки с рейтингами категории «B»)** – в этой категории находятся большинство розничных банков, которые в силу своей специфики готовы платить высокие купоны по долговым инструментам. Наиболее привлекательными по соотношению цена/качество мы считаем ликвидные облигации **Банка Восточный Экспресс (-/B1/-)** – **ВостЭкспр БО-4 (УТР 10,7% на 10,5 мес.)**, **КБ «Ренессанс Капитал» – РенКап-БО-3 (УТР 12,3%)** и **РенКап-БО-2 (УТМ 12,54%)**, а также **ТКС Банка (-/B2/B)**. Бумаги последнего предлагают одну из самых высоких доходностей среди выпусков с рейтингами категории «B» и торгуются премией к ОФЗ около 730–770 б.п. на горизонте 6–18 месяцев, что является неплохой компенсацией за отсутствие бумаг эмитента в ломбардном списке ЦБ (все другие рекомендованные нами бумаги третьего эшелона входят в ломбардный список).

Основные финансовые показатели ряда российских банков

		Рейтинги (S/M/F)	Активы, млн долл.	ЧПМ, %	Доля "просрочки", %	Расходы / Доходы	Доходность средних активов, %	Кредиты / Депозиты	Капитал / Активы, %	Резервы / Кредиты, %
2008	Альфа-Банк	BB-/Ba1/BB	27 052	6,6	6,8	0,4	0,9	1,4	8,0	6,2
	Банк ЗЕНИТ	-/Ba3/B+	6 376	6,5	-	0,6	0,7	0,8	8,9	4,2
	Восточный Экспресс	-/B3/-	1 168	16,5	5,4	0,6	2,8	1,3	15,2	5,2
	ВТБ	BBB/Baa1/BBB	125 848	4,7	1,8	0,5	0,2	2,3	10,6	3,6
	ВЭБ	BBB/Baa1/BBB+	55 982	2,3	0,4	(0,7)	(7,4)	6,5	13,1	1,2
	Газпромбанк	BBB-/Baa1/-	63 042	3,6	1,5	(1,6)	(5,5)	1,0	6,9	3,6
	ЕАБР	BBB/A3/BBB+	2 008	4,8	-	0,4	2,4	-	73,6	0,3
	Кредит Европа	-/Ba1/-	2 295	12,1	4,5	0,5	2,0	6,1	17,1	5,5
	МКБ	-/B1/B	2 056	6,1	0,8	0,5	2,1	1,1	10,6	1,3
	НОМОС-Банк	-/Ba3/B+	9 455	6,6	1,6	0,4	1,5	1,6	11,7	5,9
	НФК	B-/B2/-	305	10,8	16,7	0,6	0,7	-	27,9	8,9
	ОТП Банк	-/-/BB+	2 702	12,9	8,4	0,5	2,1	1,6	11,1	7,9
	Промсвязьбанк	BB-/Ba2/B+	15 718	7,4	2,8	0,4	0,4	1,3	8,7	5,8
	Райффайзенбанк	BBB/Baa1/A-	21 080	7,3	2,0	0,4	2,1	1,4	12,0	3,7
	Ренессанс Кредит	B-/B1/B-	2 187	17,6	6,8	0,5	2,7	5,4	19,0	5,2
	Росбанк	BB+/Baa3/A-	17 241	7,4	-	0,6	0,1	1,1	8,6	6,5
	Россельхозбанк	-/Baa1/BBB+	24 272	6,1	2,3	0,6	0,4	2,9	9,5	3,5
	Русский Стандарт	B+/Ba2/BB-	7 652	23,9	3,2	0,5	3,7	7,3	17,1	5,6
	Сбербанк	-/Baa1/BBB+	229 288	6,7	1,8	0,5	1,7	1,1	11,1	3,8
	СКБ-банк	-/B2/B-	1 342	8,1	3,3	0,6	0,1	1,1	13,5	5,8
Транскредитбанк	BB/Ba1/-	8 319	6,7	0,7	0,5	1,8	1,1	6,7	3,2	
ТКС Банк	-/-/-	194	1,9	10,4	68,3	2,8	1,5	8,5	5,8	
ХКФБ	B+/Ba3/-	3 861	23,9	9,5	0,5	3,8	7,7	18,2	10,7	
Юникредит Банк	BBB/-/A-	20 278	4,3	1,0	0,3	2,5	1,6	8,9	1,8	
2009	Альфа-Банк	B+/Ba1/BB-	21 646	5,2	21,2	0,5	0,3	1,0	12,5	10,1
	Банк ЗЕНИТ	-/Ba3/B+	6 233	5,1	-	0,4	1,1	0,8	10,6	7,5
	Восточный Экспресс	-/B3/-	1 742	11,4	7,6	0,6	0,5	0,9	13,7	5,2
	ВТБ	BBB/Baa1/BBB	122 269	4,6	9,8	0,4	(1,6)	1,5	14,0	9,2
	ВЭБ	BBB/Baa1/BBB	64 127	3,0	8,8	0,2	2,0	4,2	23,5	12,6
	Газпромбанк	BB/Baa3/-	57 577	2,5	3,9	0,3	3,3	0,9	11,3	6,9
	ЕАБР	BBB/A3/BBB	2 495	2,9	-	0,4	1,8	-	65,5	1,1
	Кредит Европа	-/Ba3/-	2 295	9,5	7,0	0,4	2,2	2,2	18,2	7,3
	МКБ	-/B1/B	2 917	5,7	3,0	41,2	1,0	1,0	12,7	3,0
	НОМОС-Банк	-/Ba3/B+	9 162	7,7	6,2	0,3	1,4	1,2	13,2	9,5
	НФК	B-/B3/-	171	10,7	20,2	0,6	1,1	-	49,9	15,4
	ОТП Банк	-/Ba1/BB	3 047	14,4	12,4	0,5	0,9	1,1	12,2	12,9
	Промсвязьбанк	B/Ba2/B+	15 580	6,5	12,3	0,4	(0,1)	0,9	8,1	12,7
	Райффайзенбанк	BBB-/Baa3/BBB+	16 953	7,5	8,2	0,4	1,0	0,9	15,4	9,5
	Ренессанс Кредит	B-/B3/CCC	1 427	25,5	20,0	0,3	(7,9)	4,5	22,0	14,5
	Росбанк	BB+/Baa3/BBB+	15 262	6,2	-	0,7	(2,5)	0,8	7,2	14,9
	Россельхозбанк	-/Baa1/BBB	27 469	4,7	4,3	0,6	0,1	2,5	13,9	4,9
	Русский Стандарт	B+/Ba3/B+	4 632	16,3	5,4	0,7	(2,5)	3,5	21,1	9,2
	Сбербанк	-/Baa1/BBB	234 957	8,2	8,5	0,4	0,4	0,9	11,0	10,7
	СКБ-банк	-/B2/B-	1 964	6,0	8,4	0,6	0,1	0,7	9,2	9,1
Транскредитбанк	BB/Ba1/-	8 547	6,4	5,0	0,4	1,6	0,9	7,8	7,5	
ТКС Банк	-/-/-	212	2,7	7,1	0,4	16,7	9,8	16,6	9,9	
ХКФБ	B+/Ba3/-	3 190	21,2	13,0	0,4	4,9	4,3	27,8	13,1	
ЮникредитБанк	BBB/-/BBB+	15 950	3,2	5,5	0,3	1,2	1,2	12,4	4,1	
2010	Альфа-Банк	B+/Ba1/BB	28 478	5,7	4,7	0,4	2,2	1,0	14,9	7,6
	Банк ЗЕНИТ	-/Ba3/B+	6 581	7,2	-	0,5	1,9	1,0	11,1	7,2
	Восточный Экспресс	-/B2/-	3 008	10,8	9,7	0,6	3,1	1,0	11,6	8,7
	ВТБ	BBB/Baa1/BBB	140 870	5,1	8,6	0,4	1,4	1,3	13,4	9,0
	ВЭБ	BBB/Baa1/BBB	83 124	3,5	7,3	0,3	0,3	3,5	24,2	15,5
	Газпромбанк	BB/Baa3/-	64 072	2,2	2,1	0,5	3,6	0,9	11,4	4,7
	ЕАБР	BBB/A3/BBB	2 553	2,0	-	0,5	0,6	-	65,2	2,3
	Кредит Европа	-/Ba3/BB-	2 786	7,9	3,2	0,5	3,4	1,7	17,1	3,7
	МКБ	-/B1/B+	5 429	5,6	1,5	0,4	2,6	1,1	8,3	2,6
	НОМОС-Банк	-/Ba3/BB-	17 363	5,3	2,4	0,4	2,2	1,1	10,9	4,4
	НФК	B-/B3/-	249	12,9	11,4	0,6	2,2	-	35,7	9,0
	ОТП Банк	-/Ba1/BB	3 200	16,0	12,3	0,4	3,6	1,2	14,8	13,4
	Промсвязьбанк	-/Ba2/BB-	15 590	4,7	9,2	0,5	0,5	1,0	9,4	10,8
	Райффайзенбанк	BBB/Baa3/BBB+	16 688	5,8	7,4	0,6	1,4	1,0	16,9	8,7
	Ренессанс Кредит	B-/B3/B-	1 337	24,9	6,3	0,4	3,7	1,7	27,8	3,6
	Росбанк	BB+/Baa3/BBB+	14 925	5,6	-	0,6	0,1	0,9	18,6	15,8
	Россельхозбанк	-/Baa1/BBB	30 558	6,7	7,6	0,4	0,0	1,5	12,6	7,6
	Русский Стандарт	B+/Ba3/B+	4 497	18,6	5,9	0,6	1,3	1,3	19,7	8,7
	Сбербанк	-/Baa1/BBB	283 274	6,8	7,3	0,4	2,3	0,8	11,4	11,3
	СКБ-банк	-/B2/B	3 381	7,7	7,0	0,6	1,0	0,8	7,3	7,1
Транскредитбанк	BB/Ba1/-	12 832	5,0	3,6	0,5	2,3	0,7	7,2	5,5	
ТКС Банк	-/B3/B-	405	34,0	3,3	0,6	3,0	1,8	10,8	7,4	
ХКФБ	B+/Ba3/-	3 317	21,8	6,9	0,4	10,1	3,2	32,7	7,3	
ЮникредитБанк	BBB/-/BBB+	18 865	4,5	7,2	0,3	1,9	1,2	12,1	3,8	

Играем ва-банк

2011	Абсолют банк	-/Ba3/BB+	3 505	5,1	11,2	0,9	2,3	1,7	14,7	9,5
	А-Т Банк	-/B2/-	1 880	10,5	5,8	0,5	4,3	0,8	14,4	4,6
	Альфа-Банк	BB/Ba1/BB+	31 365	5,1	2,6	0,6	2,6	1,2	11,0	5,9
	Банк ЗЕНИТ	-/Ba3/B+	7 663	4,2	-	0,6	1,2	1,0	9,7	6,0
	Банк Интеза	-/Baa3/-	2 724	6,9	13,6	0,6	1,2	3,2	15,7	10,2
	Банк Санкт-Петербур	-/Ba3/-	10 251	4,8	5,7	0,4	2,0	0,9	12,1	9,2
	Восточный Экспресс	-/B1/-	4 259	16,8	6,5	0,5	4,1	1,0	11,8	5,1
	ВТБ	BBB/Baa1/BBB	210 883	5,0	5,4	0,5	1,6	1,2	9,2	6,3
	ВЭБ	BBB/Baa1/BBB	78 641	3,0	5,8	0,5	0,3	3,5	21,0	11,7
	Газпромбанк	BB+/Baa3/-	85 248	3,2	1,4	0,4	1,8	1,0	9,8	4,0
	Глобэксбанк	BB/-/BB	6 352	3,8	0,9	0,7	0,2	1,4	12,6	2,2
	ДельтаКредит	-/Baa3/-	2 093	5,0	0,9	0,3	3,6	1,6	16,7	0,4
	ЕАБР	BBB/A3/BBB	2 838	2,7	-	0,7	0,9	-	59,2	0,0
	Запсибкомбанк	B+/-/-	2 310	7,7	4,7	0,6	1,9	0,7	9,5	9,4
	Кредит Европа	-/Ba3/BB-	3 040	9,0	3,0	0,5	3,0	2,4	16,3	3,3
	МКБ	-/B1/B+	7 217	5,6	1,1	0,4	2,1	0,9	11,0	2,3
	НОМОС Банк	-/Ba3/BB	20 010	5,5	2,0	0,4	1,9	1,2	11,4	4,4
	НФК	B/B3/-	431	9,0	4,6	0,7	1,6	-	20,5	4,6
	ОТП Банк	-/Ba2/BB	3 631	18,6	11,1	0,4	5,6	1,4	17,1	13,0
	Промсвязьбанк	-/Ba2/BB-	17 473	5,1	5,7	0,5	1,0	1,2	9,6	6,9
	Райффайзенбанк	BBB/Baa3/BBB+	18 794	5,5	4,6	0,5	2,5	0,9	15,8	6,0
	Ренессанс Кредит	B/B2/B	1 913	19,0	4,6	0,5	5,3	1,6	22,1	3,3
	Росбанк	BB+/Baa2/BBB+	23 155	7,7	-	0,7	1,4	1,5	14,0	10,5
	Россельхозбанк	-/Baa1/BBB	39 894	5,3	7,3	0,6	0,0	1,5	12,2	7,7
	Русский Стандарт	B+/Ba3/B+	5 843	18,9	4,5	0,6	3,1	1,0	14,4	6,9
	Сбербанк	-/Baa1/BBB	336 535	6,7	4,9	0,5	3,2	1,0	11,7	7,9
	Связной Банк	-/B3/-	1 183	13,3	-	3,8	-	0,6	8,6	12,8
	СКБ-банк	-/B1/B	3 381	7,7	7,0	0,6	1,0	0,8	7,3	7,1
	Татфондбанк	-/B3/-	2 450	2,5	5,0	0,7	0,0	1,2	8,2	11,0
	ТКС Банк	-/B2/B	915	45,0	3,7	0,5	10,4	1,8	12,8	6,5
	УБРиР	B/-/-	3 106	7,3	8,4	0,6	0,6	0,6	7,1	5,6
	ХКФБ	-/Ba3/BB-	4 836	20,3	5,8	0,4	9,1	1,6	19,6	6,8
	Юникредитбанк	BBB/-/BBB+	23 977	3,5	3,7	0,3	2,3	1,0	11,4	3,2
1 п/г 12	Альфа-Банк	BB/Ba1/BBB-	33 858	5,1	2,2	0,5	3,3	1,2	11,5	4,9
	Банк ЗЕНИТ	-/Ba3/B+	7 860	3,7	-	0,5	1,1	1,0	9,8	5,4
	Банк Санкт-Петербур	-/Ba3/-	10 447	3,8	5,3	0,5	0,1	1,0	11,6	9,1
	Восточный Экспресс	-/B1/-	5 229	17,3	6,8	0,4	3,7	1,0	11,9	5,5
	ВТБ	BBB/Baa1/BBB	210 368	3,7	5,6	0,5	1,0	1,3	9,2	6,8
	Газпромбанк	BBB/-/Baa3/-	81 729	2,8	1,1	0,6	0,8	1,2	11,9	3,4
	ЕАБР	BBB/A3/BBB	3 170	2,6	-	0,5	0,6	-	53,5	0,7
	Кредит Европа	-/Ba3/BB-	3 141	8,8	3,1	0,5	2,6	2,5	15,8	3,4
	МКБ	B+/B1/BB-	9 376	5,3	1,2	0,5	1,7	1,0	11,1	2,3
	НОМОС Банк	-/Ba3/BB	21 450	5,1	2,2	0,5	2,4	1,4	12,1	3,8
	НФК	B/B3/-	488	7,5	4,4	0,6	0,7	-	17,9	4,1
	ОТП Банк	-/Ba2/BB	3 916	18,9	14,8	0,4	5,1	1,2	17,5	14,1
	Промсвязьбанк	-/Ba2/BB-	18 744	5,3	4,3	0,5	1,3	1,2	9,5	5,4
	Райффайзенбанк	BBB/Baa3/BBB+	21 769	5,1	5,1	0,4	3,0	0,8	14,0	5,7
	Ренессанс Кредит	B/B2/B	2 139	19,0	6,7	0,8	4,0	1,3	21,2	4,9
	Русский Стандарт	B+/Ba3/B+	6 789	18,7	5,2	0,5	3,0	1,1	11,7	7,5
	Сбербанк	-/Baa1/BBB	381 405	6,1	3,4	0,5	3,0	1,0	11,4	6,0
	Связной Банк	-/B3/-	1 688	20,6	-	0,6	1,1	0,7	7,9	10,7
	ТКС Банк	-/B2/B	1 113	43,2	3,9	0,5	9,5	1,8	15,4	6,7
	УБРиР	B/-/-	3 628	6,7	8,4	0,7	0,4	0,7	7,6	5,9
	ХКФБ	-/Ba3/BB-	6 202	18,5	6,0	0,4	7,2	1,3	17,2	8,0
	Юникредитбанк	BBB/-/BBB+	23 162	4,2	-	0,4	1,7	1,2	12,5	3,1

Источники: данные банков, оценка УРАЛСИБа

ПЕРВЫЙ РОССИЙСКИЙ ЧАСТНЫЙ БАНК С РЕЙТИНГОМ ИНВЕСТИЦИОННОГО УРОВНЯ

С инвестиционной точки зрения Альфа-Банк является лучшим российским частным банком. Его финансовый профиль определяют отличное качество активов, высокие показатели рентабельности и ликвидности, умеренная капитализация и сбалансированная структура фондирования. Премия в размере порядка 250 б.п., которую предлагают еврооблигации банка относительно выпусков российских госбанков (за исключением ВТБ), по нашему мнению, избыточна, поэтому евробонды Альфа-Банка мы считаем самыми привлекательными в банковском секторе. Рублевые облигации банка торгуются на одном уровне с бондами эмитентов с теми же кредитными рейтингами и, на наш взгляд, оценены справедливо.

Общая информация. Альфа-Банк – крупнейший российский частный банк по размеру активов, собственного капитала и кредитного портфеля. На конец 1 п/г 2012 г. Альфа-Банк занимал пятое место среди российских кредитных организаций (если исключить из рэнкинга Банк Москвы и ВТБ24, считая их частью Группы ВТБ) с активами объемом 1,1 трлн руб. Банк работает как универсальный, но при этом явно сфокусирован на корпоративном кредитовании, доля которого в его портфеле составляет 87%. В рамках корпоративного банка функционирует и инвестиционно-банковский бизнес с хорошо развитыми направлениями деривативных и структурных продуктов. Отраслевая структура кредитного портфеля довольно сбалансированная, хотя лучше остальных представлены торговый сектор (21%), финансовый (9%) и металлургический (8%).

Акционеры. Альфа-Банк входит в консорциум Альфа-Групп, являясь его существенной частью: при объеме активов последней в размере 59,9 млрд долл. (2010 г.) на Альфа-Банк приходилось 28,5 млрд долл. Помимо банка консорциуму принадлежат активы в сферах ритейла (47,86% X5 Retail Group), телекоммуникаций (24,99% VimpelCom Ltd, 13,22% Turkcell), нефти и газа (25% ТНК-ВР), страхования (86,9% АльфаСтрахования) и других. Основными бенефициарами Альфа-Групп являются физические лица во главе с Михаилом Фридманом (37%) и Германом Ханом (23%), которые владеют консорциумом через ряд офшорных компаний.

Рейтинги. Альфа-Банк стал первым российским частным банком без участия иностранного капитала, которому были присвоены рейтинги инвестиционного уровня. Так, в середине июля 2012 г. агентство Fitch повысило рейтинг банка на одну ступень до «BBB-» (прогноз «Стабильный»), а за неделю до того S&P изменило прогноз по рейтингу «BB» со «Стабильного» на «Позитивный». По версии Moody's рейтинг банка – «Ba1» (прогноз «Стабильный»). Примечательно, что текущие кредитные рейтинги банка от всех трех агентств выше, чем до кризиса (по версии S&P – за счет позитивного прогноза). Также по набору рейтингов Альфа-Банк превосходит своих аналогов – Промсвязьбанк (-/Ba2/BB-), НОМОС-Банк (-/Ba3/BB) и МДМ-Банк (BB-/Ba2/BB-).

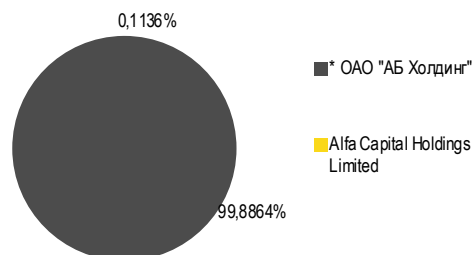
Обращающиеся выпуски

ALFARU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
AlfaBank '13	400 \$	9,25	24 июн 13	2,46
AlfaBank '15	600 \$	8,00	18 мар 15	4,29
AlfaBank '17 02	300 \$	6,30	22 фев 17	6,66
AlfaBank '17 09	1 000 \$	7,88	25 сен 17	5,85
AlfaBank '19	750 \$	7,50	26 сен 19	7,04
AlfaBank '21	1 000 \$	7,75	28 апр 21	6,54
АльфаБанк-2	5 000 R	9,25	11 июн 13	7,57
АльфаБанк БО-03	10 000 R	8,45	1 окт 13	8,50
АльфаБанк-1	5 000 R	8,25	6 фев 14	8,66
АльфаБанк БО-07	5 000 R	8,60	4 мар 14	8,77

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

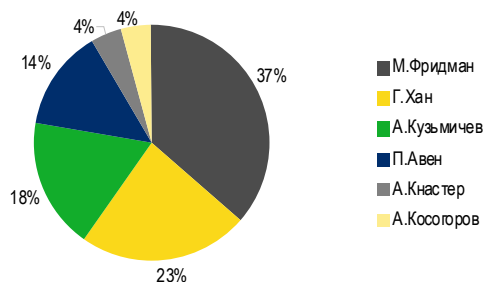
Структура акционеров Альфа-банка



* В интересах М.Фридмана, Г.Хана, А.Кузьмичева, П.Авена, А.Кнастера, А.Косогова

Источники: данные банка

Бенефициары Альфа-Групп

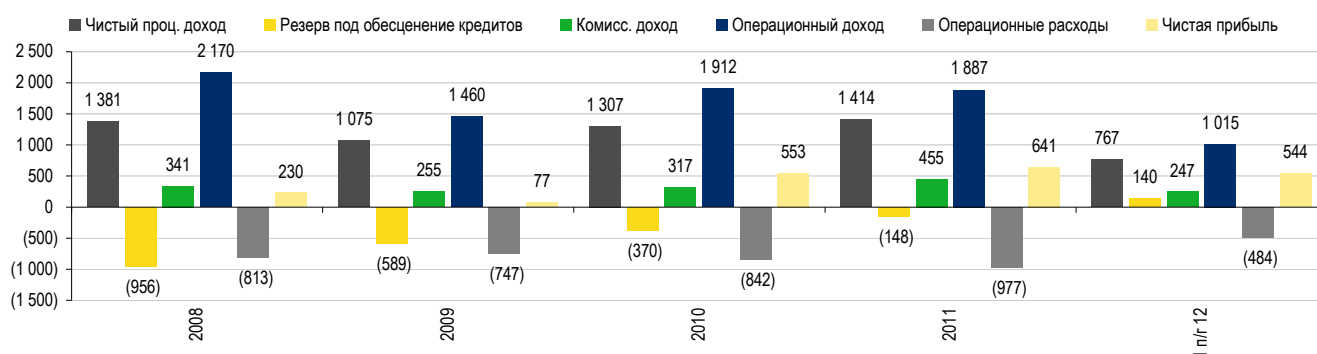


Источники: данные банка

Банк бьет рекорды по чистой прибыли. Несмотря на развитие деривативного бизнеса, основными для Альфа-Банка являются традиционные направления банковской деятельности. За последние три года суммарная доля процентных и комиссионных доходов в совокупном операционном доходе банка не опускалась ниже 85%. При этом в ретроспективе нескольких лет банк лишь в 2011 – 1 п/г 2012 г. понес убытки по торговым операциям, и то в несущественных для своего масштаба объемах – 7 и 5 млн долл. соответственно. Таким образом, зависимость общего дохода банка от волатильных торговых доходов мы считаем низкой, а в целом структуру доходов – устойчивой. Резкое падение доходов (-33%) в 2009 г. было лишь прямым следствием сжатия кредитного портфеля, кроме того, в 2008 г. банк сумел неплохо заработать на волатильности валютных курсов. В то же время контроль над операционными расходами, динамика которых в целом соответствует динамике активов банка, а также заметное снижение отчислений в резервы позволили Альфа-Банку в последние два года ставить рекорды по чистой прибыли и показывать довольно высокую для универсальной кредитной организации рентабельность активов и капитала (выше 2,0% и 19,0% соответственно). Чистая процентная маржа (ЧПМ) банка находится на среднем для универсальных банков уровне 5–6%, однако в последнее время демонстрирует нисходящую динамику ввиду растущей стоимости фондирования и на фоне довольно большой подушки ликвидности, которую поддерживает Альфа-Банк. Во второй половине прошлого года банк заявил о намерении с целью увеличения маржи несколько сократить долю ликвидных активов в совокупных, в итоге в 2011 г. эта доля снизилась на 5 п.п., и мы предполагаем, что положительный эффект должен проявиться уже в нынешнем году. Мы ожидаем, что растущие объемы бизнеса, стабильная структура доходов, находящиеся под контролем расходы и активы высокого качества, не требующие больших отчислений в резервы, позволят в 2012 г. банку вновь побить рекорд по чистой прибыли, тем более что хороший задел для этого был создан уже в 1 п/г.

Банк бьет рекорды по чистой прибыли

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млн долл.

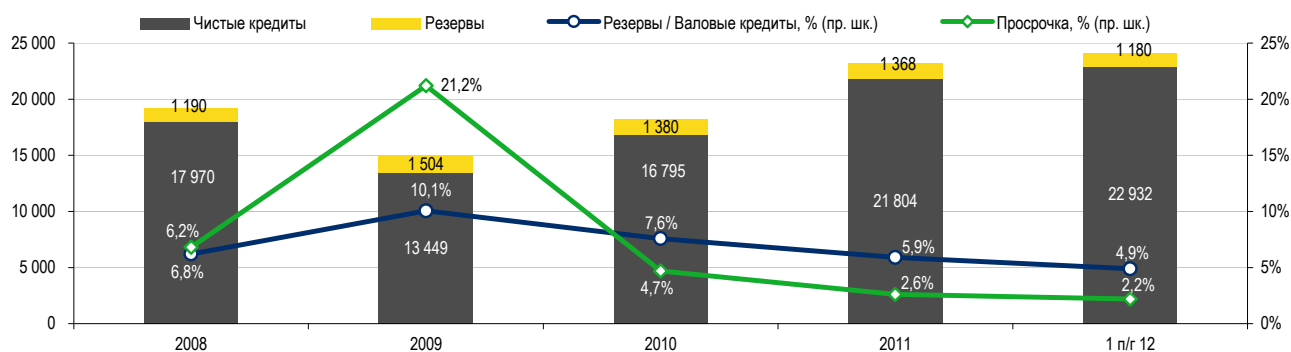


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Объем и качество портфеля быстро восстановились после снижения в период кризиса. Чистые кредиты клиентам составляют 67,7% активов Альфа-Банка. Год назад их доля была лишь 59,0%, но, как уже упоминалось выше, банк принял решение сократить подушку ликвидности в целях поддержания ЧПМ. В результате доля ликвидных активов на балансе (денежные средства и средства в других банках) была снижена на 5 п.п. до 15,8%, также на 5 п.п. до 11% была сокращена доля ценных бумаг (которая в 1 п/г увеличилась до 12,3% вследствие слабой динамики кредитного портфеля, обусловленной несколькими крупными погашениями корпоративных кредитов). Валовый кредитный портфель достаточно быстро восстановился после 33-процентного сокращения в 2009 г.: в 2010–2011 гг. он вырос на 21,5% и 27,5% соответственно, что в целом даже превосходит отраслевую динамику. При этом его качество восстановилось еще быстрее, и теперь является одним из самых высоких среди российских банков. За счет того, что Альфа-Банк был и остается фактически самым жестким кредитором по отношению к должникам, его доля просроченной задолженности неуклонно снижается – она опустилась с 21,2% в 2009 г. до 4,7% в 2010 г. и 2,2% в 1 п/г 2012 г. При этом накопленные резервы более чем вдвое превышают плохие кредиты, то есть дальнейшие расходы на резервирование будут обусловлены лишь ростом портфеля. По оценкам банка, в 2012 г. его корпоративный кредитный портфель должен вырасти на 15–20%, розничный – на 20–25%. Эти цифры несколько уступают прогнозу ЦБ по всему сектору, составляющему 20–25%. Довольно скромные планы Альфа-Банка мы объясняем, с одной стороны, осторожностью, с другой – нежеланием допускать падения достаточности капитала ниже текущего комфортного уровня. Несмотря на то что банк является частью большого холдинга, кредитование им связанных сторон традиционно невелико: в 2010 – 1 п/г 2012 г. на такие кредиты приходилось лишь 7,9% и 4,0% суммарного портфеля соответственно. Однако даже если бы их доля была выше, мы бы это только приветствовали, поскольку и THK-BP, и Vimpelcom LTD, на наш взгляд, являются высококачественными заемщиками. Концентрация кредитного портфеля Альфа-Банка по крупнейшим заемщикам, согласно нашим оценкам, достаточно высокая: на первые десять и первые двадцать приходится 21,2% и 33,5% портфеля. Впрочем, налицо положительная динамика – в 2010 г. соответствующие доли достигали 28,3% и 44,2%.

Объем и качество портфеля быстро восстановились после снижения в кризис

Кредитный портфель Альфа-банка, млн долл.

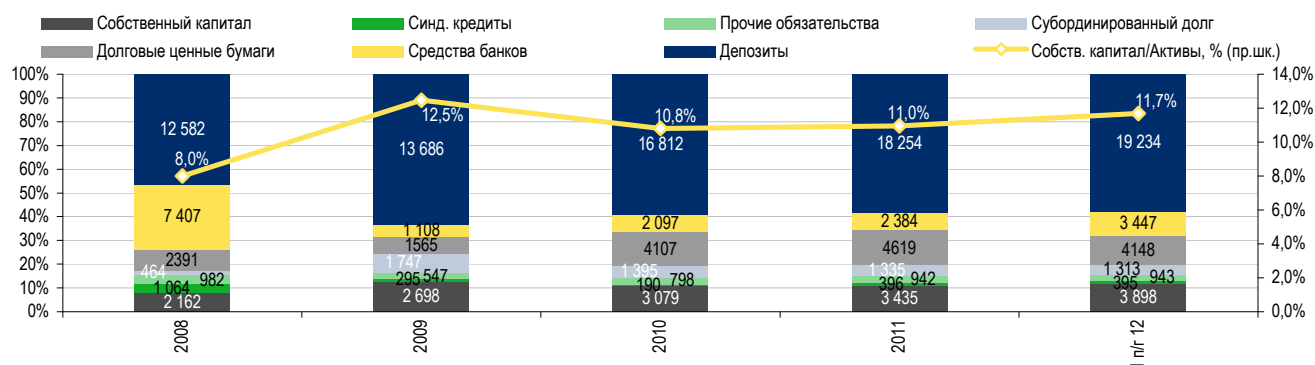


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основа фондирования – средства клиентов. Структуру фондирования Альфа-Банка мы считаем в целом благоприятной. Ее основой выступают депозиты клиентов, на них приходится 56,8% пассивов банка. Второй по значимости источник средств – долговые ценные бумаги (12,9% пассивов), которые даже превосходят по объему собственные средства банка (11,5% пассивов). Средства других банков (с учетом субординированных кредитов ВЭБа с погашением в 2019–2020 гг.) – это еще 12–13% пассивов. В 2008 г. их доля составляла 29,1%, однако на тот момент эта статья была практически полностью представлена краткосрочными кредитами ЦБ, возвращенными в 2009–2010 гг. Ликвидность баланса банка, несмотря на ее намеренное сокращение, находится, на наш взгляд, на высоком уровне, поскольку помимо ликвидных активов на сумму 5,3 млрд долл. банк обладает дополнительными источниками ликвидности на 5,5 млрд долл. (по его собственным данным на начало сентября 2012 г.), а среднесуточные поступления от погашения кредитного портфеля составляют в среднем 45–55 млн долл. Указанных средств в совокупности более чем достаточно для погашения всех обязательств Альфы по оптовому фондированию. В частности, в 2012 и 2013 гг. банку необходимо погасить внешние займы на 249 млн долл. и 614 млн долл. соответственно. Показатель Собственный капитал/Активы составляет 11,5% (общая достаточность капитала – 17,4%), что мы считаем достаточно комфортным уровнем для данного банка. Если Альфа-Банк будет и дальше удерживать рентабельность капитала на уровне 20% (прогноз менеджмента на 2012 год – выше 20%), то при планируемых темпах прироста активов на 15–20% в год докапитализация в течение ближайших лет ему не понадобится (особенно в свете того, что уже после отчетной даты банк разместил субординированные еврооблигации объемом 750 млн долл.).

Основа фондирования – средства клиентов

Структура фондирования Альфа-банка, млн долл.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели Альфа-Банка, млн долл.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 п/г 12
Чистый процентный доход	1 381	1 075	1 307	1 414	767
Чистые комиссионные доходы	341	255	317	455	247
Доходы от операций с ценными бумагами	(65)	170	157	5	(15)
Доходы от операций с деривативами	116	(118)	(15)	6	2
Доходы от операций с валютой и металлами	281	(51)	57	(18)	8
Суммарные операционные доходы	2 170	1 460	1 912	1 887	1 015
Операционные расходы	(813)	(747)	(842)	(977)	(484)
Резервы	(956)	(589)	(370)	(148)	140
Чистая прибыль	230	77	553	641	544
Денежные средства и эквив.	3 860	1 966	3 182	2 707	3 089
Средства в банках	1 837	2 270	2 754	2 242	2 211
Ценные бумаги	954	2 880	4 448	3 155	4 148
Деривативы	991	63	106	226	318
Кредиты и авансы клиентам	17 970	13 449	16 795	21 804	22 932
Основные средства	390	366	304	340	475
Прочие активы	1 050	652	889	891	685
Активы	27 052	21 646	28 478	31 365	33 858
Средства банков	7 407	1 108	2 097	2 384	3 447
Деривативы	533	174	163	344	277
Средства клиентов	12 582	13 686	16 812	18 254	19 234
Синдицированные и прочие кредиты	1 064	295	190	396	395
Долговые ценные бумаги	2 391	1 565	4 107	4 619	4 351
Прочие обязательства	449	373	635	598	943
Субординированный долг	464	1 747	1 395	1 335	1 313
Собственный капитал	2 162	2 698	3 079	3 435	3 898
<i>Коэффициенты, %</i>					
Чистая процентная маржа	6,6	5,2	6,0	5,1	5,1
ROAA	0,9	0,3	2,2	2,1	3,3
ROAE	10,7	3,0	19,1	19,7	29,7
Просроченная задолженность*	6,8	21,2	4,7	2,6	2,2
Норма резервирования	6,2	10,1	7,6	5,9	4,9
Достаточность капитала	8,6	20,2	18,2	16,7	17,4
Достаточность капитала I уровня	7,7	13,1	12,6	11,9	13,0
Кредиты/депозиты	142,8	98,3	99,9	119,4	119,2
Расходы/доходы	37,5	51,2	44,0	51,8	47,7

* Кредиты, просроченные более чем на один день

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

СТАБИЛЬНЫЙ БАНК, ПОЛЬЗУЮЩИЙСЯ ПОДДЕРЖКОЙ АКЦИОНЕРОВ

Финансовый профиль Банка Зенит стабилен, качество активов достаточно высокое. К слабым сторонам банка, на наш взгляд, можно отнести низкие показатели чистой процентной маржи (ЧПМ) и рентабельности, сложную ситуацию с достаточностью капитала, а также значительные потребности в рефинансировании. Локальные выпуски банка не отличаются высокой ликвидностью, а наиболее активно торгуемые – выглядят перекупленными и в связи с этим не очень интересны.

Общая информация. Банк Зенит – средний по размерам головной банк одноименной финансовой группы, в которую также входят несколько небольших региональных банков: Девон-Кредит, Липецккомбанк, Банк Зенит Сочи и Спиритбанк. Согласно рейтингу Интерфакса, Банк Зенит находился на 27-м месте по размеру чистых активов на конец 2 кв. 2012 г. Сеть банка насчитывает свыше 180 точек продаж, расположенных в 25 субъектах РФ на территории шести федеральных округов, однако основной бизнес сосредоточен в Приволжском федеральном округе. Зенит – универсальный банк с существенным преобладанием корпоративного бизнеса. Клиентами банка являются более 134 тыс. компаний, особенно сильные позиции Зенит занимает в родном регионе. У Зенита имеется достаточно развитое инвестиционно-банковское направление, в том числе брокерский бизнес, торговля ценными бумагами и организация размещений долговых инструментов. Розничный бизнес играет не очень важную роль, и лишь в прошлом году его объем вернулся на предкризисные уровни.

Акционеры. Структура акционерного капитала выглядит солидно: основной акционер – Татнефть с приблизительно 25-процентной долей, владельцу НЛМК Владимиру Лисину принадлежит примерно 14% акций, остальные бумаги распределены между другими физическими лицами. Во время кризиса акционеры оказали банку существенную поддержку, увеличив в 2009 г. объем субординированных кредитов. Еще одно подтверждение готовности акционеров прийти банку на помощь – увеличение доли депозитов нефтяных компаний в кризисный 2008 г. до 20% средств клиентов с 15% в 2007 г.

Рейтинги. Первый рейтинг на уровне «B1» Зенит получил от агентства Moody's в 2004 г., сейчас банк имеет рейтинги от двух агентств – «Ba3» и «B+» от Moody's и Fitch соответственно – со стабильным прогнозом по обоим рейтингам. Зенит – один из немногих банков, рейтинги которых не были снижены во время кризиса. По мнению агентств, рейтингам банка может угрожать довольно умеренное качество кредитного портфеля, включая достаточно высокую долю реструктурированных кредитов. Давление на рейтинги может оказать и сравнительно низкая капитализация банка.

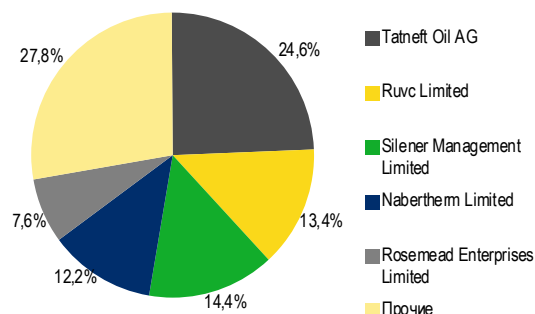
Обращающиеся выпуски

ZENIT (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Зенит БО-3	3 000 R	8,75	19 ноя 12	8,12
Зенит БО-6	5 000 R	7,25	28 ноя 12	8,16
Зенит БО-4	3 000 R	8,90	11 фев 13	8,38
Зенит БО-5	3 000 R	8,90	18 фев 13	8,32
Зенит БО-1	5 000 R	7,50	7 апр 13	8,78
Зенит-5	5 000 R	9,00	4 июн 13	8,50
Зенит-6	3 000 R	9,20	4 июл 13	8,59
Зенит-8	5 000 R	9,20	30 авг 13	9,09
Зенит БО-2	5 000 R	7,50	22 сен 13	7,60
Зенит БО-7	5 000 R	9,20	16 апр 14	9,36

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров Банка Зенит

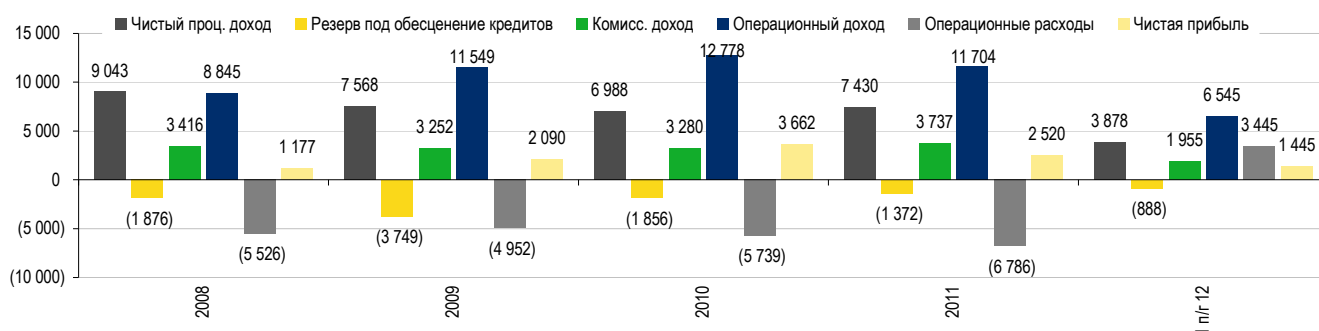


Источники: данные банка

Несмотря на рост резервирования и убытки по торговым операциям, банк остается прибыльным. Банк Зенит отличается высокой долей банковских доходов: в последние годы процентные и комиссионные доходы в совокупности превышали операционную прибыль, за исключением 2010 г., в котором соотношение снизилось до 94%. Несмотря на поступательный рост кредитного портфеля (с учетом небольшого снижения в 2009 г.), чистый процентный доход (ЧПД) Зенита в кризисные годы снизился и восстановился лишь в 2011 г. – до 7,4 млрд руб. (3,9 млрд руб. в 1 п/г 2012 г.), тогда как минимум был достигнут в 2010 г. (6,9 млрд руб.). Насколько мы понимаем, основной причиной снижения ЧПД стал значительный рост объемов более дорогих розничных источников фондирования, в то время как темпы роста корпоративных депозитов оставались достаточно скромными и в определенные периоды даже были отрицательными. Комиссионные доходы занимают в доходах банка значительную долю – в последние годы она постепенно растет и в 2011 г. году достигла 50% от ЧПД, или 3,7 млрд руб. (1,9 млрд руб. в 1 п/г 2012 г.). Этот вид доходов – наиболее стабильный у банка: с 2008 г. их годовой объем не опускался ниже 3,2 млрд руб. Также существенное влияние на финансовый результат оказывают операции с ценными бумагами, несмотря на их относительно невысокую долю в активах. Так, в кризисный 2008 г. убытки по этой статье превысили 4 млрд руб., однако в достаточно благоприятном 2010 г. данное направление принесло прибыль порядка 1,8 млрд руб. На фоне опережающих темпов роста процентных расходов и достаточно высокой доли ликвидных активов, ЧПМ Зенита в последние годы постепенно снижается: с 6,5% в 2008 г. показатель опустился до 3,9% в 2011 г., а в 1 п/г 2012 г. составил 3,7%, что является достаточно низким уровнем для универсального банка. Ранее банку удавалось достаточно жестко контролировать операционные расходы: отношение Затраты/Доходы в 2009 и 2010 гг. находилось вблизи вполне комфортных 45%. Однако впоследствии в связи с ростом затрат на персонал оно поднялось до 53% в 1 п/г 2012 г. На этом фоне чистая прибыль колеблется в достаточно широком диапазоне, хотя необходимо отметить, что даже в кризисные годы чистый результат оставался положительным. Как следствие, показатели рентабельности банка также достаточно волатильны, и в то же время невысокие: в последние годы ROAA не поднимался выше 2%, а в 1 п/г 2012 г. составил 1,1%, а ROAE по итогам января–июня 2012 г. был равен 11,8%, тогда как максимум был зафиксирован в 2010 г. – 16,5%.

Даже в кризис банк оставался прибыльным

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млн руб.



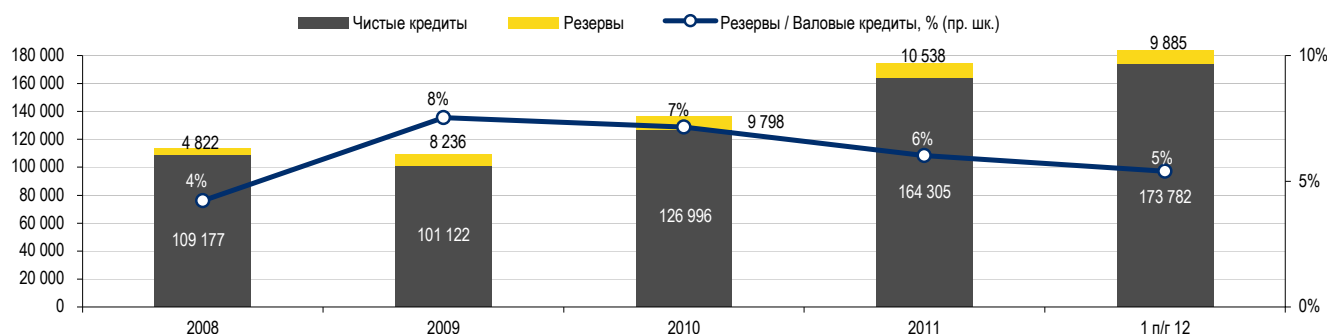
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Неплохое качество кредитного портфеля. В кризисный 2009 г. активы банка немного сократились – на 5% до 178 млрд руб., однако в последующие годы среднегодовые темпы роста составляли порядка 7% (до 258 млрд руб. в 1 п/г 2012 г.). Катализатором роста активов стал увеличивающийся кредитный портфель, среднегодовые темпы роста которого с 2009 г. составляли около 10% (до 184 млрд руб. по итогам 1 п/г 2012 г.). Банк традиционно работает преимущественно с корпоративными клиентами, что, помимо прочего, может оказывать давление на ЧПМ, однако их доля последние годы стабильно снижается и на конец 1 п/г 2012 г. составила 91% совокупного кредитного портфеля. Структура портфеля корпоративных кредитов достаточно стабильная и, на наш взгляд, умеренно рискованная. С одной стороны, больше половины займов выдано клиентам из трех секторов: производство, торговля и строительство. При этом залогами на конец июня 2012 г. было обеспечено примерно 84% кредитов, или 154 млрд руб. С другой стороны, концентрация портфеля, на наш взгляд, относительно невысокая: объем кредитования 24 крупнейших заемщиков не превышал 25% совокупного портфеля. Невысокой остается и зависимость от связанных сторон, на долю которых приходилось лишь 3% портфеля. Качество кредитного портфеля находится на вполне комфортных уровнях, по нашей оценке, доля просроченных более чем на 90 дней кредитов на конец 2011 г. составляла порядка 4%. Стоимость риска Зенита также находится на достаточно низких уровнях, снизившись по итогам января–июня 2012 г. до уровня около 0,25%. При этом банк проводит достаточно консервативную политику в сфере резервирования, коэффициент покрытия на конец 1 п/г 2012 г. составлял 6%. Зенит отличается неплохой ликвидной позицией – доля ликвидных активов в балансе на конец июня 2012 г. составила 29%, при этом существенно меньше половины приходилось на финансовые активы (около 24 млрд руб.), в то время как на балансе числились остатки денежных средств на сумму порядка 40 млрд руб., что может

быть еще одной причиной относительно невысокой ЧПМ. В то же время на горизонте до одного года у Зенита наблюдается преобладание более коротких пассивной базы против длинной активной (примерно на 22 млрд руб.), в связи с чем перед банком достаточно остро стоит вопрос рефинансирования коротких депозитов и облигаций. Мы не ожидаем существенного ускорения роста кредитного портфеля по причине невысокой капитализации банка.

Восстановившийся рост кредитного портфеля при неплохом качестве активов

Кредитный портфель Банка Зенит, млн руб.

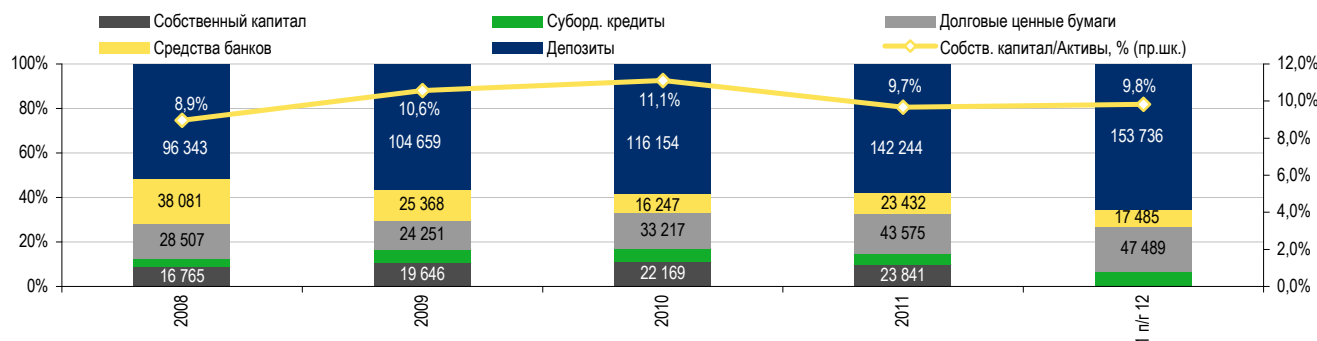


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Пассивы достаточно хорошо диверсифицированы, с небольшим преобладанием коротких обязательств. Структура фондирования Банка Зенит достаточно устойчивая – основу составляют средства клиентов, доля которых по итогам 1 п/г 2012 г. чуть выше 60% баланса. При этом структура пассивов сбалансирована лучше, чем кредиты: доля розничных депозитов также достаточно стабильна и по итогам 2011 г. составила 40% средств клиентов. Доля связанных сторон в пассивах относительно невысокая (около 14% баланса на конец июня 2012 г.), акционеры поддерживают банк как за счет размещения депозитов (31 млрд руб.), так и путем предоставления субординированных кредитов (9 млрд руб.). В то же время последние году растет зависимость банка от оптовых источников финансирования: с 15% в кризисном 2008 г. до 18% (47 млрд руб.) в 1 п/г 2012 г.. Стоит отметить, что большинство выпусков имеет достаточно короткую дюрацию: до конца следующего года банку предстоит пройти оферты или погашения по выпускам номинальным объемом 37 млрд руб. В целом, как отмечалось выше, у Зенита преобладают короткие пассивы, тогда как в активах ситуация обратная – доминируют более длинные кредиты. Поскольку банк оставался прибыльным даже в кризис, его собственный капитал последние годы рос в среднем на 12% в год и достиг 25 млрд руб. на конец 1 п/г 2012 г. Однако активы росли опережающими темпами, и отношение Капитал/Активы находилось на довольно низком уровне – около 10%. Тем не менее поддержка акционеров (в том числе субординированные кредиты) позволяет поддерживать общую достаточность капитала на вполне комфортных уровнях (около 15%). Вместе с тем мы полагаем, что без дополнительных вливаний капитал не обойтись, если банк намерен сохранить текущие темпы роста активов.

Традиционно большая доля клиентских средств в фондировании, невысокая капитализация

Структура фондирования Банка Зенит, млн руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели Банка Зенит, млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 п/г 12
Чистый процентный доход	9 043	7 568	6 988	7 430	3 878
Чистые комиссионные доходы	3 416	3 252	3 280	3 737	1 955
Доходы от операций с ценными бумагами	(4 156)	(359)	1 819	183	450
Доходы от операций с валютой и металлами	855	892	364	380	109
Суммарные операционные доходы	8 845	11 549	12 778	11 704	6 545
Операционные расходы	(5 526)	(4 952)	(5 739)	(6 786)	3 445
Резервы	(1 876)	(3 749)	(1 856)	(1 372)	(888)
Чистая прибыль	1 177	2 090	3 662	2 520	1 445
Денежные средства и эквиваленты	43 211	30 986	30 936	34 413	40 159
Средства в ЦБ РФ	209	949	1 087	2 335	2 347
Кредиты и авансы клиентам	109 177	101 122	126 996	164 305	173 782
Средства в банках	11 645	30 064	8 618	10 098	6 669
Ценные бумаги	16 076	16 157	24 700	24 789	24 302
Основные средства	4 327	3 806	3 886	4 174	4 181
Активы	187 317	186 041	199 796	246 727	257 931
Средства клиентов	96 343	104 659	116 154	142 244	153 736
Долговые ценные бумаги	28 507	24 251	33 217	43 575	47 489
Субординированные кредиты	6 946	11 120	11 088	12 441	15 512
Средства банков	38 081	25 368	16 247	23 432	17 485
Собственный капитал	16 765	19 646	22 169	23 841	25 338
<i>Коэффициенты, %</i>					
Чистая процентная маржа	6,5	5,1	4,3	3,9	3,7
ROAA	0,7	1,1	1,9	1,1	1,1
ROAE	7,0	10,6	16,5	10,6	11,8
Норма резервирования	4,2	7,5	7,2	6,0	5,4
Достаточность капитала	13,4	18,6	16,3	13,9	14,5
Достаточность капитала I уровня	10,2	12,8	11,9	9,2	9,6
Кредиты/депозиты	81,2	77,8	95,9	99,2	1,0
Расходы/доходы	62,5	42,9	44,9	58,0	52,6

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

ЭКСПРЕССОМ С ВОСТОКА НА ЗАПАД

Мы оцениваем финансовый профиль Банка Восточный Экспресс как устойчивый. Его единственным слабым местом, по нашему мнению, является низкое покрытие просрочки резервами, что компенсируется высокой рентабельностью и адекватной капитализацией. К тому же качество активов банка вполне приемлемое, а зависимость от оптового фондирования – низкая. Среди находящихся в обращении облигаций мы выделяем недавно размещенные ВостЭкспр БО-04. Этот выпуск ликвиден и предлагает доходность на год около 10,71% (спред к кривой ОФЗ – более 460 б.п.), что мы считаем весьма привлекательной премией для эмитента с достаточно высоким кредитным качеством.

Общая информация. По состоянию на конец 1 п/г Восточный Экспресс Банк (ВЭ) занимал 32-е место среди российских банков по величине с активами в размере 170,4 млрд руб. В последние годы банк рос опережающими темпами относительно конкурентов (еще 2008 г. ВЭ завершил на 80-м месте в общем списке), что было достигнуто как органически, так и за счет покупки небольших региональных банков. В 2009–2010 гг. ВЭ закрыл сделки по приобретению шести банков (Эталон банк, Банк Движение, Кама-банк, Городской ипотечный банк, РостПромстройбанк, Сантандер банк). Это, по его оценкам, обеспечило прирост активов на 34,1 млрд руб. На начало 2012 г. розничная сеть ВЭ включала 1 464 офиса и была третьей по размеру в российском банковском секторе (после филиальных сетей Сбербанка и Россельхозбанка). Начиная региональную экспансию, ВЭ продвигался с востока страны на запад, поэтому, несмотря на свое формальное присутствие во всех федеральных округах, наиболее широко он пока представлен на Дальнем Востоке, в Сибири и Центральном регионе. Дальнейшая стратегия развития ВЭ предполагает наращивание присутствия во всех, а особенно, в пока хуже охваченных регионах. Ранее банк планировал концу 2012 г. довести число филиалов до 1,4 тыс., однако уже по итогам 1 п/г перевыполнил свой план. ВЭ – это исключительно розничный банк, наиболее сильны его позиции в сегменте кредитных карт, где он занимает пятое место по объему портфеля.

Акционеры. Акционерная структура ВЭ в последние годы была существенно усилена за счет международных институциональных инвесторов. В конце 2010 г. инвестиционный фонд Baring Vostok приобрел 30% акций у их прежних владельцев (прежде всего у Игоря Кима, Сергея Власова и Ренессанс Капитала), а весной 2011 г. в капитал вошла Международная финансовая корпорация, выкупив в рамках допэмиссии акции на 2,06 млрд руб. На текущий момент этим двум международным участникам принадлежит в совокупности 44-процентная доля, следующим после них крупнейшим собственником банка остается Игорь Ким (бывший совладелец МДМ-Банка) с долей в 16%.

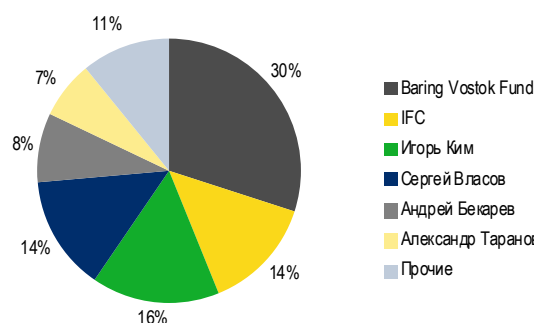
Обращающиеся выпуски

VOSEXP (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
VostExpr '17	43 \$	11,00	27 июн 17	
ВостЭкспр БО-1	1 000 R	7,50	7 мар 13	
ВостЭкспр БО-4	3 000 R	11,00	20 авг 13	10,71
ВостЭкспр БО-5	2 000 R	10,00	17 окт 13	10,47
ВостЭкспр БО-2	2 000 R	11,20	31 мар 14	11,19

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБА

Структура акционеров Банка Восточный экспресс



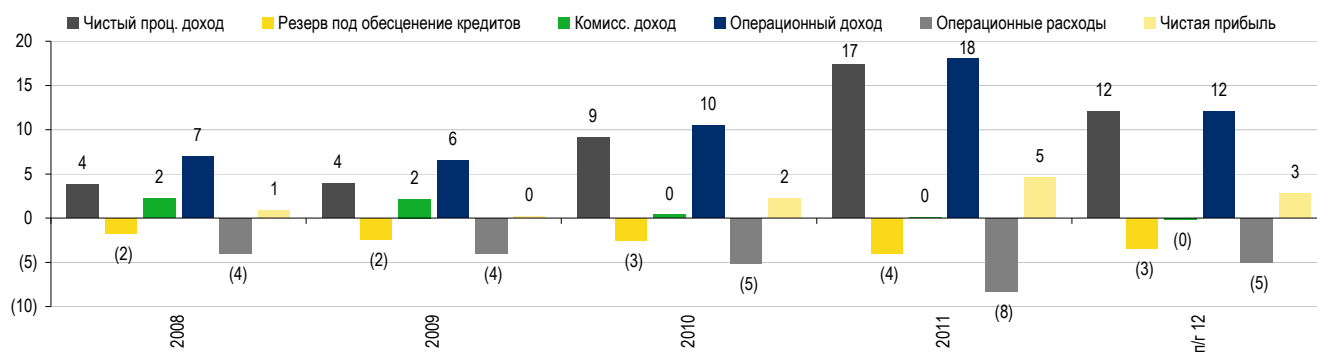
Источники: данные банка

Рейтинги. Банк имеет рейтинг от агентства Moody's на уровне «B1», прогноз «Стабильный». Примечательно, что с момента присвоения в 2007 г. рейтинг банка ни разу не был снижен, в том числе в кризис (тогда был изменен лишь прогноз – с «Позитивного» на «Стабильный»). Зато в 2010 и в 2011 г. рейтинг повышался на одну ступень.

Стремительный рост доходов и прибыли на фоне активного расширения бизнеса. После стагнации, отмечавшейся в 2009 г., операционные доходы ВЭ 2010–2011 гг. росли среднегодовыми темпами на уровне 67%, что практически точно соответствует динамике кредитного портфеля и активов банка. Структура доходов ВЭ всегда была низкорисковой: – суммарная доля процентных и комиссионных доходов превышала 90%. Отметим, что эту структуру не нарушила даже консолидация приобретенных банков, то есть ВЭ выбрал в качестве объектов поглощения наиболее подходящие для него по формату розничные банки. Резкое снижение комиссионных доходов практически до нуля с 2010 г. обусловлено, насколько мы понимаем, тем, что банк реклассифицировал большую часть доходов по кассовым операциям (связанным с обслуживанием розничных кредитов) из комиссионных в процентные, которые, в свою очередь, показали опережающую динамику в указанный период. Также существенно выросли комиссионные выплаты банка коллекторским агентствам. Это поддержало ЧПМ, снизившуюся в кризис из-за роста процентных расходов, – по итогам 2011 – 1 п/г 12 г. она вернулась к среднему для российских розничных банков уровню (17,3%). Стоимость риска у банка в последние годы составляла 4–5%, что ниже, чем у основных конкурентов при сопоставимом качестве активов, но данных отчислений было недостаточно для полного покрытия просрочки. Такой не слишком осторожный подход к резервированию позволил ВЭ ослабить давление на чистую прибыль, столь необходимую ему для пополнения капитала, и показать отличную рентабельность: показатели ROAA и ROAE на уровне 3–4% и 25–35% соответственно – одни из самых высоких в отрасли. По завершении консолидации приобретенных банков ВЭ смог взять операционные расходы под контроль, даже при сохранении высоких темпов расширения филиальной сети, в результате отношение Расходы/Доходы опустилось до вполне приемлемого уровня – ниже 50%. Поскольку в 2012 г. портфель банка продолжает быстро расти, а с качеством активов проблем в целом нет, мы ожидаем, что чистая прибыль вновь обновит рекорд по итогам года.

Стремительный рост доходов и прибыли на фоне активного расширения бизнеса

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.



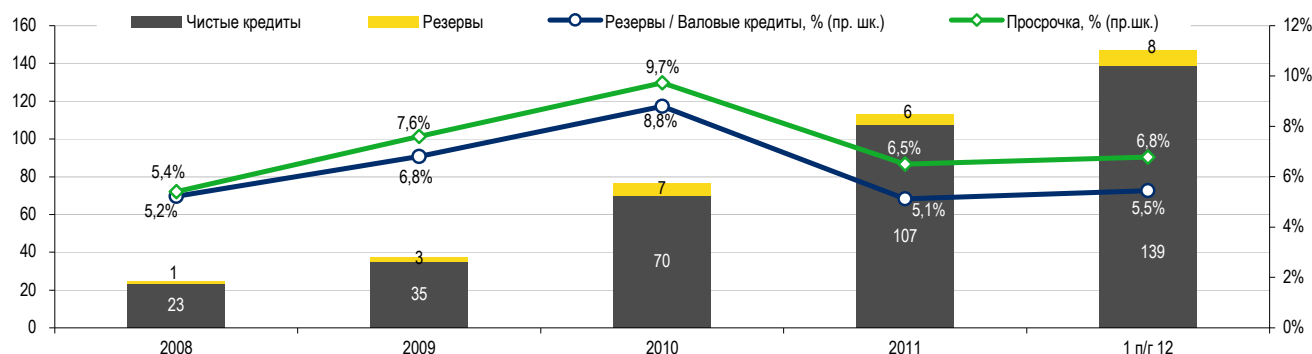
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Агрессивный рост без существенного ущерба для качества активов. Как уже было отмечено выше, в последние годы ВЭ непрерывно и высокими темпами наращивал активы, в итоге их объем за 2009 – 1 п/г 2012 г. увеличился в пять раз. Несмотря на приобретения, структура активов оставалась в целом неизменной: 68–82% приходится на кредитный портфель, второй по значимости статьей являются денежные средства – 8–10%, а затем следуют ценные бумаги с 5–8-процентной долей. Доля ценных бумаг в активах банка лишь в 2009 г. превысила 10%, поскольку их доходность в тот период часто превышала доходность кредитных продуктов. Более того, ВЭ был тогда далеко не единственным банком, который размещал свободную ликвидность в ценные бумаги. Основной составляющей кредитного портфеля, на которую приходится 53% (75,8 млрд руб.) его валового объема, являются потребительские кредиты. За 2011 г. ВЭ серьезно укрепил свои позиции на рынке кредитных карт, увеличив их портфель более чем в пять раз до текущих 35,8 млрд руб. и доведя их долю до 26%. Данные виды кредитов являются для банка самыми доходными, что объясняет их опережающее развитие относительно других продуктов – кредитов МСБ, автокредитов, ипотеки. Вопреки общеотраслевым тенденциям, пик просрочки у банка пришелся не на 2009 г., а на 2010 г., когда ее доля достигла 9,7%. Это связано с тем, что ВЭ, в отличие от большинства розничных банков, на регулярной основе не продает плохие кредиты, предпочитая работать с ними самостоятельно. Проблемные кредиты были проданы в 2009, в 2011 гг., а также в 1 п/г 2012 гг. Кстати, во многом именно благодаря продаже плохих кредитов банку удалось снизить долю просрочки до 6,8% на конец 1 п/г 2012 г. Тем не менее по данному показателю ВЭ все еще уступает остальным розничным банкам, за исключением ОТП. Коэффициент покрытия просрочки резервами исторически находился у банка ниже 100%, а в последний год и вовсе снизился до 80%.

Как мы уже отмечали, не очень большие отчисления в резервы во многом обусловлены потребностью ВЭ максимально пополнить капитал, однако и текущий уровень резервирования, по всей видимости, комфортен для банка, раз устраивает его международных акционеров.

Резервы не успевают за стремительным ростом портфеля

Кредитный портфель Банка Восточный Экспресс, млрд руб.

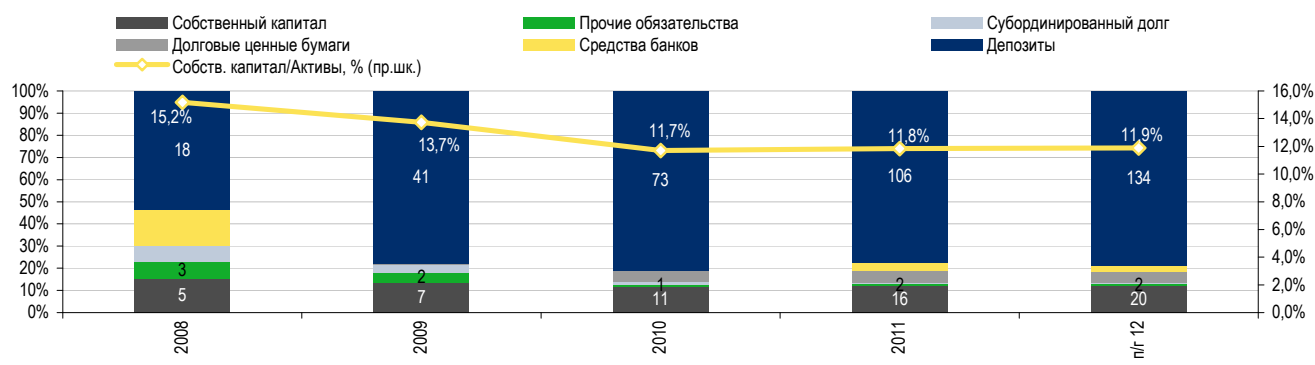


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Низкая зависимость от оптового фондирования, адекватная ликвидность. ВЭ выгодно отличается от большинства розничных банков тем, что практически не зависит от оптового фондирования. Основу его пассивов составляют средства клиентов, на которые стабильно (даже после консолидации приобретенных банков) приходится порядка 77–81% всех пассивов банка. Исключением стал лишь 2008 г., когда банк получил от ЦБ кредиты на 5,5 млрд руб. (порядка 15% пассивов), однако уже в 1 п/г 2009 г. ВЭ их вернул. На долговые ценные бумаги по итогам 1 п/г 12 г. приходилось лишь 4,5% (7,7 млрд руб.) пассивов. Таким образом, ВЭ способен в полном объеме финансировать свою кредитную деятельность только за счет привлечения депозитов: только в 2011 г. (впервые с 2008 г.) отношение Чистые кредиты/Депозиты достигло у банка 1 против 2,4 у Кредит Европа Банка и 1,6 у Ренессанс Капитала и ХКФ Банка. При этом на средства десяти крупнейших вкладчиков приходится лишь 6,2% от совокупных средств клиентов, что составляет 41% капитала ВЭ. Сложившаяся структура фондирования предполагает высокий потенциал для наращивания заимствований на долговом рынке без ее ухудшения. Уровень ликвидности банка является умеренным (в среднем на ликвидные активы приходится 9–11% от их совокупного объема), однако их совокупный объем с запасом покрывает все обязательства банка по оптовому фондированию. Кроме того, дополнительным источником ликвидности для ВЭ могут выступать находящиеся у него на балансе ценные бумаги (9,1 млрд руб.), которые практически полностью представлены облигациями из ломбардного списка ЦБ. Пожалуй, единственным значимым узким местом в финансовом профиле ВЭ является его невысокая достаточность капитала (отношение Собственный капитал/Активы опустилось в последние годы до 11,7–11,9%), что в худшую сторону отличает банк от прямых конкурентов, однако последние в кризис пережили серьезное сжатие кредитного портфеля. Основным источником пополнения капитала для ВЭ является получаемая чистая прибыль, кроме того, в 2011 г. Международная Финансовая Корпорация вошла в капитал банка, выкупив его допэмиссию на 2 млрд руб. Однако для обеспечения дальнейшего роста активов столь же высокими темпами банку в ближайшее время вновь придется искать иные, помимо чистой прибыли, источники пополнения капитала.

Основа фондирования – средства клиентов

Структура фондирования Банка Восточный экспресс, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели Банка Восточный экспресс, млн руб.

МСФО	2 008	2009	2010	2011	1 n/r 12
Чистый процентный доход	3 787	3 899	9 138	17 410	12 083
Чистые комиссионные доходы	2 217	2 162	363	55	(158)
Доходы от операций с ценными бумагами	120	99	37	(151)	(16)
Доходы от операций с иностранной валютой	222	(272)	344	748	497
Доход от переоценки иностранной валюты	(150)	195	(83)	(543)	(569)
Доход от продажи кредитов	-	(103)	798	76	128
Суммарные операционные доходы	6 944	6 477	10 454	18 014	12 060
Операционные расходы	(3 990)	(3 994)	(5 132)	(8 272)	(5 060)
Резервы	(1 760)	(2 414)	(2 527)	(3 975)	(3 447)
Чистая прибыль	849	211	2 209	4 605	2 827
Денежные средства и эквиваленты	3 279	5 142	7 045	12 283	14 481
Средства в других банках	277	812	1 854	1 377	231
Ценные бумаги	35	5 333	6 150	8 290	9 075
Кредиты и авансы клиентам	23 320	35 131	70 157	107 441	139 129
Основные средства	1 836	2 833	3 162	3 507	3 508
Прочие активы	5 575	3 437	2 130	4 222	4 046
Активы	34 323	52 688	90 498	137 120	170 470
Средства банков	5 581	185	124	5 343	5 272
Средства физических лиц	17 651	36 613	62 809	94 508	117 817
Средства корпоративных клиентов	748	4 358	10 539	11 527	16 521
Долговые ценные бумаги	54	138	4 281	6 939	7 736
Прочие обязательства	2 749	2 221	832	1 622	1 877
Субординированный долг	2 332	1 943	1 294	968	985
Собственный капитал	5 207	7 231	10 592	16 211	20 261
<i>Коэффициенты, %</i>					
Чистая процентная маржа	16,5	11,4	10,8	16,8	17,3
ROAA	2,8	0,5	3,1	4,1	3,7
ROAE	21,6	3,4	24,8	34,4	31,0
Просроченная задолженность	5,4	7,6	9,7	6,5	6,8
Норма резервирования	5,2	6,8	8,8	5,1	5,5
Собственный капитал/активы	15,2	13,7	11,7	11,8	11,9
Кредиты/депозиты	126,7	85,7	95,7	101,3	103,6
Расходы/доходы	57,5	61,7	49,1	45,9	42,0

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

В ПОГОНЕ ЗА СБЕРБАНКОМ

Финансовый профиль ВТБ неоднозначен. К слабым сторонам банка относятся высокая зависимость от торговых доходов, низкая достаточность капитала и заметная доля оптового фондирования в пассивах. В то же время все это в совокупности, по нашему мнению, не несет серьезной угрозы для банка, платежеспособность которого поддерживается довольно сильными позициями ликвидности и свойственным госбанкам относительно свободным доступом к фондированию. Еврооблигации ВТБ торгуются с премией приблизительно 130–150 б.п. к выпускам остальных российских госбанков (прежде всего ВЭБа и Сбербанка), что в целом справедливо ввиду очевидных минусов финансового профиля ВТБ. Толерантным к риску инвесторам среди выпусков банка мы рекомендуем субординированные ВоМ'15 и ВоМ'17 (доходность 4,91% и 6,0% соответственно), премии которых в терминах Z-спреда к старшим VTB'15 и VTB'17 составляют 155 и 120 б.п. соответственно. Также мы советуем обратить внимание на выпуск «вечных» евробондов, который торгуется на уровнях, близких к номиналу, и позволяет получить довольно высокую текущую доходность при купоне 9,5% годовых. Рублевые облигации ВТБ и его дочерних банков имеют короткий срок до погашения и котируются приблизительно на одном уровне с выпусками других государственных банков и со спредами порядка 150 б.п. к кривой ОФЗ. В связи с этим спекулятивный интерес в локальных бондах банка, по нашему мнению, отсутствует.

Общая информация. Группа ВТБ, ключевым активом которой является банк ВТБ, занимает второе место среди финансовых институтов в России с активами порядка 6,5 трлн руб. – практически вдвое меньше, чем у Сбербанка. Деятельность ВТБ началась в 1990 г. под брендом «Внешторгбанк», а в 2007 г. банк получил свое текущее наименование. По масштабам розничной сети ВТБ (1,2 тыс. офисов) также заметно уступает Сбербанку (свыше 19 тыс. отделений). В России Группа осуществляет операции через материнский банк и пять дочерних кредитных организаций, самые крупные из которых – ВТБ24, Банк Москвы (БМ) и Транскредитбанк (ТКБ) (контроль над двумя последними был получен в 2011 г.), офисы которых и составляют основу розничной сети банка. За рубежом ВТБ представлен пятнадцатью дочерними банками в странах СНГ, Европы и Африки, филиалами и представительствами в Италии, Индии и Китае, а также офисами ВТБ Капитала в Сингапуре, Дубае, Гонконге и Нью-Йорке. На конец сентября рыночная капитализация ВТБ на LSE составляла 19,1 млрд долл. – в 3,4 раза меньше, чем у Сбербанка. ВТБ является универсальным банком, развивая корпоративное, розничное и инвестиционное направление, однако корпоративный бизнес пока доминирует (81% кредитного портфеля).

Обращающиеся выпуски

VTB (Bloomberg)

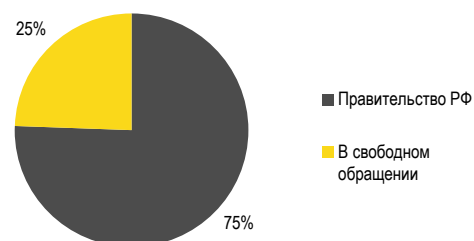
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
VTB '12 USD	1 200 \$	6,61	31 окт 12	2,26
VTB '12 RUB	30 000 R	6,85	28 ноя 12	
VTB '18 05	2 000 \$	6,88	28 май 13	
VTB '13 CHF	400 ?	4,00	16 авг 13	2,06
VTB '13 CNY	1 000 ¥	2,95	23 дек 13	3,52
VTB '14 SGD	300 S\$	3,40	6 июн 14	3,07
VTB '15	1 250 \$	6,47	4 мар 15	3,34
VTB '35	1 000 \$	6,25	30 июн 15	3,60
VTB MW '15	400 \$	5,01	29 сен 15	4,90
VTB '15 CHF	300 ?	5,00	17 ноя 15	3,09
VTB '16	500 €	4,25	15 фев 16	2,68
VTB '16 CHF	600 ?	3,15	16 дек 16	3,04
VTB '17	2 000 \$	6,00	12 апр 17	4,85
VTB '18 02	750 \$	6,32	22 фев 18	5,07
VTB 20	1 000 \$	6,55	13 окт 20	5,65
VTB '22	1 500 \$	6,95	17 окт 22	
VTB '49	1 000 \$	9,50	6 дек 22	9,29
BoM '13 SGD	150 S\$	4,25	1 фев 13	
BoM '13 USD	500 \$	7,34	13 май 13	2,14
BoM '13 CHF	350 ?	4,50	10 сен 13	2,55
BoM '15 03	750 \$	6,70	11 мар 15	3,65
BoM '15 11	300 \$	5,97	25 ноя 15	4,91
BoM '17	400 \$	6,02	10 май 17	6,00
VTB БО-6	10 000 R	8,50	28 дек 12	7,52
VTB БО-7	10 000 R	7,95	1 фев 13	7,56
VTB БО-5	10 000 R	7,60	15 мар 13	7,56
VTB БО-2	5 000 R	7,60	15 мар 13	7,61
VTB БО-1	5 000 R	7,60	15 мар 13	5,33
VTB БО-8	10 000 R	7,95	5 сен 13	8,05
VTB-5	15 000 R	7,40	17 окт 13	7,91
VTB БО-4	5 000 R	8,00	25 мар 14	8,24
VTB БО-3	5 000 R	8,00	25 мар 14	8,18
VTB БО-19	15 000 R	8,41	1 окт 15	8,47
VTB БО-20	15 000 R	8,41	1 окт 15	8,48
VTB-6	15 000 R	8,55	6 июл 16	
Банк Москвы-2	10 000 R	7,55	1 фев 13	7,81
VTB 24-2	10 000 R	7,75	5 фев 13	7,52
VTB 24-3	6 000 R	8,00	29 май 13	7,88
VTB 24-4	8 000 R	8,20	28 авг 13	8,17
VTB 24-ИП	15 000 R	8,65	10 дек 14	8,93
VTB Лизинг-2	4 615 R	6,45	10 янв 13	7,99
VTB Лизинг-4	3 077 R	6,65	13 мар 13	8,19
VTB Лизинг-8	3 846 R	8,25	12 май 13	8,16
VTB Лизинг-3	3 077 R	6,90	11 сен 13	8,75
VTB Лизинг-1	3 077 R	8,10	11 ноя 13	8,41
VTB Лизинг-7	3 461 R	8,15	4 июн 14	8,38
VTB Лизинг-9	3 846 R	7,00	2 авг 17	
ТрансКредБ-5	3 000 R	7,90	12 авг 13	8,29
ТрансКредБ БО-1	5 000 R	7,80	17 ноя 13	8,00
ТрансКредБ-6	4 000 R	8,25	17 апр 14	8,57

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

В отдельных розничных продуктах, в частности по объему портфеля кредитных карт, ВТБ занимает на российском рынке третье место после Банка Русский Стандарт и Сбербанка, а в инвестиционно-банковском бизнесе Группа ВТБ делит лидерство со Сбербанком (с учетом приобретения последним Тройки Диалог). Также Группе принадлежат активы в страховании, лизинге, факторинге.

Акционеры. Государству (в лице Росимущества) принадлежит 75,5% акций, остальные в свободном обращении. ВТБ был приватизирован в 2007 г. в рамках «народного IPO», когда государство продало 14,5% акций, еще 10% было реализовано в феврале 2011 г. Согласно первоначальному графику приватизации, до конца текущего года должно было быть продано еще 10% акций из госпакета, однако руководство банка на днях заявило, что размещение состоится не ранее весны 2013 г. Также изменились схема размещения и объем предлагающегося к продаже пакета. Государственный пакет акций (в настоящее время – 75%) будет уменьшен до контрольного в два этапа: первый предполагает продажу 10% бумаг, а второй – 15%, причем первое размещение будет иметь форму допэмиссии, а в ходе второго будут проданы существующие акции.

Структура акционеров ВТБ



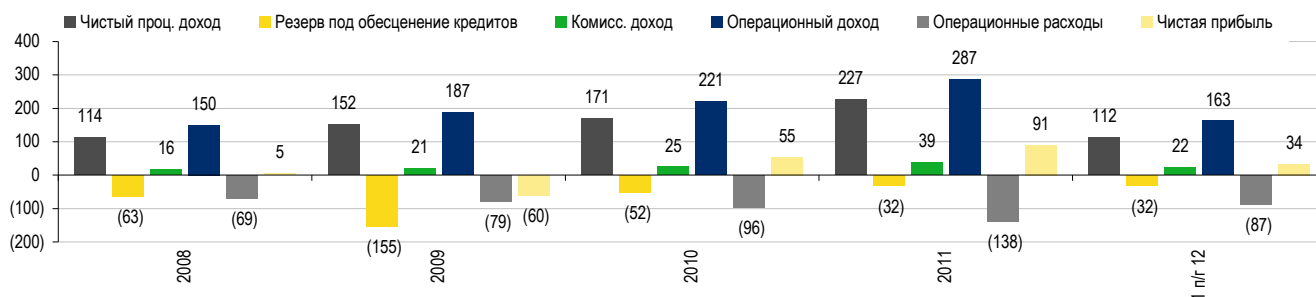
Источники: данные банка

Рейтинги. ВТБ имеет рейтинги на уровне «BBB» со стабильным прогнозом от агентств S&P и Fitch и «Baa1» с негативным прогнозом от Moody's (прогноз понижен со «Стабильного» в июле 2011 г., после того как стало известно о катастрофическом качестве активов приобретенного Банка Москвы). Несмотря на то, что государство полностью компенсировало ВТБ потери от консолидации актива с «дырой» в балансе свыше 300 млрд руб., Moody's пока сохраняет негативный прогноз. Текущие рейтинги ВТБ отражают собственный устойчивый финансовый профиль банка, а также высокую вероятность поддержки со стороны государства.

Повышенная подверженность рыночному риску. Структуру доходов ВТБ мы оцениваем как не вполне благоприятную – несмотря на исторически низкую долю торговых доходов в совокупном операционном доходе, которая в 2008–2011 гг. не превышала 3–9%, размер торговых доходов/расходов в абсолютном выражении является довольно существенным. Так, в 1 кв. 2012 г. банк получил доход от торговых операций в размере 23,5 млрд руб., а во 2 кв. 2012 г. убыток по данной статье составил 17,6 млрд руб., что составило соответственно 25% и 26% операционного дохода банка. Таким образом, результаты ВТБ находятся в достаточно высокой зависимости от волатильных доходов. При этом, несмотря на стагнацию активов в 2009 г., процентные доходы ВТБ непрерывно росли, увеличиваясь в среднем на 26% ежегодно в период 2009–2011 гг. В 2011 г. комиссионные доходы банка росли опережающими темпами (+59%), достигнув 19% относительно процентных доходов, однако это пока ниже, чем у Сбербанка. По уровню ЧПМ (3,7–5,0%) ВТБ до недавнего времени уступал другим крупным универсальным банкам, однако к 2011 г. (в котором показатель составил 5,0%) уже фактически сравнялся с ними по данному показателю. Этот факт мы объясняем тем, что в разгар европейского долгового кризиса большинство международных финансовых институтов потеряло доступ к дешевому фондированию, что затронуло и российские банки (в том числе «дочек» иностранных банков), в то время как ВТБ, пользуясь статусом госбанка, может привлекать дешевые депозиты на локальном рынке. Тем не менее уровень маржи Сбербанка на 1,5–2,5 п.п. выше как за счет еще более дешевых средств клиентов (в частности российских пенсионеров), так и более низкой стоимости фондирования на внешних рынках. Расходы на резервирование у ВТБ находятся в целом на умеренном уровне 1–2% от средней величины портфеля, исключением стал лишь 2009 г., когда стоимость риска у банка составила 6%, что и послужило причиной чистого убытка в размере 60 млрд руб. Присоединение Банка Москвы не отразилось на отчислениях в резервы ВТБ в 2011 г. из-за особенностей консолидации (к показателям материнского банка была добавлена только часть кредитного портфеля «дочки», не покрытая резервами), кроме того, сделка была закрыта в последний день 3 кв., поэтому влияние на отчет о прибылях и убытках оказалось минимальным. Таким образом, ВТБ, как и Сбербанк, в последние годы обновлял рекорды по чистой прибыли, однако показатели рентабельности у него заметно ниже: ROAA и ROAE в пределах 1,0–1,6% и 10–15% против 2–3% и 21–28% у Сбербанка. Операционная эффективность банков примерно одинаковая (отношение Расходы/Доходы составляет 44–53%), и, поскольку ВТБ не планирует крупных покупок, в ближайшие годы этот показатель у него не должен существенно измениться. Прогноз банка по чистой прибыли на 2012 г. составляет 100 млрд руб. и был оставлен менеджментом в силе, даже несмотря на слабые результаты 2 кв. Учитывая, что в 1 п/г банк смог заработать лишь 33,6 млрд руб., выполнение годового прогноза, даже несмотря на растущие базовые доходы, на наш взгляд, возможно лишь в случае получения довольно солидных торговых доходов.

Непрерывный рост доходов даже в кризис

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.

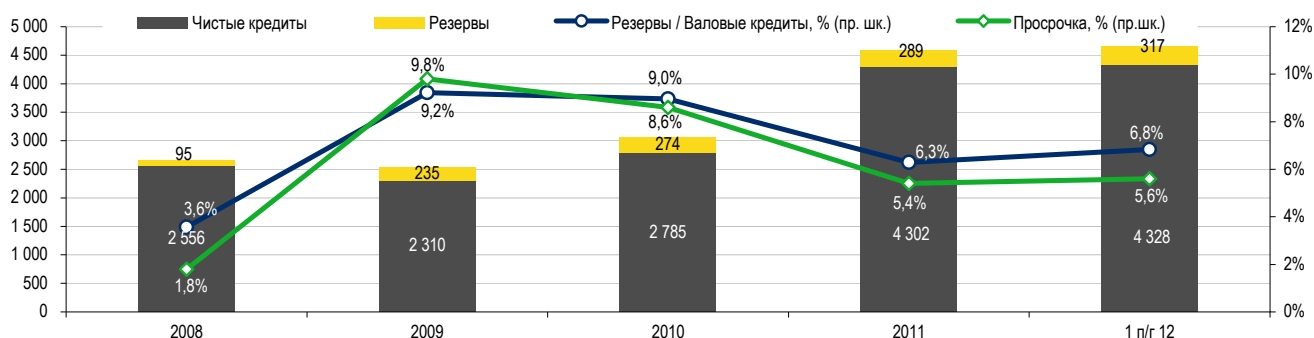


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Рост портфеля ускорился благодаря покупке активов. В последние годы ВТБ наращивал активы в основном посредством приобретений. Так, после некоторого сокращения в 2009 г., в 2010 г. активы банка увеличились на 19% преимущественно за счет покупки ТКБ, а в 2011 г. прибавили еще 58% после поглощения БМ. При этом их структура существенным образом не изменилась, хотя ликвидная часть баланса немного сократилась. Так, если в 2008 г. на денежные средства и средства в других банках приходилось порядка 20%, к началу 2012 г. их доля сократилась до 11–12%. Доля ценных бумаг в этот период увеличилась с 7% до 13–15%, а доля кредитного портфеля осталась на уровне 63–65%. Качество портфеля после консолидации банков даже улучшилось: просрочка ТКБ исторически была одной из самых низких в секторе, а при консолидации БМ была присоединена лишь «качественная» часть его портфеля, поэтому в последние годы уровень просрочки ВТБ постепенно снижался – с пиковых 9,8% в 2009 г. до 5,4% в 2011 г. (в 1 п/г 2012 г. зафиксирован рост до 5,6% на фоне слабой динамики кредитного портфеля), и теперь банк лишь незначительно уступает Сбербанку по качеству активов. Покрытие просрочки резервами выросло с 94% в 2009 г. до 122% в 1 п/г 2012 г., что не выглядит излишним ввиду высокой концентрации портфеля по клиентам (на 10 крупнейших заемщиков приходится 20,4% валовых кредитов) и по отраслям (25% кредитов выдано заемщикам из финансового сектора и строительства). По нашему мнению, в ближайшие несколько лет кредитный портфель ВТБ будет расти либо на уровне отрасли в целом, либо с небольшим отставанием, так как потребности ВТБ в капитале для дальнейшего развития одни из самых высоких в секторе. Банк ожидает, что его розничный кредитный портфель по итогам 2012 г. увеличится на 20%, а корпоративный – на 13%.

Рост портфеля ускорился благодаря покупке активов

Кредитный портфель ВТБ, млрд руб.



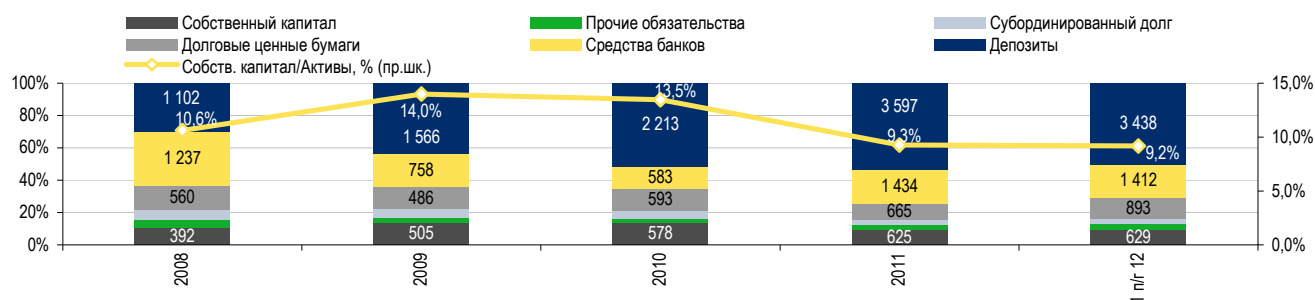
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Ощутимая зависимость от оптового фондирования. Несмотря на статус госбанка, доля депозитов клиентов в пассивах ВТБ никогда не была столь велика, как у Сбербанка. В 2008 г. по абсолютному объему эта статья даже уступала кредитам от других банков (1,10 трлн руб. против 1,24 трлн руб.), однако это было обусловлено антикризисными кредитами ЦБ, которые тогда составляли приблизительно половину всей задолженности ВТБ перед банками. В 2008 г. 33% пассивов ВТБ приходилось на средства банков, 30% – на депозиты клиентов, 15% – на долговые ценные бумаги, а остальное – на субординированный долг (включая привлеченные в 2008 г. долгосрочные кредиты ВЭБа на 214 млрд руб.), прочие заемные средства и собственный капитал. В последующие годы средства клиентов росли опережающими темпами (в том числе благодаря покупке ТКБ и БМ) и к концу 1 п/г 2012 г. достигли 50%, тогда как доля средств других банков снизилась до 21%, а доля долговых ценных бумаг лишь незначительно сократилась до 13%. Отметим, что к заимствованиям на рынке капитала относится часть субординированного долга ВТБ, а также порядка 114 млрд руб. синдицированных кредитов, таким образом, совокупная доля оптового фондирования в пассивах банка составляет около 15%, что довольно существенно. Тем не менее позиции ликвидности банка мы оцениваем как достаточно комфортные – объем денеж-

ных средств и средств в других банках на балансе ВТБ превышает 767 млрд руб., что составляет 11,2% совокупных активов. В 2012–2013 гг. ВТБ предстоит рефинансировать долговые обязательства на 2,0 млрд долл. и 3,3 млрд долл., что с избытком покрывается собственными средствами банка. Кроме того, ВТБ располагает портфелем ценных бумаг на 1 трлн руб., который также может служить дополнительным источником ликвидности. Также отметим постепенное улучшение показателя Чистые кредиты/Депозиты, которое снизилось с 232% в 2008 г. до 126% в 1 п/г 2012 г., хотя оно все еще выше комфортного для универсального банка. Показатели достаточности капитала ВТБ можно назвать откровенно низкими (общая достаточность капитала – 12,8%, достаточность капитала первого уровня – 8,9%), и, пожалуй, в ближайшие годы это и будет основным фактором, сдерживающим рост активов банка. По нашим расчетам, запланированная на весну следующего года допэмиссия позволит группе повысить достаточность капитала первого уровня на конец 2013 г. приблизительно на 100 б.п., что полностью не снимет вопрос о привлечении дополнительного капитала.

Зависимость от оптового фондирования весьма ощутима

Структура фондирования ВТБ, млрд руб.



* Кредит от АСВ Банку Москвы включен в "Средства банков"

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели ВТБ, млрд руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 п/г 12
Чистый процентный доход	113,6	152,2	171,1	227,0	112,4
Чистые комиссионные доходы	16,3	21,0	24,7	39,2	21,8
Доходы от операций с ценными бумагами	2,4	(20,2)	14,7	(6,5)	(1,2)
Доходы от операций с инвалютой	(64,7)	(12,4)	(7,5)	6,1	25,0
Доходы от переоценки инвалюты	67,0	26,6	12,1	(6,5)	(17,9)
Суммарные операционные доходы	150,4	186,9	221,3	286,6	163,1
Операционные расходы	(69,1)	(79,1)	(96,2)	(138,1)	(87,1)
Резервы	(63,2)	(154,7)	(51,6)	(31,6)	(32,3)
Чистая прибыль	4,6	(59,6)	54,8	90,5	33,6
Денежные средства и эквив.	416,1	260,2	275,5	407,0	356,0
Ценные бумаги	259,9	400,7	451,6	980,5	1 029,7
Средства в банках	308,0	345,6	349,9	424,6	411,2
Кредиты и авансы клиентам	2 555,6	2 309,9	2 785,4	4 301,6	4 327,8
Основные средства	60,8	65,9	113,2	116,8	120,4
Прочие активы	97,0	228,5	315,3	559,1	612,9
Активы	3 697,4	3 610,8	4 290,9	6 789,6	6 858,0
Средства банков	1 237,4	757,9	583,0	1 434,3	1 411,9
Средства физлиц	354,1	476,5	747,9	1 160,8	1 313,9
Средства корпоративных клиентов	702,6	980,2	1 367,4	1 915,8	1 866,3
Средства госорганов	45,2	108,8	97,6	520,1	258,1
Долговые ценные бумаги	560,1	485,7	593,1	664,5	892,8
Прочие обязательства	179,6	98,2	118,2	191,0	242,1
Субординированные займы	226,3	195,3	205,5	241,1	243,5
Собственный капитал	392,1	504,9	578,2	625,1	629,4
Коэффициенты, %					
Чистая процентная маржа	4,7	4,6	4,9	5,0	3,7
ROAA	0,2	(1,6)	1,4	1,6	1,0
ROAE	1,4	(13,4)	10,1	15,0	11,7
Просроченная задолженность	1,8	9,8	8,6	5,4	5,6
Норма резервирования	3,6	9,2	9,0	6,3	6,8
Общая достаточность капитала	17,3	20,7	16,8	13,0	12,8
Достаточность капитала I уровня	10,5	14,8	12,4	9,0	8,9
Кредиты/Депозиты	231,9	147,6	125,9	119,6	125,9
Расходы/Доходы	45,9	42,3	43,5	48,2	53,4

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

КОРПОРАЦИЯ РАЗВИТИЯ

По нашему мнению, сильные и слабые стороны финансового профиля ВЭБа примерно уравнивают друг друга. К негативным характеристикам мы относим существенную зависимость банка от волатильных торговых доходов, невысокое качество активов и низкую рентабельность, однако это компенсируется высокой достаточностью капитала и поддержкой государства. В связи с этим как локальные, так и еврооблигации банка торгуются с самыми низкими доходностями среди российских финансовых эмитентов, что в целом выглядит справедливо. Поэтому мы рассматриваем облигации ВЭБа как альтернативу суверенному риску. Среди выпусков дочерних банков ВЭБа мы рекомендуем оба рублевых выпуска МСП Банка (ВВВ/Ваа2/-): лишь они из долговых бумаг подконтрольных ВЭБу компаний предлагают сочетание относительной ликвидности, вполне достойного собственного кредитного качества эмитента и премии к бондам материнской компании (70–80 б.п.).

Общая информация. ВЭБ имеет статус госкорпорации, и, таким образом, не подпадает под банковское регулирование ЦБ. Если бы ВЭБ был включен в рейтинг российских банков, он занимал бы третье место после Сбербанка и ВТБ по размерам активов и капитала. Выполняя функции банка развития (что закреплено законодательно и отражено в его втором наименовании), ВЭБ является ключевым институтом, через который государство осуществляет поддержку экономики. Все вливания в капитал банка направляются напрямую из федерального бюджета.

К основным функциям банка относятся:

- управление средствами Пенсионного фонда РФ (под управлением 1,33 трлн руб. (41,5 млрд долл.) на конец 2011 г.), обслуживание государственного долга РФ.
- стимулирование экономического роста посредством кредитования ключевых отраслей и инфраструктурных проектов, предприятий малого и среднего бизнеса, участия в национальных проектах, поддержка инноваций, поддержка национальных экспортеров, развитие частного-государственного партнерства.
- функция проводника стабилизационных мер в экономику и финансовую систему в условиях нестабильности.

На балансе ВЭБа консолидируется ряд его дочерних структур, в частности: МСП Банк (кредитование малого и среднего бизнеса), ВЭБ-лизинг (финансирование важных для государства компаний и отраслей посредством лизинга), ВЭБ Капитал, Связь-Банк, Глобэксбанк, а также украинский Проминвестбанк и белорусский Белвнешэкономбанк. За некоторыми из этих структур закреплены отдельные функции по поддержке экономики.

Обращающиеся выпуски

VEBBNK (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн, %
VEB '16 CHF	400 ?	3,75	17 фев 16	2,74
VEB '17 5.375%	750 \$	5,38	13 фев 17	3,23
VEB '17 5.45%	600 \$	5,45	22 ноя 17	3,41
VEB '20	1600 \$	6,90	9 июл 20	3,99
VEB '22	1000 \$	6,03	5 июл 22	4,38
VEB '25 USD	1000 \$	6,80	22 ноя 25	4,82
ВЭБ-01В	500 \$	3,30	21 фев 13	0,89
ВЭБ-08	15 000 R	6,90	24 окт 13	7,89
ВЭБ-21	15 000 R	8,40	12 мар 15	8,45
ВЭБ-09	15 000 R	7,90	25 мар 16	8,82
ВЭБ-10	15 000 R	8,50	29 сен 16	
ВЭБ-06	10 000 R	7,90	21 окт 17	9,05
VEB Leasing '16	400 \$	5,13	27 май 16	3,85
ВЭБ Лизинг-03	5 000 R	7,50	16 апр 14	8,28
ВЭБ Лизинг-08	5 000 R	8,80	31 окт 14	8,43
ВЭБ Лизинг-09	5 000 R	8,80	3 ноя 14	8,43
ВЭБ Лизинг-01	5 000 R	8,50	14 июл 15	
ВЭБ Лизинг-04	5 000 R	8,60	13 апр 16	8,83
ВЭБ Лизинг-05	5 000 R	8,60	13 апр 16	9,05
ВЭБ Лизинг-06	10 000 R	9,00	31 янв 17	8,93
ВЭБ Лизинг-01 USD	100 \$	5,50	30 июн 17	
ВЭБ Лизинг-02 USD	100 \$	5,50	30 июн 17	
ВЭБ Лизинг-03 USD	100 \$	5,50	30 июн 17	
ВЭБ Лизинг-04 USD	100 \$	5,50	30 июн 17	
Глобэкс БО-1	5 000 R	8,30	16 фев 13	8,42
Глобэкс БО-2	5 000 R	9,90	22 июл 13	8,49
Глобэкс БО-3	3 000 R	9,00	8 дек 13	8,99
Глобэкс БО-5	2 000 R	9,00	8 дек 13	
Глобэкс БО-6	2 000 R	9,25	1 авг 14	9,45
Глобэкс БО-4	3 000 R	9,25	1 авг 14	9,45
МСП Банк-1	5 000 R	8,70	31 мар 14	8,66
МСП Банк-2	5 000 R	9,20	25 авг 14	9,09
СвязьБ-3	5 000 R	8,50	24 дек 12	7,18
СвязьБ-5	5 000 R	9,50	20 апр 15	
СвязьБ-4	5 000 R	8,75	13 апр 22	

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

В рамках осуществления мер поддержки ВЭБ начиная с осени 2008 г. получил:

- 50 млрд долл. от ЦБ для кредитования российских компаний, нуждающихся в рефинансировании внешних долгов.
- 300 млрд руб. (9,5 млрд долл.) из федерального бюджета для поддержки стратегических предприятий.
- 450 млрд руб. (12,7 млрд долл.) из Фонда национального благосостояния для кредитования ряда коммерческих банков.
- специальные депозиты ЦБ, из которых 212 млрд руб. (6,7 млрд долл.) было использовано для санации Связь-Банка и Глобэксбанка.
- 175 млрд руб. (5,5 млрд долл.) депозитов от Фонда национального благосостояния для покупки акций российских компаний первого эшелона.

Таким образом, в кризис ВЭБ получил от государственных институтов в совокупности около 2,6 трлн руб. (средства предоставлены на платной основе и частично уже возвращены), что способствовало росту активов банка в период с 2007 по 2009 гг. почти в три раза до 1,9 трлн руб.

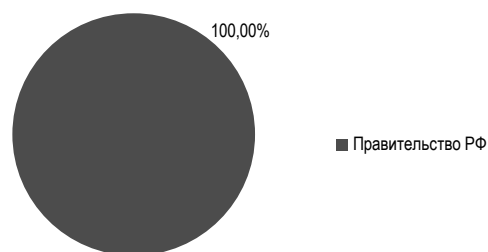
Акционеры. ВЭБ на 100% принадлежит Российской Федерации.

Рейтинги. Банк имеет рейтинги «BBB», «Baa1» и «BBB» от S&P, Moody's и Fitch соответственно, прогноз по всем рейтингам «Стабильный». Благодаря статусу госкорпорации и большому объему функций, возложенных на банк государством, рейтинги ВЭБа находились и, скорее всего, останутся на одном уровне с суверенными рейтингами РФ.

Высокая зависимость доходов от волатильных финансовых рынков.

Особенности активной части баланса ВЭБа (подробнее см. следующий абзац) отражены в структуре его доходов, которые отличаются крайне высокой волатильностью. На процентный и комиссионный доходы в последние несколько лет суммарно приходилось от 41% до 87% совокупного операционного дохода банка, тогда как остальное приносили операции с ценными бумагами и валютой. Так, в 2008 г. ВЭБ получил убыток от торговых операций на сумму 42,8 млрд руб., который уже в следующем году с лихвой был компенсирован доходом по данной статье в размере 81 млрд руб. Несмотря на то, что после 2008 г. торговые операции были исключительно прибыльными для банка (хотя в отдельных кварталах ВЭБ фиксировал убытки по данной статье), мы оцениваем структуру его доходов как рискованную, поскольку чистый результат ВЭБа в очень высокой степени зависит от волатильных финансовых рынков и, как следствие, с трудом поддается прогнозированию. Данная ситуация вряд ли изменится, пока ВЭБ остается крупнейшей российской управляющей компанией (мы не видим предпосылок ожидать перемен в обозримом будущем). О некомфортной структуре доходов свидетельствует и то, что, невзирая на довольно высокую относительно конкурентов операционную эффективность (отношение Расходы/Доходы редко поднимается выше 30%, но опять же за счет высоких торговых доходов), с 2009 г. суммарные процентные и комиссионные доходы ВЭБа не покрывают операционных расходов и отчислений в резервы. Как следствие, в периоды, когда состояние мировых финансовых рынков не позволяло ВЭБу получать высокие торговые доходы, показатели рентабельности банка были довольно низкими – в 2011 г. ROAA составил 0,3%, ROAE – 1,5%. ЧПМ (в пределах 2,0–3,5%) также является достаточно низкой, что объясняется относительно невысокими ставками по кредитам (ВЭБ имеет статус некоммерческой организации) и большой объем надежных (и, следовательно, низкодоходных) ценных бумаг на балансе.

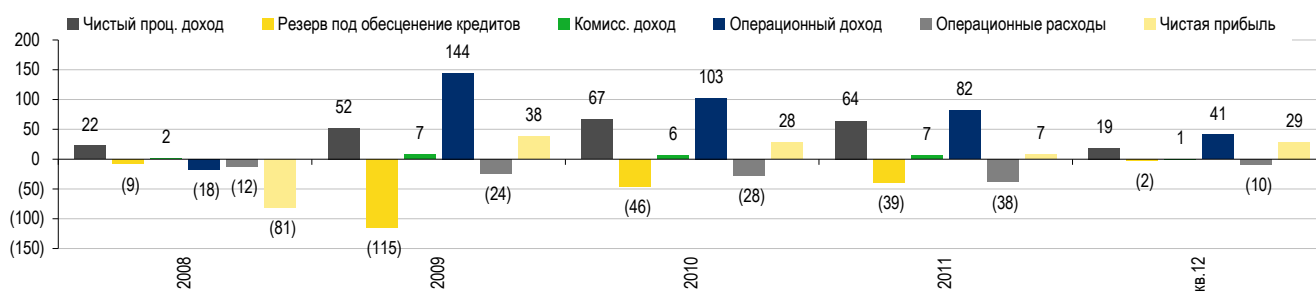
Структура акционеров Внешэкономбанка



Источники: данные банка

Высокая зависимость доходов от колебаний финансовых рынков

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.

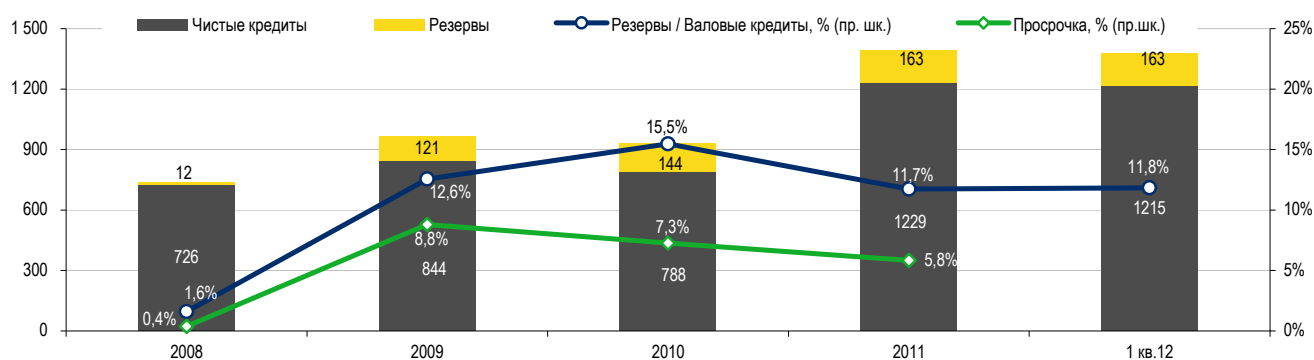


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Структура активов банка отражает возложенные на него задачи. Ценные бумаги, которые ВЭБ покупает в основном с целью управления средствами Пенсионного фонда РФ, составляют существенную часть его активов (22–28%). Указанные инструменты представлены преимущественно выпусками высоконадежных эмитентов, так что дефолты по ним маловероятны, однако они также могут стать причиной многомиллиардной переоценки в случае ухудшения ситуации на финансовых рынках. Заметную часть баланса ВЭБа составляют и средства в других банках, которые более чем на 75% представлены долгосрочными субординированными кредитами, выданными в кризис ряду российских кредитных организаций. Основными получателями кредитов были крупнейшие российские госбанки, и поэтому у нас нет оснований сомневаться в своевременном возврате этих средств, однако поскольку сроки их погашения приходятся на 2014–2019 гг., мы не относим данные активы к ликвидным. Тем не менее ликвидность ВЭБа, по нашему мнению, и без этого является высокой – помимо ликвидных ценных бумаг на балансе всегда имеются денежные средства, составляющие в среднем 7–9% активов. Как следствие, кредитный портфель ВЭБа составляет меньше половины его активов – порядка 44–48%. При этом динамика портфеля сильно зависит от состояния экономики и мер ее поддержки, а также от небольшого количества кредитов, выданных ограниченному числу компаний. Так, в 2008 г. банк предоставил однолетние кредиты крупным российским компаниям (РУСАЛу, Евразу, Альфа-Групп, Газпром нефти и др.) для рефинансирования валютных кредитов, большинство из которых впоследствии было пролонгировано еще на год, и в результате в 2010 г. у ВЭБа погашалось больше трети кредитного портфеля. Порядка 33–34% валовых кредитов выдается банком в рамках проектного финансирования, таким образом, качество этих ссуд зависит от успеха конкретных инвестиционных проектов. Концентрация кредитного портфеля по клиентам является очень высокой, а диверсификация по отраслям экономики – низкой. Так, на три крупнейшие группы заемщиков приходится 17% валовых кредитов ВЭБа, а на следующих десять – еще 17,9% кредитов. В свою очередь суммарная доля двух крупнейших секторов в кредитном портфеле банка – строительства и недвижимости, а также машиностроения, составляет 41%, еще 27% приходится на финансы и транспорт. Качество кредитного портфеля также вызывает вопросы: в кризис доля просрочки выросла с 0,4% до 8,8%, по состоянию на конец 2011 г. она составляла 5,8%, однако ее снижение обусловлено исключительно увеличением номинального объема кредитного портфеля на 56%. На первый взгляд, накопленных банком резервов должно быть достаточно для двукратного покрытия неработающих кредитов, однако доля обесцененных кредитов на уровне 19,4% портфеля свидетельствует о сохраняющихся у ВЭБа проблемах с качеством активов.

За последний год прирост портфеля ускорился, но вопросы относительно его качества остаются

Кредитный портфель ВЭБа, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

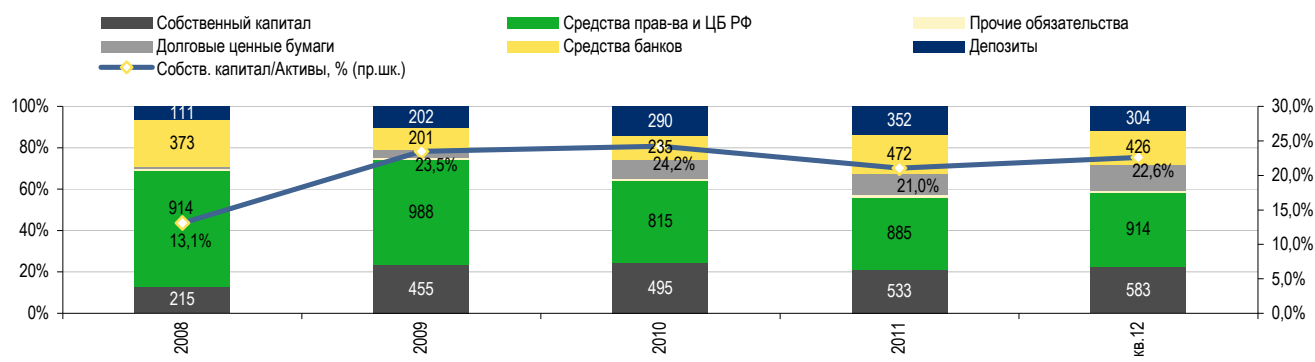
Основа фондирования – средства правительства и ЦБ, но доля оптового фондирования постоянно растет.

С момента создания ВЭБа государство выступало основным поставщиком средств для банка. Наибольший объем был предоставлен в 2008 г. (в виде средств Фонда национального благосостояния и депозитов ЦБ), в результате чего их доля в пассивах банка достигла 55,6%. В 2009 г. ВЭБ дебютировал в качестве заемщика на облигационном рынке, и с тех пор долговые рынки стали для банка ключевым источником фондирования. Так, за период с 2008 г. по 1 кв. 2012 г. доля средств правительства и ЦБ в пассивах ВЭБа снизилась с 55,6% до 35,5%, тогда как доля оптового фондирования выросла с 0,5% до 12,5% (в номинальном выражении – с 8,2 млрд руб. до 320,7 млрд руб.). Пока вторым по значимости источником заемных средств остаются средства других банков, хотя их доля в указанный период снизилась с 22,7% до 16,6%. Депозиты клиентов, занимая порядка 11,8% пассивов, не играют очень высокой роли в привлечении фондирования, поскольку ВЭБ может их привлекать лишь через дочерние банки, два крупнейших из которых, Связь-Банк и Глобэксбанк, находятся лишь в третьем десятке по размеру активов среди российских банков. Мы ожидаем, что присутствие ВЭБа на долговых рынках как напрямую, так и через дочерние компании, будет только увеличиваться, и уже в следующем году оптовое фондирование станет вторым по значимости источников привлечения заемных средств. Во 2 кв. 2012 г. банк разместил облигации примерно на 40 млрд руб., а во 2 п/г планирует занять еще примерно 60 млрд руб. на рынке евробондов. На данный момент растущая зависимость банка от оптового фондирования компенсируется высокой

достаточностью капитала. Последний раз ВЭБ получал от государства взнос в уставный капитал (в размере 180 млрд руб.) в 2009 г., что, вкупе с заработанной прибылью, позволило увеличить отношение Собственный капитал/Активы с 13,1% в 2008 г. до 22,6% в 1 кв. 2012 г. Относительно высокая капитализация, с одной стороны, создает для банка определенный запас прочности на фоне волатильных доходов, с другой – обеспечивает задел для дальнейшего роста активов на ближайшие несколько лет.

Основа фондирования – средства правительства и ЦБ

Структура фондирования ВЭБа, млрд руб.



Источники: отчетность банка, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели ВЭБа, млрд руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 кв. 12
Чистый процентный доход	22,4	51,9	66,7	64,3	18,9
Чистые комиссионные доходы	1,6	7,2	6,0	6,6	0,8
Доходы от операций с ценными бумагами	(49,2)	70,5	23,3	7,6	3,8
Доходы от операций с инвалютой	(10,2)	12,6	3,5	12,3	11,6
Доходы от переоценки инвалюты	16,6	(2,1)	(1,1)	(17,3)	5,0
Суммарные операционные доходы	(17,7)	144,5	102,7	81,5	41,1
Операционные расходы	(12,1)	(23,8)	(27,8)	(38,4)	(9,7)
Резервы	(8,6)	(114,8)	(45,7)	(38,8)	(2,0)
Чистая прибыль	(81,3)	38,3	28,2	7,5	28,6
Денежные средства и эквив.	281,7	168,9	196,7	178,0	190,0
Ценные бумаги	295,9	419,9	574,3	571,1	609,1
Средства в банках	311,5	467,3	415,6	457,7	459,9
Кредиты и авансы клиентам	725,6	843,5	787,9	1 228,9	1 214,7
Основные средства	8,0	20,4	23,6	34,3	33,8
Прочие активы	22,0	19,1	44,4	61,9	68,2
Активы	1 644,7	1 939,2	2 043	2 532	2 576
Средства банков	373,5	201,1	235,0	472,0	426,2
Средства правительства и ЦБ РФ	913,9	987,6	814,9	884,6	914,4
Средства клиентов	111,3	202,2	290,1	352,4	304,3
Долговые ценные бумаги	8,2	78,9	186,9	261,0	320,7
Прочие обязательства	22,5	14,2	21,4	29,2	27,5
Собственный капитал	215,3	455,2	495,1	532,7	582,7
Коэффициенты, %					
Чистая процентная маржа	2,3	3,0	3,5	3,0	3,1
ROAA	(7,4)	2,0	1,4	0,3	4,5
ROAE	(37,1)	10,8	5,9	1,5	20,5
Просроченная задолженность	0,4	8,8	7,3	5,8	-
Норма резервирования	1,2	12,6	15,5	11,7	11,8
Собственный капитал/Активы, %	13,1	23,5	24,2	21,0	22,6
Кредиты/Депозиты	6,5	4,2	2,7	3,5	4,0
Расходы/Доходы	(68,5)	16,5	27,1	47,0	23,6

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

БАНК С ПОДДЕРЖКОЙ ОТ ГАЗПРОМА

Несмотря на отдельные недостатки, мы считаем финансовый профиль Газпромбанка довольно устойчивым. К его сильным сторонам относятся отличное качество активов и высокая ликвидность, которые компенсируют растущую зависимость банка от оптового фондирования, не совсем удачную структуру доходов и скромную достаточность капитала. Старшие еврооблигации Газпромбанка торгуются со спредами 300–390 б.п. к среднерыночным свопам и премией порядка 110–125 б.п. к выпускам Сбербанка. В начале лета спред составлял порядка 50–70 б.п., поэтому мы рекомендуем использовать его расширение для повышения доходности инвестиционного портфеля без существенного увеличения рисков.

Общая информация. Газпромбанк является ключевым активом Группы Газпромбанк, в которую, помимо банка, входят машиностроительные (основной – Группа ОМЗ), медиа- (Газпром-Медиа Холдинг – один из крупнейших в Европе медиа-холдингов) и прочие активы. Доля Газпромбанка составляет более 90% в активах группы. Среди российских кредитных организаций Газпромбанк занимает третье место по размеру активов и капитала. Газпромбанк развивается как универсальный банк, хотя корпоративный бизнес в его портфеле пока доминирует (90% против 10%). Розничная сеть банка представлена 43 филиалами, а также тремя дочерними и зависимыми банками в Белоруссии, Армении и Швейцарии.

Акционеры. Основные акционеры – аффилированный с Газпромом НПФ «Газфонд» (не консолидируется на балансе Газпрома с 2007 г.) с долей 47,38% и непосредственно Газпром с долей 35,54%. Последний раз структура акционеров банка заметно изменилась в июне 2012 г., когда НПФ «Газфонд» и ВЭБ конвертировали ранее предоставленные банку субординированные депозиты в размере 32,5 млрд руб. и 50,0 млрд руб. в обыкновенные акции в рамках допэмиссии (в феврале аналогичным образом поступил Газпром, конвертировав субординированный депозит в размере 7,5 млрд руб.). Таким образом ВЭБ вошел в капитал Газпромбанка, доля Газпрома снизилась с 41,7% до 35,5%, а доля НПФ «Газфонд» (ранее владел банком как напрямую, так и через дочернюю УК Лидер) – с 50,0% до 47,4%. Тем не менее Газпром продолжает оказывать очень большое влияние на деятельность банка, являясь самым крупным поставщиком клиентских депозитов.

Рейтинги. Являясь де-факто квазигосударственным банком, Газпромбанк тем не менее уступает по уровню рейтингов государственному Сбербанку и ВТБ – его рейтинги по S&P (BBB-) и Moody's (Baa3) ниже на одну и две ступени соответственно. В 2008 г. рейтинги были выше, однако в 2009 г. были снижены по причине возросших системных рисков на фоне низкой достаточности капитала. В августе нынешнего года S&P повысило рейтинг банка до предкризисного уровня вследствие недавнего пополнения капитала, и мы не исключаем, что Moody's может последовать этому примеру.

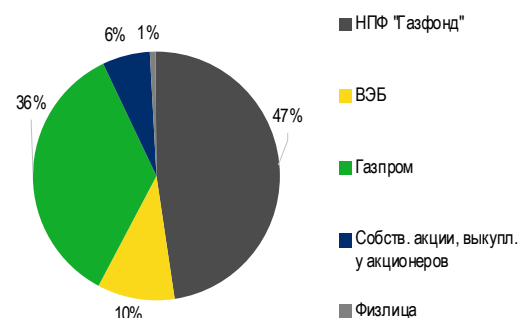
Обращающиеся выпуски

GPBRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Gazprombank '13	500 \$	7,93	28 июн 13	1,87
Gazprombank '13 CHF	420 ?	4,38	9 дек 13	2,03
Gazprombank '14	1 000 \$	6,25	15 дек 14	3,30
Gazprombank '15 CHF	150 ?	3,38	5 авг 15	2,58
Gazprombank '15	1 000 \$	6,50	23 сен 15	3,65
Gazprombank '15 RUB	15 000 R	8,62	15 дек 15	8,20
Gazprombank '16	120 \$	7,35	8 май 16	4,78
Gazprombank '16 RUB	20 000 R	7,01	24 ноя 16	
Gazprombank '19	500 \$	7,25	3 май 19	6,37
ГПБ-4	20 000 R	6,85	15 ноя 12	
ГПБ-5	20 000 R	6,85	22 ноя 12	
ГПБ БО-4	10 000 R	8,50	24 дек 12	7,29
ГПБ БО-2	10 000 R	6,75	23 июл 13	7,94
ГПБ-2	5 000 R	6,54	20 ноя 13	
ГПБ БО-1	10 000 R	7,75	8 дек 13	8,07
ГПБ БО-3	10 000 R	8,50	5 фев 14	8,13
ГПБ-6	10 000 R	8,85	14 июл 14	8,51

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

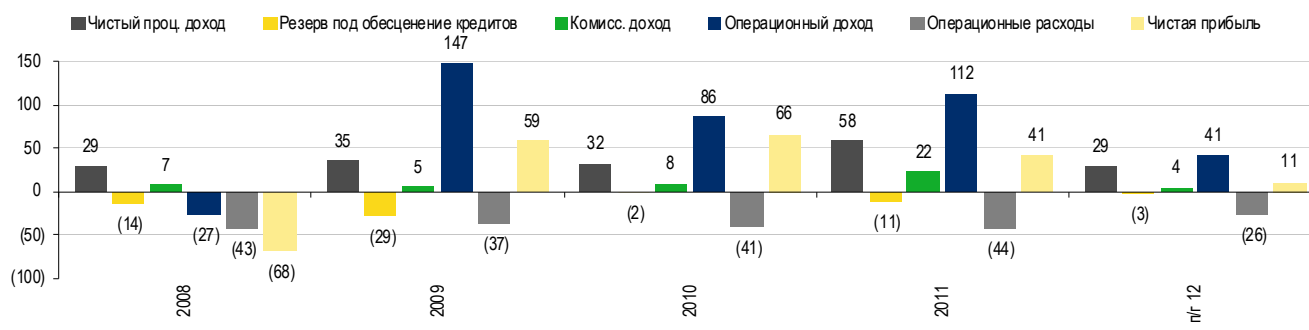
Структура акционеров Газпромбанка



Зависимость от торговых доходов постепенно снижается, но пока еще высока. Негативная черта финансового профиля Газпромбанка – очень высокая волатильность его операционных доходов, обусловленная сильной зависимостью от торговых доходов. Несмотря на то что доля ценных бумаг на балансе Газпромбанка сопоставима с их долей у Сбербанка (в районе 12–13% активов), структура доходов последнего является более благоприятной, что, на наш взгляд, объясняется большей долей розничного кредитования в его бизнесе. Совокупный убыток от операций с ценными бумагами и валютой в размере 108 млрд руб. на фоне возросших отчислений в резервы привел к чистому убытку Газпромбанка в 2008 г. в размере 68 млрд руб., что на тот момент составляло практически половину его капитала. На помощь банку пришли ВЭБ и акционеры, предоставившие долгосрочные субординированные депозиты в размере 130 млрд руб., кроме того, банк привлек кредит ЦБ на 500 млрд руб. (был полностью возвращен в 1 п/г 2010 г.). В последующие годы потери от торговых операций сменились прибылью (исключением стал лишь 2 кв. 2012 г.), однако доля чистых процентных и комиссионных доходов в совокупных лишь в 2011 г. достигла 71%, и то за счет разовых комиссионных доходов, связанных с продажей банком непрофильных активов. Тем не менее, доля традиционных банковских доходов постепенно увеличивается – с 27% в 2009 г. до 79 в 1 п/г 2012 г., хотя все еще остается ниже комфортного уровня, что указывает на высокую вероятность новых убытков в период волатильности финансовых рынков (это и произошло во 2 кв. 2012 г.). Таким образом, довольно высокие показатели рентабельности средних активов и среднего капитала последних лет – 2,0–3,5% и 20–35% соответственно – не могут считаться нормой, что и подтвердило 1 п/г 2012 г., когда данные коэффициенты снизились до 0,8% и 7,6% соответственно. При этом чистая прибыль Газпромбанка не испытывает давления со стороны отчислений в резервы, поскольку качество активов банка исторически является высоким. Кроме того, операционная эффективность банка находится на среднем относительно конкурентов уровне при отношении Расходы/Доходы в диапазоне 40–50%. Еще одна особенность финансового профиля Газпромбанка – его исторически низкая ЧПМ на уровне 2–3% как следствие высокой ликвидности баланса и низкой доли розничного бизнеса. И хотя банк уже принимает меры по увеличению маржи (начиная со 2 кв. 2012 г. начал сокращать объем ликвидных активов, также наращивает розничное кредитование), мы полагаем, что ему еще нескоро удастся догнать по уровню маржи другие крупнейшие российские банки.

Зависимость банка от торговых доходов постепенно снижается, но остается высокой

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.

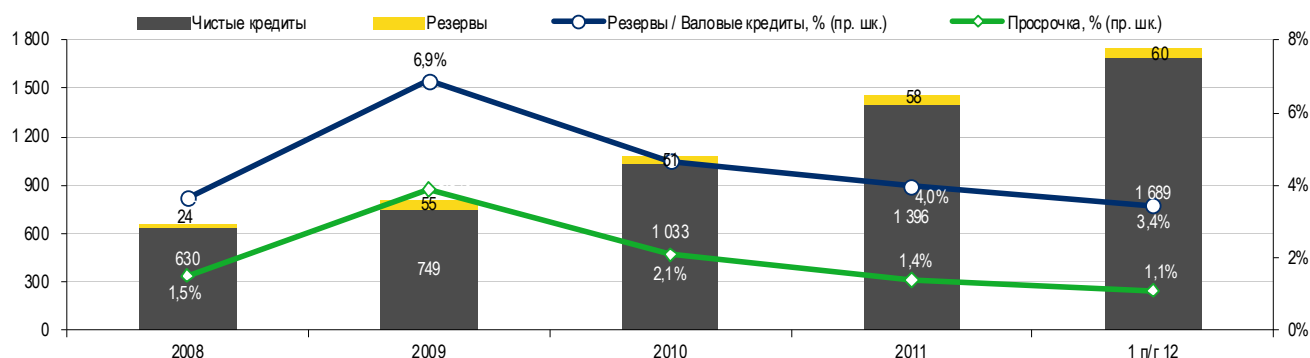


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Высокие ликвидность баланса и качество кредитного портфеля. Как уже отмечалось выше, преимущество Газпромбанка – высокая ликвидность баланса (обратной стороной этого, правда, является низкая ЧПМ) при доле ликвидных активов на конец 1 п/г 2012 г., равной 14%. В предыдущие годы ликвидность поднималась еще выше – до 37% (2008 г.). Как следствие, доля кредитного портфеля в активах банка в последние годы была невысокой, и лишь в 1 п/г 2012 г. достигла 63-процентного максимума последних четырех лет за счет опережающего роста кредитов относительно других активов. Отчасти это было обусловлено еще и тем, что у банка на балансе консолидируются активы из других отраслей, причем планов по их продаже в обозримом будущем нет. Что касается качества кредитного портфеля, то оно у банка было высоким даже в 2009 г. (просрочка тогда составляла 3,9%), когда большинство российских кредитных учреждений показывало многократный рост просрочки. Мы связываем это с тем, что основными заемщиками Газпромбанка являются крупнейшие предприятия нефтегазового, химического и металлургического секторов – в сумме на них приходится 37,3% выданных банком кредитов по состоянию на конец 1 п/г 2012 г. Этот факт в определенной степени оправдывает невысокую диверсификацию кредитного портфеля по секторам экономики. Несмотря на аффилированность с Газпромом, зависимость от кредитования связанных сторон у Газпромбанка является низкой (2,3% совокупных кредитов), но от кредитования десяти крупнейших клиентов – традиционно высокой (24%). На последнюю отчетную дату доля просроченных кредитов Газпромбанка составляла 1,1% (покрытие резервами 313%), еще 1,8% приходилось на кредиты с пересмотренными условиями, что является одним из лучших показателей в секторе.

Качество портфеля было высоким даже в кризис

Кредитный портфель Газпромбанка, млрд руб.

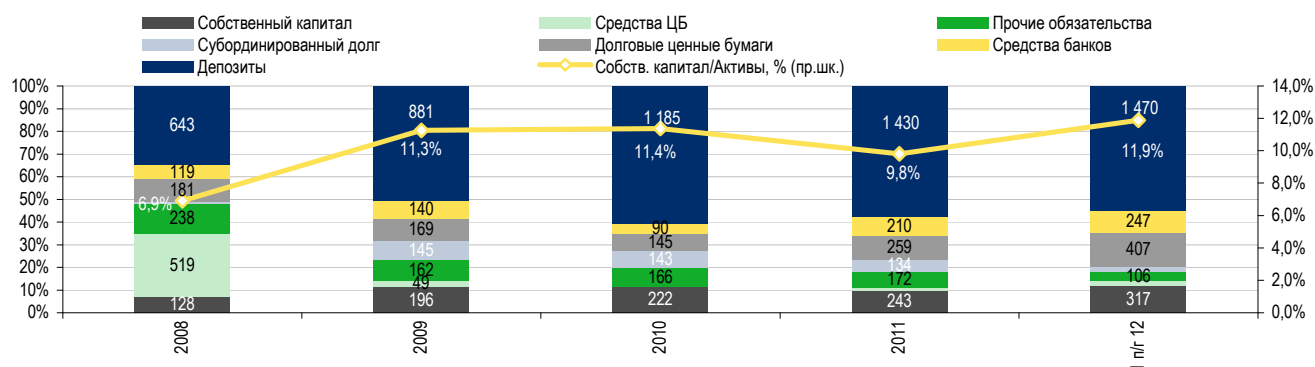


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Вопреки ожиданиям, проблема пополнения капитала станет актуальной уже в нынешнем году. Мы считаем, что за последние несколько лет Газпромбанк сумел заметно укрепить структуру фондирования. Так, объем депозитов клиентов банка с 2008 г. вырос в 2,3 раза, тогда как пассивы увеличились лишь на 44%. В результате доля клиентских депозитов в пассивах повысилась за период с 35% до 55%. По итогам 2008 г. около 28% средств в пассивах приходилось на кредиты от ЦБ, которые в последующие два года были замещены депозитами. Отметим, что важную роль в формировании депозитной базы банка играют средства Газпрома, на которые приходится порядка 20% всех средств клиентов, или 13% от пассивов Газпромбанка. Параллельно с ростом депозитов банк наращивал объемы оптового фондирования, фактически финансируя рост за счет этих двух источников. Так, доля долговых ценных бумаг увеличилась с 10% в 2008 г. до 15% в 1 п/г 2012 г., что мы считаем довольно существенным уровнем. Однако обязательства Газпромбанка по оптовому фондированию на ближайшие несколько лет с запасом покрываются имеющимися у него денежными средствами, так что риски рефинансирования для эмитента, на наш взгляд, минимальны. Понесенный в 2008 г. убыток привел к снижению собственного капитала на 39,3%, в результате отношение Собственный капитал/Активы опустилось до весьма низких 6,9%. Так что последующий двукратный рост собственного капитала в большей степени лишь компенсировал то снижение. Проведенная в июне 2012 г. конвертация субординированных депозитов на 82,5 млрд руб. в акции банка увеличила достаточность капитала первого уровня только на 1,6 п.п. до 11,0%, тогда как ранее банк ожидал ее роста до более чем 12%. Кроме того, 500 млн долл., привлеченные в апреле 2012 г. за счет субординированных еврооблигаций, не помогли Газпромбанку увеличить совокупную достаточность капитала (во 2 кв. 2012 г. она снизилась на 1,5 п.п. до 13,2%) из-за опережающего роста активов. Таким образом, надеждам банка вернуться к вопросу пополнения капитала лишь через 1,5–2 года не суждено было сбыться, и он намерен разместить новый субординированный бонд уже во 2 п/г 2012 г.

Основа фондирования – средства клиентов, но зависимость от рынков капитала растет

Структура фондирования Газпромбанка, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Ключевые показатели Газпромбанка, млрд руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 n/r 12
Чистый процентный доход	28,6	34,5	31,8	58,2	28,7
Чистые комиссионные доходы	6,9	5,5	8,4	21,9	3,9
Доходы от операций с ценными бумагами	(32,2)	39,7	28,5	17,1	4,2
Доходы от операций с валютой	(75,8)	27,3	12,2	2,1	2,5
Суммарные операционные доходы	(26,6)	147,5	86,3	112,4	41,1
Операционные расходы	(42,8)	(37,2)	(40,6)	(44,3)	(26,4)
Резервы	(14,0)	(29,1)	(1,7)	(11,3)	(2,5)
Чистая прибыль	(68,2)	58,8	66,3	40,8	10,6
Денежные средства и эквиваленты	84,9	76,0	99,0	203,4	358,1
Средства в банках	594,2	352,5	273,5	309,6	8,3
Ценные бумаги	218,7	187,9	237,8	288,7	304,4
Кредиты и авансы клиентам	630,1	749,3	1 033,4	1 396,5	1 689,4
Основные средства	134,0	155,8	56,2	61,9	65,9
Прочие активы	190,4	219,7	251,7	217,7	238,3
Активы	1 852,2	1 741,1	1 951,6	2 477,7	2 664,4
Средства ЦБ РФ	519,4	49,2	-	30,0	60,1
Средства банков	118,8	139,7	89,5	210,3	246,7
Средства физлиц	132,6	170,6	238,4	266,5	287,9
Средства корпоративных клиентов	311,2	509,1	444,8	667,4	643,7
Средства госкомпаний	198,7	201,1	502,2	496,1	538,0
Долговые ценные бумаги	181,2	169,1	145,3	258,7	406,9
Прочие обязательства	237,6	161,8	166,1	172,2	105,9
Субординированные кредиты	24,7	144,6	143,4	133,6	58,4
Собственный капитал	127,9	196,0	221,9	242,9	316,8
<i>Коэффициенты, %</i>					
Чистая процентная маржа	3,6	2,5	2,2	3,2	2,8
ROAA	(5,5)	3,3	3,6	1,8	0,8
ROAE	(34,4)	36,3	31,7	17,6	7,6
Просроченная задолженность	1,5	3,9	2,1	1,4	1,1
Норма резервирования	3,6	6,9	4,7	4,0	3,4
Достаточность капитала	9,2	14,8	16,8	14,3	13,2
Достаточность капитала I уровня	7,8	9,5	10,6	9,4	11,0
Кредиты/депозиты	98,1	85,1	87,2	97,7	115,0
Расходы/доходы	(160,6)	25,2	47,0	39,4	64,3

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

БАНК РАЗВИТИЯ С ОТЛИЧНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИЕЙ

Финансовый профиль ЕАБР не лишен слабых сторон, например его отличают низкая рентабельность и высокая зависимость от оптового фондирования, однако недостатки с лихвой компенсируются просто гигантской достаточностью капитала и высоким качеством активов. Оба выпуска еврооблигаций ЕАБР торгуются со спредом порядка 200 б.п. и 270 б.п. к среднерыночным свопам, что примерно на 10-30 б.п. уже, чем у бондов Сбербанка. При этом ЕАБР обладает одним рейтингом из категории «low A», и может быть интересным более широкому кругу инвесторов. Рублевые выпуски банка не обладают высокой ликвидностью и котируются приблизительно на одном уровне с облигациями российских госбанков (со спредом порядка 140–150 б.п. к кривой ОФЗ), поэтому, по нашему мнению, их имеет смысл покупать лишь с целью диверсификации портфеля.

Общая информация. ЕАБР представляет собой международный финансовый институт, призванный содействовать экономическому развитию государств, участвующих в его капитале. По сути, это банк развития. ЕАБР был основан и начал свою деятельность в середине 2006 г. На конец 1 п/г 2012 г. размер его активов составлял 3,2 млрд долл., то есть по российским масштабам это банк средних размеров. На текущий момент среди отечественных кредитных организаций он занимал бы место в конце шестого десятка – рядом с такими банками, как Росевробанк, Внешпромбанк, Промбизнесбанк. Основной задачей ЕАБР как банка развития является финансирование инвестиционных проектов на территории стран-участниц либо проектов, осуществляемых компаниями этих стран. Банк имеет возможность отбирать проекты, в которые считает целесообразным вкладывать средства. На 1 января 2012 г. его инвестиционный портфель составлял 2,8 млрд долл. Всего на конец 2011 г. на разных стадиях рассмотрения банком находилось 23 проекта общей стоимостью 7,4 млрд долл. с долей возможного участия в них ЕАБР в размере 1,2 млрд долл. Минимальная сумма инвестиций, которую ЕАБР установил для себя, – 30 млн долл., а срок окупаемости – не более 15 лет, из чего можно сделать вывод о потенциальной потребности банка в долгосрочных источниках фондирования. Среди проектов, финансируемых ЕАБР, назовем следующие: техническое перевооружение угольных разрезов компании СУЭК в Сибири, создание самолета Sukhoi Super Jet 100, строительство терминала ЮГ-2 в морском торговом порту Усть-Луга. Статус международного финансового института выводит ЕАБР из-под российского налогового и банковского регулирования, что, с одной стороны, освобождает его от необходимости соответствовать нормативам (по ликвидности, достаточности капитала), обязательным для российских банков, а с другой – лишает возможности пользоваться кредитами ЦБ РФ.

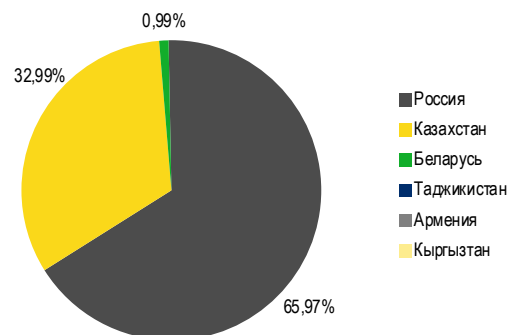
Обращающиеся выпуски

EURDEV (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
EurDevBank '14	500 \$	7,38	29 сен 14	2,39
EurDevBank '22	500 \$	4,77	20 сен 22	4,40
ЕАБР-3	5000 R	7,50	31 окт 13	7,79
ЕАБР-1	5000 R	8,50	5 фев 14	8,04
ЕАБР-4	5000 R	7,70	13 фев 14	8,38
ЕАБР-2	5000 R	8,50	2 мар 15	8,52

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров ЕАБР



Источники: данные банка

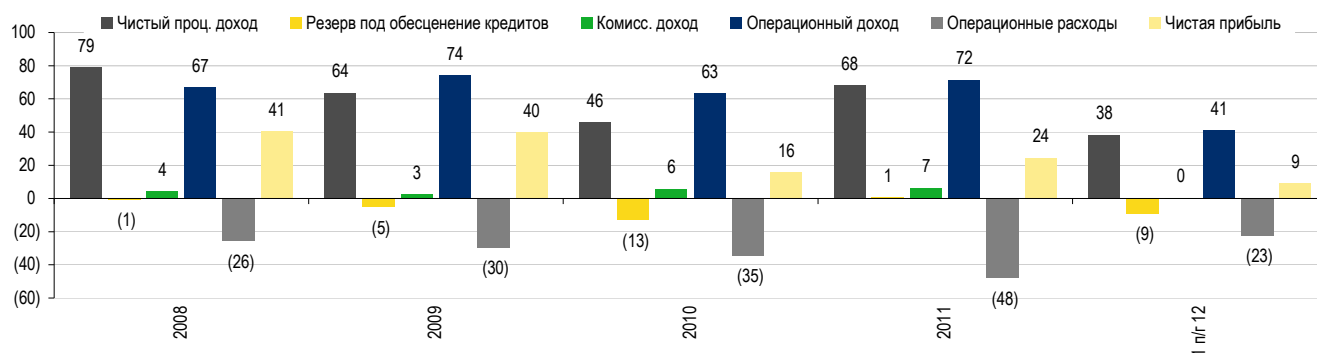
Акционеры. Основная доля в капитале ЕАБР принадлежит России (66,0%), вторая по величине – Казахстану (33%), участие Таджикистана, Армении, Белоруссии и Кыргызстана минимальное, они в совокупности владеют лишь 1% капитала банка.

Рейтинги. Поскольку ЕАБР является международной организацией, на него не распространяется страновой потолок по рейтингам. Это позволило Moody's присвоить банку рейтинг на уровне А3 (прогноз «Стабильный»), рейтинги от S&P и Fitch находятся на уровне «BBB», прогнозы «Стабильный» и «Позитивный» соответственно.

Низкая маржа препятствует росту доходов. Максимизация прибыли согласно уставу ЕАБР не является основной задачей последнего, что объясняет причины низкой ЧПМ банка – в последние три года она не превышала 3%. С одной стороны, ставки по кредитам, выдаваемые банком развития, не могут быть высокими, с другой – стоимость фондирования в последние годы находилась под давлением, в результате чистый процентный доход так и не смог достичь максимума 2008 г., несмотря на то что с тех пор кредитный портфель ЕАБР вырос более чем втрое. Избыточную ликвидность ЕАБР размещает в ценные бумаги, поэтому зависимость банка от волатильных торговых доходов является высокой. Так, в 2008 и 2011 гг. суммарные процентные и комиссионные доходы превышали совокупный операционный доход ЕАБР по причине понесенных убытков от торговых операций. В последний отчетный период банк вновь нарастил портфель ценных бумаг на балансе, что означает сохранение давления на его маржу в будущем – основу портфеля ценных бумаг ЕАБР составляют суверенные и квазисуверенные бумаги, доходность которых в среднем ниже, чем по выдаваемым кредитам. Хотя расходы на резервирование в основном не отражались на чистой прибыли банка, невысокая операционная эффективность (операционные расходы в последние годы растут опережающими темпами относительно активов) при отношении Расходы/Доходы выше 50% является причиной низкой рентабельности активов и капитала ЕАБР (ROAA – 0,6-0,9%, ROAE – 1,0-1,5%).

Расходы на резервирование невелики

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млн долл.



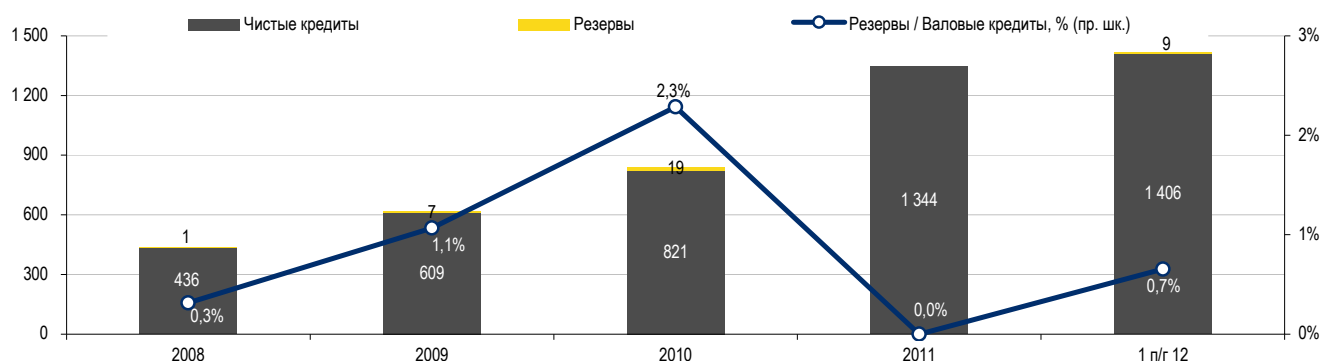
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Доля кредитного портфеля в активах неуклонно растет. Отличительная особенность ЕАБР – низкая доля кредитного портфеля в активах. В 2008 г. она составляла лишь 21,7%, тогда как остальное примерно поровну делилось между средствами в других банках и ценными бумагами. Столь нетипичная структура активов объяснялась молодостью банка и спецификой его деятельности: поиск подходящего для инвестиций проекта и его анализ требует времени, в течение которого банк размещает свободную ликвидность в альтернативные инструменты. Постепенно доля кредитного портфеля в активах увеличивалась и на конец 1 п/г 2012 г. достигла 44,1%, однако это все еще низкий уровень. В период 2008 – 1 п/г 2012 гг. активы банка увеличились на 57,9%, тогда как кредиты выросли в 3,2 раза. Увеличение доли кредитов произошло преимущественно за счет снижения доли ценных бумаг (с 42,5% до 32,9%), а также средств в других банках (с 34,6% до 20,6%). Тем не менее ликвидность баланса ЕАБР остается высокой, если не чрезмерной, – с учетом имеющихся у банка ценных бумаг (суверенные выпуски довольно ликвидны) ликвидные активы ЕАБР составляют почти 50% совокупных активов. Качество кредитного портфеля, судя по всему, является высоким. Хотя ЕАБР не раскрывает долю просрочки, но то обстоятельство, что в 2011 г. банк распустил все накопленные ранее резервы, указывает на отсутствие у него проблемных кредитов. Да и в посткризисные 2009–2010 гг. сложностей с качеством кредитов банк, похоже, не испытывал – стоимость риска в те годы составляла умеренные 1,0–1,8%, а норма резервирования – 1,1–2,3%, что существенно ниже среднего по сектору значения. Имеющегося у банка капитала, вне всяких сомнений, достаточно для покрытия убытков в том случае, если бы все выданные ЕАБР кредиты оказались просроченными. С точки зрения отраслевой структуры инвестиционный портфель ЕАБР (отличается от кредитного портфеля на величину внебалансовых обязательств по входящим в портфель банка проектам – неиспользованных кредитных линий) является низкодиверсифицированным: совокупная доля энергетики и транспортной отрасли достигает 48,1%. Региональная структура портфеля следующая: на Россию приходится 39,7%, на Казахстан – 41,4%, на Беларусь – 12,6%, на Таджикистан – 1,2% и на Арме-

нию – 1,8%. Таким образом, помимо отраслевых рисков, для банка актуальны политические, учитывая, что на каждую из крупнейших стран-участниц приходится значительная часть его инвестиционного портфеля.

Высокие темпы роста портфеля, несмотря на замедление в 1 п/г 2012 г.

Кредитный портфель ЕАБР, млн долл.

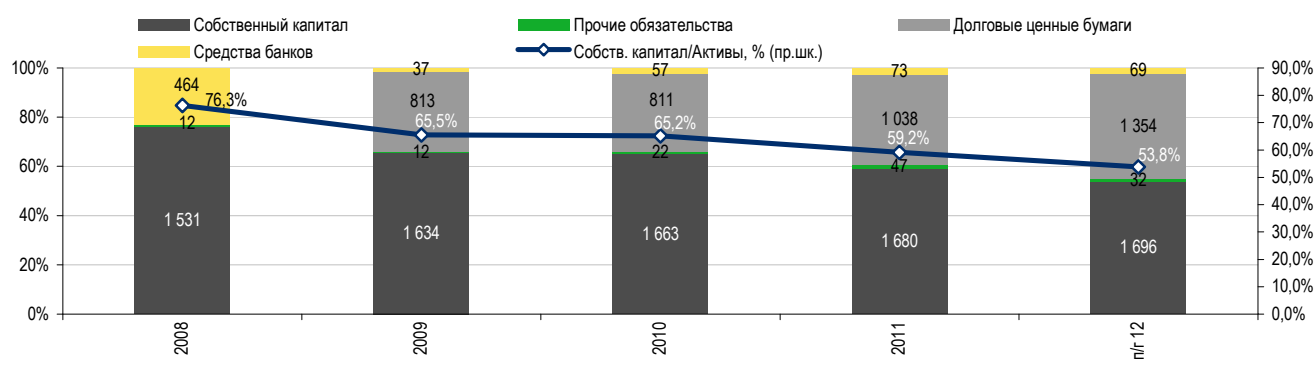


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Значимость оптового фондирования постоянно растет, капитализация пока избыточная. До 2009 г. источниками фондирования для ЕАБР являлись лишь собственные средства и банковские кредиты (в небольшом объеме). Отметим, что в силу своей специфики банк не имеет возможности привлекать депозиты клиентов, поэтому помимо собственных средств вынужден полагаться на альтернативные источники финансирования. В 2009 г. банк дебютировал на рынке облигаций, разместив выпуски в долларах, рублях и казахских тенге на общую сумму 812 млн долл., в результате чего доля оптового фондирования в его пассивах выросла с 0 до 32,6%. С тех пор присутствие ЕАБР на долговых рынках стало регулярным, банковские кредиты были замещены облигациями, доля которых на конец 1 п/г 2012 г. составляла 42,7%. С одной стороны, это говорит о высокой зависимости банка от оптового фондирования, но с другой – очень высокая достаточность капитала ЕАБР (отношение Собственный капитал/Активы составляет 53,5%) обеспечивает ему существенный запас прочности. Так, собственные средства банка с запасом покрывают все его обязательства по оптовому фондированию. Кроме того, имеющегося у банка капитала должно хватить еще на несколько лет непрерывного роста активов (к примеру, на пять лет при среднегодовых темпах роста 20%) без использования других источников привлечения средств, – допустим, если рынки долгового капитала будут закрыты.

Значимость оптового фондирования постоянно растет

Структура фондирования ЕАБР, млн долл.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели ЕАБР, млн долл.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 п/г 12
Чистый процентный доход	79,2	63,9	45,9	68,1	38,4
Чистые комиссионные доходы	4,4	2,6	6,0	6,5	0,4
Доходы от операций с ценными бумагами	(6,8)	6,8	24,2	36,6	(15,2)
Доход от операций с ин. валютой	(9,6)	(0,1)	(12,7)	(40,0)	15,7
Доходы от операций с иностранной валютой	67,2	74,4	63,4	71,7	41,1
Операционные расходы	(25,9)	(29,6)	(34,6)	(48,1)	(22,5)
Резервы	(0,8)	(5,1)	(13,0)	0,8	(9,2)
Чистая прибыль	40,5	39,8	15,8	24,5	9,4
Денежные средства и эквиваленты	0,2	94,9	222,4	0,1	0,4
Средства в других банках	694,6	590,3	521,9	731,2	652,3
Ценные бумаги	852,6	1 172,6	913,1	686,7	1 044,2
Кредиты и авансы клиентам	435,7	609,0	821,0	1 344,0	1 397,3
Основные средства	17,8	21,1	22,1	17,8	17,2
Прочие активы	6,8	7,6	52,0	57,8	10,5
Активы	2 007,6	2 495,5	2 552,6	2 837,7	3 170,2
Средства банков	464,4	36,8	56,5	73,1	68,6
Долговые ценные бумаги	0	812,8	810,7	1 037,8	1 353,7
Прочие обязательства	11,8	12,0	21,9	46,8	31,9
Собственный капитал	1 531,5	1 633,9	1 663,5	1 680,0	1 695,7
<i>Коэффициенты, %</i>					
Чистая процентная маржа	4,8	2,9	2,0	2,7	2,6
ROAA	2,4	1,8	0,6	0,9	0,6
ROAE	3,4	2,5	1,0	1,5	1,1
Норма резервирования	0,3	1,1	2,3	0	0,7
Собственный капитал/активы	76,3	65,5	65,2	59,2	53,5
Расходы/доходы, %	38,5	39,8	54,6	67,1	54,8

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

ДОСТОЙНЫЙ КОНКУРЕНТ ЛИДЕРАМ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОГО СЕКТОРА

Несмотря на некоторые негативные моменты, финансовые результаты банка Кредит Европа производят в целом хорошее впечатление, и кредитный профиль эмитента мы считаем устойчивым. Высокая зависимость от оптового фондирования, в том числе от средств материнской компании, интенсивный график погашения оптовых обязательств на ближайшие два года и необходимость наращивать отчисления в резервы на фоне активного развития потребительского кредитования компенсируются отличным качеством активов, хорошим уровнем капитализации и достаточным запасом ликвидности. В случае же непредвиденных проблем КЕБ может рассчитывать на поддержку со стороны материнской группы FIBA, – такая поддержка уже оказывалась банку ранее. Мы обращаем внимание инвесторов на рублевые выпуски КредЕврБ-БО-1 и КредЕврБ-БО-2, предлагающие доходность 10,2–10,5% к оферте в феврале и апреле 2014 г. Потенциал сужения спреда данных выпусков ко вторичному рынку, учитывая текущие кредитные рейтинги банка, а также его финансовые результаты, по нашей оценке, составляет 20–50 б.п. Евробонды эмитента неликвидны и не представляют интереса.

Общая информация. Кредит Европа Банк (КЕБ, прежнее название «Финансбанк») работает на российском рынке на протяжении 15 лет и является крупным частным банком с участием иностранного капитала. По состоянию на конец 1 п/г 2012 г. КЕБ занимал 47-е место среди российских банков по объему активов (102 млрд руб.) и 40-е по размеру собственного капитала (16 млрд руб.). Банк функционирует как универсальный, но при этом специализируется на потребительском кредитовании (74% всего портфеля на конец июня 2012 г.), в частности на автокредитах (39% валового портфеля), кредитных картах (13%) и экспресс-кредитовании (10%). В соответствующих сегментах рынка он занимает прочные позиции и входит в десятку крупнейших игроков. У КЕБ довольно разветвленная филиальная сеть, насчитывающая 121 отделение и покрывающая преимущественно европейскую часть России и Западную Сибирь. Стратегия эмитента предусматривает дальнейшее развитие банка в качестве универсального с усилением позиций в сегменте розничного кредитования.

Акционерная структура. Кредит Европа Банк входит в состав международного конгломерата FIBA Holding A.S., основанного в 1987 г. и принадлежащего турецкому банкиру и бизнесмену Хюсюн Озейгину. Активы холдинга достаточно широко представлены в финансовом, потребительском и промышленных секторах, в основном на территории Европы, и по итогам 2011 г. оценивались в 14,7 млрд долл. При этом деятельность FIBA в странах, сильно пострадавших от долгового кризиса, весьма ограничена, что позволило холдингу в кризисный период избежать дополнительных убытков и получить чистую прибыль (195 млн долл. в 2008 г. и 156 млн долл. в 2009 г.).

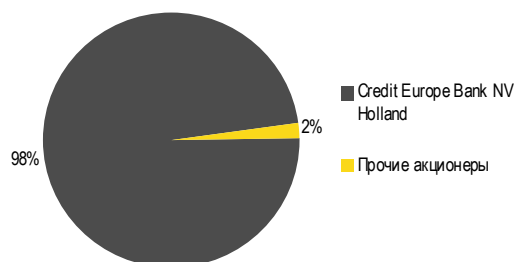
Обращающиеся выпуски

FCFIN (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
CreditEurB '12	150 \$	9,00	25 окт 12	
CreditEurB '13	300 \$	7,75	20 май 13	
КредЕврБ БО-2	5 000 R	10,00	12 фев 14	10,22
КредЕврБ-6	4 000 R	9,50	18 фев 14	9,83
КредЕврБ БО-1	5 000 R	8,10	27 апр 14	10,50

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров Кредит Европа Банка



Источники: данные банка

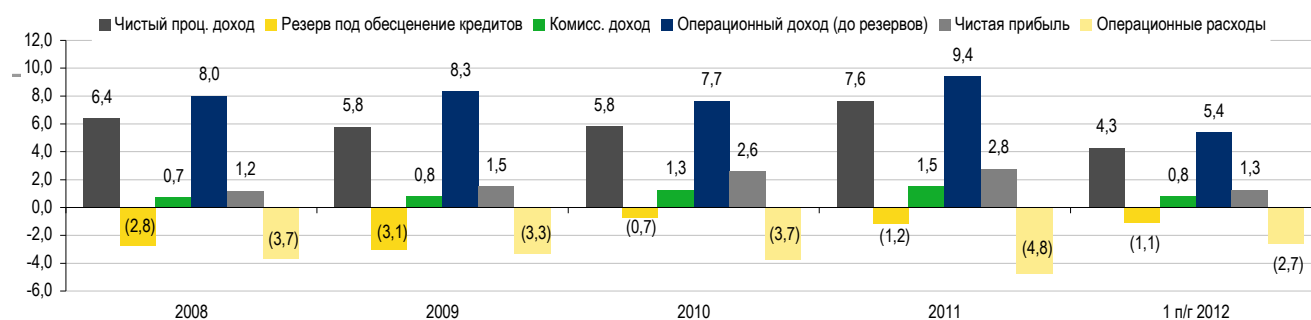
Деятельность российского подразделения традиционно является одним из приоритетов материнской компании. Так, согласно данным КЕБ, по итогам 2011 г. на его долю приходилось порядка 17% совокупных активов банковской группы Credit Europe Group NV и 67% ее налогооблагаемой прибыли. Основным акционером КЕБ является голландская Credit Europa N.V. (NR/Ba2/BB), которой принадлежит 98,14% акций банка.

Рейтинги. КЕБ присвоены рейтинги от Moody's и Fitch на уровне «Ba3»/прогноз «Положительный» и «BB-»/прогноз «Стабильный», что на ступень ниже рейтинга материнской компании и на уровне оценки Промсвязьбанка (-/Ba2/BB-) и НОМОС-Банка (-/Ba3/BB). Оба рейтинга были подтверждены в июле и, на наш взгляд, соответствуют текущим кредитным метрикам эмитента. Пересмотр рейтингов в сторону понижения возможен в случае заметного ухудшения качества активов КЕБ (на фоне быстрого роста в сегменте потребкредитования) и осуществления крупных выплат в пользу материнской компании.

Наращивание отчислений в резервы ведет к постепенному снижению рентабельности бизнеса. За последние годы структура доходов КЕБ фактически не меняется, доля чистого процентного дохода стабильно составляет порядка 80% (4,3 млрд руб. по итогам 1 п/г 2012 г.). Можно отметить лишь, что постепенно увеличивается вклад чистого комиссионного дохода, который формируется преимущественно за счет расчетно-кассовых операций и начислений по просроченным ссудам. На него по итогам 1 п/г 2012 г. пришлось 15% доходов банка (0,8 млрд руб.) против 9% в 2009 г. Доля торговых и прочих операционных доходов по-прежнему незначительная (5% за 1 п/г 2012 г.). Чистая процентная маржа в последние два года находится в диапазоне 8,0–9,0% и, несмотря на активное развитие потребительского кредитования, будет оставаться, по нашим прогнозам, значительно ниже, чем у других игроков рынка розничных услуг (Восточный Экспресс, ХКФБ и Русский Стандарт), что связано с наличием существенной доли менее рентабельных продуктов в портфеле (39% автокредитов и 26% корпоративных кредитов на 30 июня 2012 г.). С начала текущего года КЕБ продолжал наращивать отчисления в резервы (по итогам 1 п/г 2012 г. они достигли объема за весь 2011 г., составив 1,1 млрд руб.), что в целом кажется нам достаточно логичным, в свете расширения розничного бизнеса. Однако рост резервных отчислений продолжит оказывать давление на рентабельность активов и капитала (ROAA 2,6% и ROEA 16% по итогам 1 п/г 2012 г.).

Наращивание отчислений в резервы оправданно с учетом активного развития розничного сегмента

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.

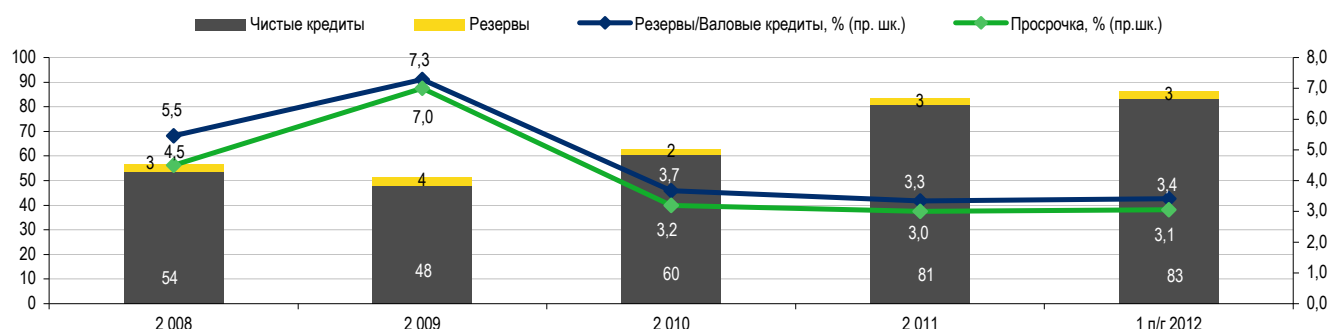


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Мотор роста – розничное кредитование. В 2009–2011 г. КЕБ уверенно рос, показывая темпы на уровне рыночных. В этот период активы банка увеличивались в среднем на 13,5% в год, при этом их структура оставалась консервативной. Основная часть активов (порядка 80%) – это нетто-портфель кредитов, остальное – ликвидные активы в виде средств в других банках, ценных бумаг и денежных средств. На конец 1 п/г 2012 г. валовый кредитный портфель КЕБ составил 86 млрд руб. Если еще годом ранее он в равной степени формировался как за счет корпоративных, так и розничных кредитов, то уже на конец июня 2012 г. доля потребительских кредитов достигла 74%. Ключевые продукты КЕБ – автокредиты (39% валового портфеля), кредитные карты (13%) и экспресс-кредиты (10%) – являются основной движущей силой роста. Насколько мы понимаем, дальнейшее развитие этих направлений – приоритет для банка. Несмотря на очевидное замедление темпов кредитования, наблюдающееся с начала года (+3% против 6% в среднем по сектору) результаты розничного направления (+12%) выглядят довольно неплохо на фоне показателей конкурентов, отчитавшихся за данный же период (Ренессанс Кредит и ОТП Банк). Уровень просроченной задолженности в последние два года стабилизировался и на конец июня текущего года составил 3,05%, при этом единственным негативным моментом, по нашему мнению, является увеличение объема списаний плохих активов (956 млн руб. или 1,1% валового портфеля). Текущее покрытие резервами (2,7 млрд руб., 3,3% портфеля) мы считаем комфортным, однако дальнейший быстрый рост беззалогового розничного кредитования потребует придерживаться более консервативного подхода при формировании резервов, то есть приведет к повышению коэффициента покрытия.

Рост кредитования в 1 п/г 2012 г. замедлился, розничное направление – основная движущая сила

Кредитный портфель, млрд руб., просрочка и норма резервирования



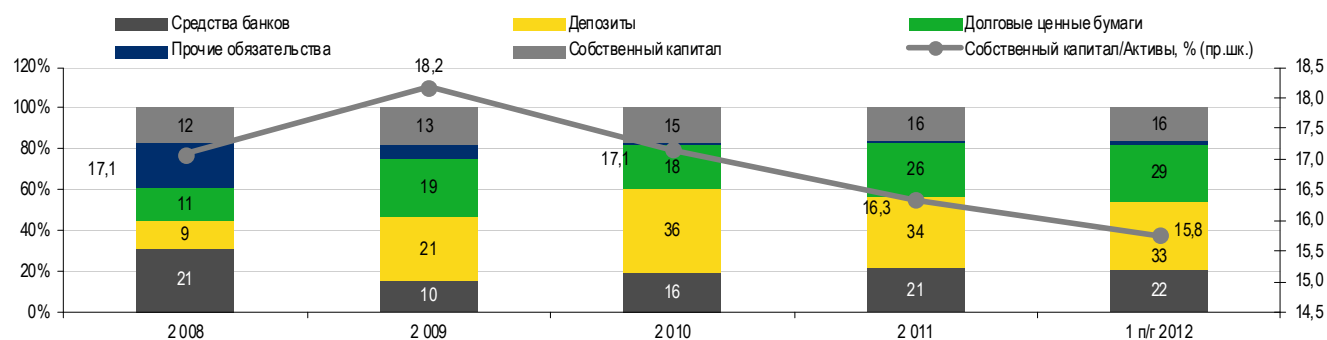
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Высокая зависимость от оптового фондирования при комфортной ликвидной позиции и хорошей кредитной истории.

Исторически структура фондирования КЕБ формируется главным образом за счет заимствований на рынке капитала и средств материнской компании, что с учетом преимущественно розничной бизнес-модели означает риски для банка. На конец 1 п/г 2012 г. доля выпущенных ценных бумаг в совокупных обязательствах КЕБ составила 34% (29 млрд руб.), еще 25% (22 млрд руб.) приходилось на средства банков, включая привлеченные синдицированные кредиты. Клиентские средства по-прежнему занимают скромное место в структуре пассивов КЕБ, несмотря на увеличение их доли в совокупных обязательствах до 38% на конец 1 п/г 2012 г. с 16% в 2008 г. Несмотря на постепенную диверсификацию обязательств банка, его зависимость от материнской компании сохраняется. Согласно нашим подсчетам, 22% находящихся у банка депозитов и средств других банков было обеспечено структурами FIBA. Мы полагаем, что до конца года структура фондирования КЕБ существенно не улучшится, поскольку чистого притока клиентских депозитов с начала года практически не наблюдается, а значит, для финансирования роста банку придется наращивать заимствования на долговых рынках. В нынешнем году эмитенту остается погасить лишь выпуск еврооблигаций FCFIN'12 объемом 150 млн долл. (около 4,8 млрд руб. в октябре). Основной пик выплат приходится на следующие два года, в том числе 600 млн долл. (около 18,5 млрд руб.) предстоит заплатить в 2013 г. (погашение кредитов и оферта по выпуску БО-3), а 11,1 млрд руб. – в 2014 г. (оферты и погашения по рублевым облигациям серии БО-1,2 и 06). Принимая во внимание хорошую кредитную историю эмитента, активную поддержку материнской группы, а также необходимую ликвидную подушку (10% совокупных активов в виде денежных средств, ценных бумаг и доступных средств в банках на общую сумму 10,7 млрд руб. на 30 июня 2012 г.), проблем с обслуживанием обязательств в среднесрочной перспективе возникнуть не должно. Кроме того, недостатки структуры фондирования компенсирует комфортная достаточность капитала, являющейся одной из наиболее сильных сторон банка. На последнюю отчетную дату отношение Капитал/Активы составляло 15,8%.

Зависимость от оптового фондирования, в том числе от средств материнской компании, сохраняется

Структура фондирования КЕБ, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели КЕБ, млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 п/г 2012
Чистые процентные доходы	6 375	5 773	5 842	7 648	4 291
Чистые комиссионные доходы	743	782	1 276	1 524	792
Доходы от операций с ценными бумагами	(31)	935	327	27,5	19,0
Д-ды от операций с иностранной валютой	352	289	175	188	128,1
Прочие доходы	577	545	49	36	150,4
Сумм. операционные доходы (до резервов)	8 015	8 325	7 669	9 423	5 380
Операционные расходы	(3 685)	(3 328)	(3 731)	(4 756)	(2 658)
Резервы	(2 751)	(3 084)	(722)	(1 190)	(1 117)
Чистая прибыль	1 199	1 528	2 602	2 772	1 281
Денежные средства и эквиваленты	955	936	1 166	2 083	2 234
Средства в банках	1 846	11 609	12 008	6 103	9 316
Ценные бумаги	3 292	6 967	8 445	3 838	3 969
Кредиты и авансы клиентам, нетто	53 650	47 925	60 480	80 592	83 214
Основные средства	760	600	677	1 050	1 244
Прочие активы	6 927	1 371	2 121	4 211	2 424
Активы	67 428	69 407	84 898	97 877	102 400
Средства банков	21 191	10 579	16 007	21 444	21 839
Средства клиентов	8 792	21 808	35 530	33 922	32 943
Долговые ценные бумаги	11 452	19 299	17 849	25 508	29 303
Прочие обязательства	14 478	5 106	954	1 019	2 184
Собственный капитал	11 516	12 615	14 558	15 985	16 131
<i>Коэффициенты, %</i>					
Чистая процентная маржа	12,1	9,5	7,9	9,0	8,8
ROAA	2,0	2,2	3,4	3,0	2,6
ROAE	12,8	12,7	19,2	18,2	16,0
Просроченная задолженность	4,5	7,0	3,2	3,0	3,1
Норма резервирования	5,5	7,3	3,7	3,3	3,4
Достаточность капитала	18,6	19,8	19,6	18,2	нд
Капитал/Активы	17,1	18,2	17,1	16,3	15,8
Кредиты/Депозиты	610,2	219,8	170,2	237,6	252,6
Расходы/Доходы	46,0	40,0	48,6	50,5	49,4

* Кредиты, просроченные более чем на 90 дней

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

КРУПНЕЙШИЙ СРЕДИ РЕГИОНАЛЬНЫХ БАНКОВ

Мы оцениваем кредитное качество Московского кредитного банка как устойчивое. Банк демонстрирует довольно высокие темпы увеличения объемов бизнеса, при этом качество кредитного портфеля остается одним из лучших в отрасли, а проблем с достаточностью капитала в среднесрочной перспективе не ожидается. Однако довольно низкая чистая процентная маржа (ЧПМ) делает банк уязвимым перед ростом объемов проблемных кредитов. Относительно ликвидные локальные выпуски торгуются с доходностью к кривой ОФЗ в диапазоне 370–410 б.п., что является одним из самых высоких значений для банков с рейтингом «В+». Наиболее интересно выглядят МКБ БО-3 (YTP 9,57) и БО-5 (YTM 10,77). Единственный евробонд банка CBOM'14 (YTM 6,94) торгуется ниже по доходности субординированного PROMBK'15 (-/Ba3/V+) Промсвязьбанка, обладающего существенно большими масштабами бизнеса, и, на наш взгляд, не очень интересен.

Общая информация. МКБ работает в Москве и Московской области и является крупнейшей региональной кредитной организацией. На конец 1 п/г 2012 г. банк занимал 21-е место по размеру активов, согласно рейтингу Интерфакса. Банк предоставляет широкий спектр услуг как юридическим лицам, так и населению, обслуживая порядка 25 тыс. корпоративных и свыше 390 тыс. частных клиентов. Филиальная сеть насчитывает 61 отделение и 13 операционных касс в Москве и Московской области, что предполагает достаточно плотное покрытие региона. Также МКБ стал одним из немногих банков, сумевших в кризис существенно увеличить масштабы бизнеса. За три года – с начала 2009 г. по конец 2011 г. – совокупные активы банка выросли более чем в три с половиной раза – до 232,4 млрд руб.

Акционеры. С 1994 г. контролирующим акционером МКБ является Роман Авдеев, которому до последнего времени принадлежало более 99% акций банка. Владея целым рядом других бизнесов (в строительстве, сельском хозяйстве и иных отраслях), Авдеев имеет возможность поддерживать развитие МКБ путем регулярных вливаний в капитал, а также за счет отказа от дивидендных выплат. Кроме того, еще в начале лета было объявлено о вхождении в капитал банка Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР) и Международной финансовой корпорации (IFC). А уже 24 августа завершилась допэмисия: ЕБРР и IFC получили по 7,5% акций, а общая сумма инвестиций составила 5,8 млрд руб., при этом доля основного акционера снизилась до 85%.

Рейтинги. Первый рейтинг банку был присвоен агентством Moody's в 2003 г. на уровне «В1» и с тех пор не менялся. Fitch обратило внимание на банк и присвоило ему в 2004 г. рейтинг на уровне «В-». Последним получен рейтинг от Standard & Poor's – в начале 2012 г. на уровне «В+». И хотя в кризис прогнозы по рейтингам были понижены, сами рейтинги снижены не были. В настоящий

Обращающиеся выпуски

CRBKMO (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
МСВ '14	200 \$	8,25	5 авг 14	6,94
МКБ-8	3 000 R	9,00	17 окт 12	0,47
МКБ БО-4	5 000 R	8,00	19 окт 12	7,98
МКБ-7	2 000 R	9,50	22 янв 13	8,51
МКБ БО-1	3 000 R	8,50	1 мар 13	8,77
МКБ БО-3	4 000 R	9,25	6 май 13	9,57
МКБ БО-2	3 000 R	9,75	1 окт 13	10,02
МКБ БО-5	5 000 R	9,20	23 июн 14	10,77

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров МКБ



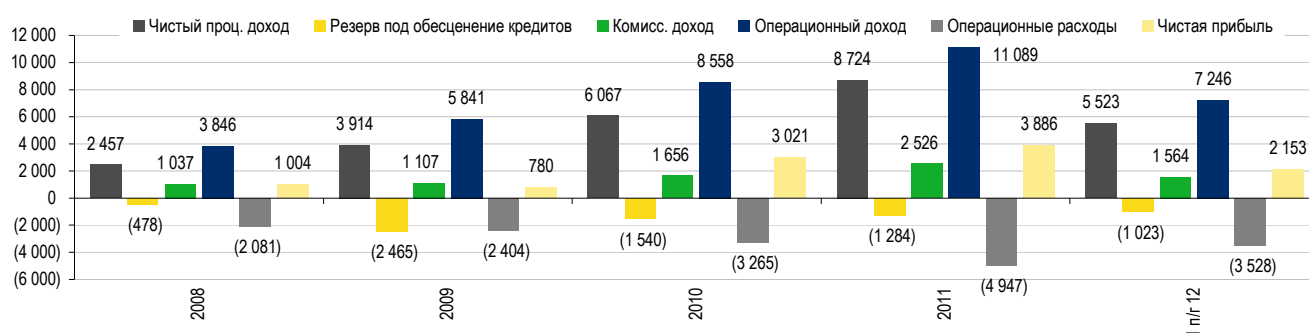
Источники: данные банка

момент рейтинги МКБ составляют «В+/В1/ВВ-» со стабильным прогнозом от всех агентств. В ближайшее время на повышение рейтингов банку рассчитывать, по всей видимости, не приходится. Основные факторы, оказывающие давление на рейтинги, по мнению агентств: высокая доля кредитов компаниям, связанным с акционером, высокие темпы роста кредитного портфеля, что оказывает давление на капитализацию и ликвидность, а также достаточно дорогое фондирование за счет депозитов.

Рост доходов обеспечен стремительным ростом бизнеса. Стремительные темпы увеличения кредитного портфеля обеспечили высокий рост чистых процентных доходов (ЧПД) банка даже в кризис: с 2008 г. среднегодовые темпы прироста составляли в среднем около 50%, а по итогам 1 п/г 2012 г. ЧПД вырос на 43% год к году до 5,5 млрд руб. Важную роль также играют комиссионные доходы: их доля в совокупном операционном доходе в последние годы стабильно составляет около 20%, а увеличение до 27% в 2008 г., скорее всего, объясняется замедлением роста процентных доходов. В 1 п/г 2012 г. комиссионные доходы банка выросли на 47% год к году до 1,6 млрд руб., при этом значительную их часть составляют инкассаторские услуги, по объемам которых МКБ занимает третье место в московском регионе. Совокупные доходы от операций с ценными бумагами и валютой в последние годы не превышали 13% совокупного операционного дохода. В то же время портфель финансовых активов зачастую отрицательно сказывался на доходах, так, в 2011 г. потери банка по этой статье составили 817 млн руб. Однако в дальнейшем зависимость финансового результата МКБ от рыночной волатильности должна снизиться – доля финансовых активов на балансе опустилась по итогам 1 п/г 2012 г. до 9%. ЧПМ банка даже в кризисные годы была достаточно стабильной, однако на фоне активного роста объемов бизнеса имеет тенденцию к постепенному снижению, хотя остается на вполне комфортных значениях для универсальной кредитной организации. С нашей точки зрения, рост ЧПМ в значительной степени сдерживается диспропорцией в структуре активов и пассивов банка: в кредитном портфеле преобладают относительно дешевые корпоративные кредиты, а в средствах клиентов – более дорогие депозиты физлиц. На этом фоне ЧПМ банка в 1 п/г 2012 г. составила 5,3%. В последние годы МКБ достаточно жестко контролировал расходы, чему в значительной степени помогла концентрация на одном регионе, и в результате отношение Затраты/Доходы находилось вблизи довольно низкого уровня 0,4. Однако в 1 п/г 2012 г. операционные расходы поднялись на 62% год к году до 3,6 млрд руб., что во многом связано с ростом расходов на оплату труда, что стало причиной повышения указанного коэффициента до 0,5. Высокое качество активов позволяет банку постепенно снижать отчисления в резервы на возможные потери с пиковых значений 2009 г. и поддерживать показатели рентабельности на средних уровнях для универсальных банков: ROAA и ROAE по итогам 2011 г. составили 2% и 17% соответственно. Мы ожидаем дальнейшего роста доходов банка, однако высокая стоимость фондирования будет оказывать давление на маржу, что отчасти может быть компенсировано растущей долей розничного кредитования. Вместе с тем повышение активности банка в розничном сегменте также может привести к росту просрочки и, соответственно, отчислений в резервы.

Банк продолжает наращивать прибыль

Основные статьи отчета о прибылях и убытках МКБ, млн руб.



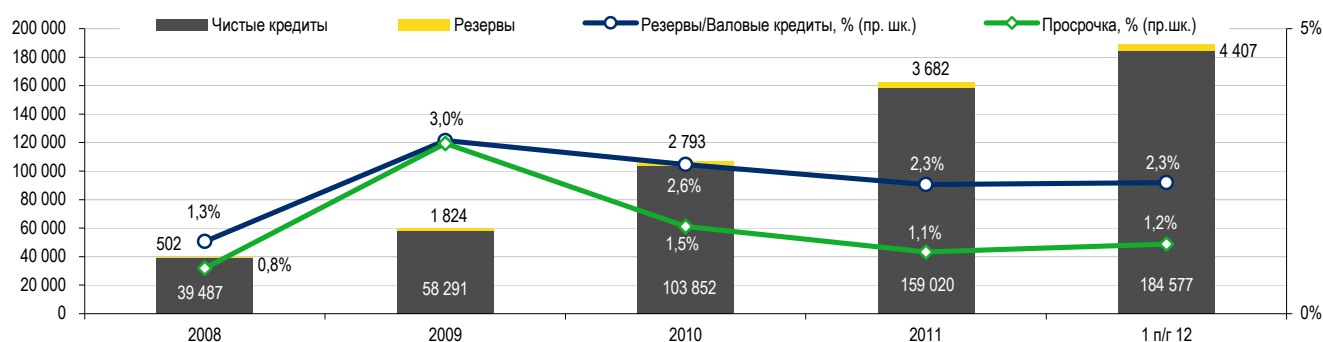
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Один из лидеров сектора по темпам роста кредитного портфеля. МКБ стал одним из немногих банков, сумевших в кризис значительно увеличить масштабы бизнеса и при этом сохранить высокое качество кредитного портфеля. Мы видим две основные причины почти «взрывного» роста (более чем в четыре раза с начала 2008 г.): во-первых, высокое качество активов, позволившее банку сконцентрироваться на привлечении новых клиентов, во-вторых, своевременное вливание средств контролирующим акционером. На этом фоне совокупный кредитный портфель МКБ по итогам 1 п/г 2012 г. достиг 188,9 млрд руб., а доля просроченных более чем на 90 дней кредитов составила 1,2%, все они также полностью покрыты резервами. МКБ преимущественно корпоративный банк – доля кредитов юридическим лицам на конец июня 2012 г. составила порядка 80% или 150,6 млрд руб. Во многом за счет этого и поддерживается высокое качество активов: МКБ поддерживает тесные связи с клиентами, для многих из которых он является расчетным банком, оказывая инкассаторские услуги, и благодаря этому имеет возможность в реальном времени отслеживать их финансовое положение.

Это стало одной из основных причин, по которым просрочка в корпоративном портфеле близка к нулю, а объем реструктурированных кредитов растет довольно скромными темпами и на конец июня составил около 1 млрд руб., как следствие, предпосылок для существенного роста просрочки пока не отмечается. На достаточно низких уровнях находятся и показатели операций со связанными сторонами и диверсификации кредитного портфеля – 0,1% и 16% (10 крупнейших заемщиков) соответственно. Основной вклад в рост просрочки вносят динамично увеличивающиеся объемы розничного кредитования, которое с начала 2008 г. выросло более чем в четыре раза до 38,4 млрд руб. и, учитывая повышающуюся долю розницы в кредитном портфеле, будет и далее оказывать давление на качество активов. Доля ликвидных активов МКБ находится на достаточно высоком уровне – по итогам 1 п/г 2012 г. она составила 27%, чуть снизившись с 29% в 2011 г. и 34% в 2010 г., чем, помимо прочего, объясняется относительно невысокая маржа банка. Существенную часть активов в последние годы составляли финансовые вложения, и это стало причиной довольно высокой зависимости банка от ситуации на фондовых рынках, однако по итогам 1 п/г 2012 г. МКБ сократил долю ценных бумаг в активах до 9% по сравнению с 11% в 2011 г. и 19% в 2010 г. У руководства МКБ довольно амбициозные планы – к началу 2014 г. активы банка планируется увеличить до 370–400 млрд руб.

Стремительный рост кредитного портфеля при сохранении его высокого качества

Кредитный портфель МКБ, млн руб.

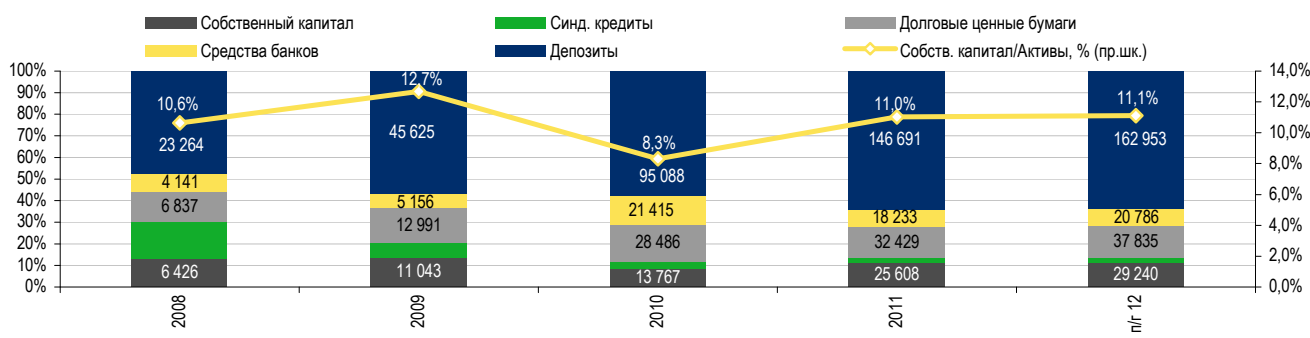


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Источники финансирования хорошо диверсифицированы. Традиционно в пассивах доминируют средства клиентов, их доля постепенно растет и на конец июня 2012 г. составила порядка 62%, или 162,9 млрд руб. (63% в 2011 г. и 57% в 2010 г.). При этом в отличие от активов в структуре пассивов отмечается преобладание розничных клиентов – на долю депозитов физлиц приходится 57% обязательств (93,3 млрд руб.). Зависимость от рынков капитала, на наш взгляд, не очень высокая – доля выпущенных долговых бумаг в активах составила порядка 14% (36,5 млрд руб.) против 13% в 2011 г. и 16% в 2010 г. Высокие темпы роста активов предъявляют высокие требования к капиталу банка, и низкая капитализация была одной из основных проблем банка: отношение Собственный капитал/Активы в 2010 г. опускалось до 8%, а по итогам 1 п/г 2012 г. составило 11,1%. В то же время достаточность совокупного капитала по-прежнему составляет около 14%, что выглядит вполне комфортным уровнем. Существенную поддержку капитализации банка должно оказать и вхождение в число акционеров IFC и ЕБРР, которые в обмен на 15% акций инвестируют 5,8 млрд руб. По нашей оценке, увеличение капитала МКБ на указанную сумму отношение Капитал/Активы на конец июня 2012 г. повысило бы до 13%, что снимает проблему низкой капитализации как минимум до середины следующего года.

Комфортная структура источников с преобладанием средств клиентов

Структура фондирования МКБ, млн руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели Московского кредитного банка, млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 п/г 12
Чистый процентный доход	2 457	3 914	6 067	8 724	5 523
Чистые комиссионные доходы	1 037	1 107	1 656	2 526	1 564
Доходы от операций с ценными бумагами	(370)	491	422	(817)	5
Доходы от операций с валютой и металлами	406	212	232	473	7
Суммарные операционные доходы	3 846	5 841	8 558	11 089	7 246
Операционные расходы	(2 081)	(2 404)	(3 265)	(4 947)	(3 528)
Резервы	(478)	(2 465)	(1 540)	(1 284)	(1 023)
Чистая прибыль	1 004	780	3 021	3 886	2 153
Денежные средства и эквиваленты	6 156	9 031	24 093	36 693	35 096
Средства в банках	4 556	958	587	5 301	11 083
Ценные бумаги	7 582	15 707	31 937	24 814	24 230
Кредиты и авансы клиентам	39 487	58 291	103 852	159 020	184 577
Основные средства	1 890	3 073	5 002	6 542	7 246
Активы	60 393	87 059	165 471	232 371	263 231
Средства ЦБ РФ	10 062	6 129	-	-	2 501
Средства банков	13 133	11 053	27 863	24 964	27 517
Средства клиентов	23 264	45 625	95 088	146 691	162 953
Долговые ценные бумаги	6 249	12 386	27 251	31 119	36 525
Собственный капитал	6 426	11 043	13 767	25 608	29 240
<i>Коэффициенты, %</i>					
Чистая процентная маржа	6,1	5,7	5,6	5,3	5,3
ROAA	2,1	1,0	2,4	2,0	1,7
ROAE	18,5	8,9	22,0	16,6	15,7
Просроченная задолженность*	0,8	3,0	1,5	1,1	1,2
Норма резервирования	1,3	3,0	2,6	2,3	2,3
Достаточность капитала	12,4	14,0	13,6	14,4	13,9
Достаточность капитала I уровня	11,4	12,3	8,8	12,3	12,3
Кредиты/депозиты	108,5	102,8	84,5	92,6	96,9
Расходы/доходы	54,1	41,2	38,2	44,6	49,0

* Кредиты, просроченные более 90 дней

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

ПОКУПКА НОВЫХ АКТИВОВ КАК ИСТОЧНИК РОСТА

Индивидуальный кредитный профиль НОМОС-Банка на сегодняшний день устойчивый. Банк демонстрирует хорошие темпы роста кредитного портфеля, чего достигает как за счет органического развития, так и посредством поглощений. Качество активов НОМОСа – одно из лучших в секторе (NPL 2,2%), а его ликвидная позиция вполне достаточна для исполнения обязательств, ближайший пик выплат по которым приходится на 2013 г. Однако собственные финансовые результаты банка теряют актуальность в свете смены акционеров, выхода иностранных инвесторов из капитала, объединения НОМОСа с банком «Открытие» (B-/NR/B), характеризующимся более слабым кредитным качеством, и вероятного понижения кредитных рейтингов. Локальные выпуски эмитента низколиквидны и не представляют особого интереса. Среди евробондов наиболее привлекательным остается субординированный выпуск NOMOS'19 (YTM 9,79%), однако мы пока воздерживаемся от рекомендации покупать эту бумагу, поскольку полагаем, что котировки евробондов НОМОСа будут оставаться под давлением в силу неопределенности условий предстоящей сделки и возможности перемещения субординированного выпуска NOMOS'19 в категорию single-B.

Общая информация. Группа НОМОС-Банк занимает 13-е место среди крупнейших российских банковских групп по размеру активов (699 млрд руб., или 21 млрд долл., по МСФО на конец 1 п/г 2012 г.). Банк является головной организацией группы, включающей пять дочерних банков: НОМОС-Регионбанк, НОМОС-БАНК-Сибирь, Новосибирский муниципальный банк, Инбанк, а также Ханты-Мансийский Банк (ХМБ). Приобретение контрольного пакета акций последнего в конце 2010 г. позволило НОМОСу значительно расширить свое присутствие российских регионах и укрепить позиции в Тюменской области, на которую приходится порядка 40% его филиалов и 20% кредитного портфеля. Значительную долю бизнеса НОМОСа составляет корпоративное кредитование (79% кредитного портфеля на конец 1 п/г 2012 г.). После слияния с ФК «Открытие» активы объединенной корпорации по нашей оценке превысят 1 трлн руб. (31 млрд долл.), при этом банковские активы составят 850 млрд руб. (26 млрд долл.), из которых порядка 80% будет приходиться на НОМОС-Банк. Хотя в связи с объединением существует значительная неопределенность с дальнейшей стратегией банка, мы полагаем, что он продолжит свое функционирование в качестве универсального и при этом сохранит высокую активность в сфере корпоративного кредитования, одновременно развивая направления потребкредитования, кредитования малого и среднего бизнеса, а также инвестиционно-банковскую деятельность.

Обращающиеся выпуски

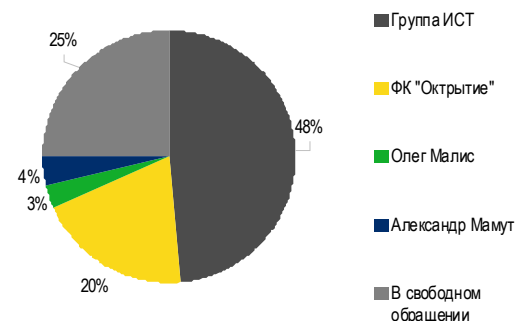
NMOSRM (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
NOMOS'12	200 \$	9,25	17 дек 12	1,86
NOMOS'13	400 \$	6,50	21 окт 13	3,68
NOMOS'15	350 \$	8,75	21 окт 15	6,40
NOMOS'19	500 \$	10,00	26 апр 19	9,79
Номос БО-2	5000 R	8,00	22 апр 13	8,57
Номос-09	5000 R	8,75	14 июн 13	8,76
Номос БО-3	5000 R	9,15	14 авг 13	8,93
Номос-12	5000 R	8,50	28 авг 13	9,04
Номос БО-1	5000 R	9,10	24 фев 14	9,34
Номос-11	5000 R	9,50	2 июл 14	9,71

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров НОМОС-Банка

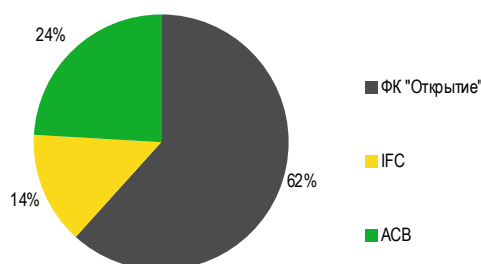
На 31.08.2012 г.



Источники: данные банка

Акционерная структура Банка "Открытие"

на 31.08.2012 г.



Источники: данные банка

Акционерная структура. До недавнего времени стратегическими акционерами НОМОС-Банка являлись российская частная инвестиционно-промышленная Группа «ИСТ» (48,48%) во главе с Александром Несисом и чешская PPF Group (26,53%), принадлежащая Петру Келлнеру, а оставшиеся 25% акций находились в свободном обращении (после проведения IPO в 1 п/г 2011 г.). В августе акционерная структура банка претерпела существенные изменения – оба основных акционера объявили о выходе из капитала НОМОСа. Покупателем их долей стала ФК «Открытие» (-/-/-), объявившая позже о своих планах консолидировать 100% акций банка в течение двух лет. Основные акционеров ФК – это российские бизнесмены Вадим Беляев (40,10%) и Борис Минц (27,26%), а также Группа ВТБ (BBV/Baa1/BBV) – 19,90%, тогда как в акционерном капитале Банка «Открытие» участвуют IFC (14%) и ACB (24%). В рамках первого этапа сделки пакет акций PPF Group был продан ФК (19,9%), а оставшиеся 6,6% приобрели российские бизнесмены Александр Мамут (3,5%, один из совладельцев Polymetal) и Олег Малис (3,13%). Выход Группы ИСТ будет осуществляться постепенно. Поскольку доля консолидируемых акций составит более 75%, ФК «Открытие» до конца года выставит оферту миноритарным акционерам. По словам представителей корпорации, по итогам всей многоступенчатой сделки 25% акций объединенного Открытия получит Вадим Беляев, а доли Группы ИСТ, ВТБ, Бориса Минца и Александра Мамута составят по 10%. Данные о прочих инвесторах (около 35%) не раскрываются. В ближайшие два-три года Открытие планирует провести IPO. Пока неясно, каким образом будет финансироваться объявленная сделка, на которую, согласно нашим подсчетам, может понадобиться до 2,1 млрд долл. (исходя из оценки в 14 долл./ГДР). В качестве вариантов рассматриваются допэмиссия и выпуск долговых обязательств, однако мы считаем, что частично оплата может быть неденежной.

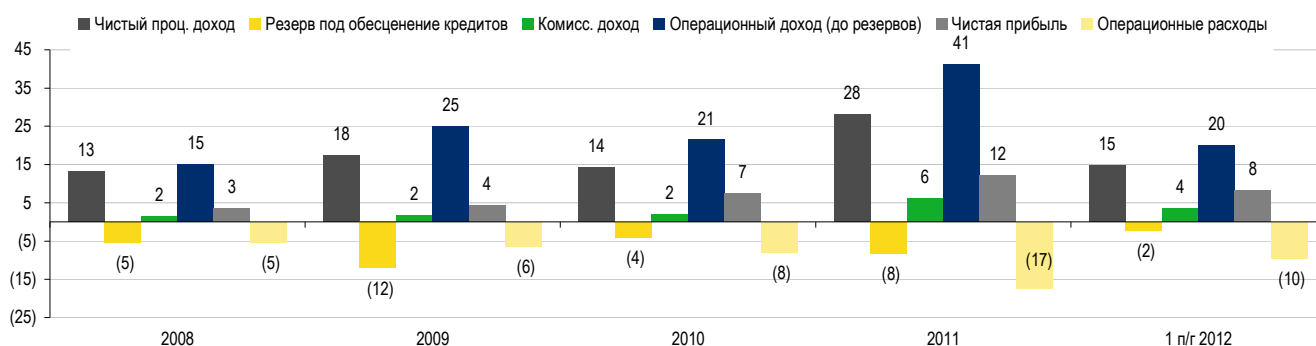
Рейтинги. НОМОС-Банк обладает рейтингом от Fitch на уровне «ВВ» (прогноз «Негативный») и от Moody's на уровне «Ваз» (прогноз «Стабильный»). Негативный прогноз был установлен агентством Fitch после объявленных недавно изменений в акционерном составе банка, одновременно рейтинг НОМОСа от Fitch был перемещен в список RW. Действия Fitch отражают возможность понижения рейтинга банка на одну ступень после консолидации мажоритарного пакета НОМОС-Банка с корпорацией «Открытие», учитывая более низкое кредитное качество последней и риски ухудшения корпоративного управления. Мы полагаем, что в дальнейшем аналогичные шаги к пересмотру прогноза/рейтинга будут сделаны и со стороны Moody's, однако даже и в этом в случае рейтинг эмитента НОМОС-Банка останется в категории double-B.

Финансовое положение пока устойчивое, но консолидация с Банком «Открытие» вносит неопределенность.

В период с 2008 г. по 1 п/г 2012 г. структура доходов НОМОС-Банка несколько изменилась, однако чистый процентный доход остался основным (15 млрд руб., или 75% операционного дохода до вычета резервов, по итогам 1 п/г 2012 г.). Доля комиссионного дохода возросла (с 11% в 2008 г. до 18% или 3,6 млрд руб. по итогам 1 п/г 2012 г.), в его структуре преобладают расчетно-кассовое обслуживание и документарные операции. Доля операций с ценными бумагами, валютой и прочего дохода, напротив, снизилась (с 23% в 2009 г. до 8% или 1,5 млрд руб. за 1 п/г 2012 г.). НОМОС весьма эффективно управляет издержками, удерживая коэффициент Расходы/Доходы после объединения с ХМБ в диапазоне 37–48%, что, наш взгляд, неплохо и соответствует показателям госбанков (48% у Сбербанка и 53,4% у ВТБ в 1 п/г 2012 г.). Кроме того, банк демонстрирует достойную рентабельность (ROEA 10,4% и ROAA 1,4% за тот же период), сопоставимую с рентабельностью других крупных банков, при более чем комфортном уровне покрытия, а его чистая процентная маржа в последние два года стабилизировалась в районе 5,3–5,5%. После консолидации с Открытием НОМОСу будет трудно сохранять прежнюю рентабельность, по крайней мере судя по прошлой динамике Открытия. Например, 2011 г. ROEA Открытия была на уровне 10% (если исключить разовые расходы, то почти нулевой), а в 2010 г. составила 4%. Кроме того, операционная эффективность Открытия хуже, чем у НОМОСа-Банка (коэффициент Расходы/Доходы в 2011 г. был равен 65% против 47% у НОМОС-Банка), а стоимость риска в 2011 г. достигла 2,5% против 0,9% у НОМОСа в том же году и 0,7% по итогам 1 п/г 2012 г.

Прибыль определяется операционных доходом

Основные статьи отчета и прибылях и убытках, млрд руб.

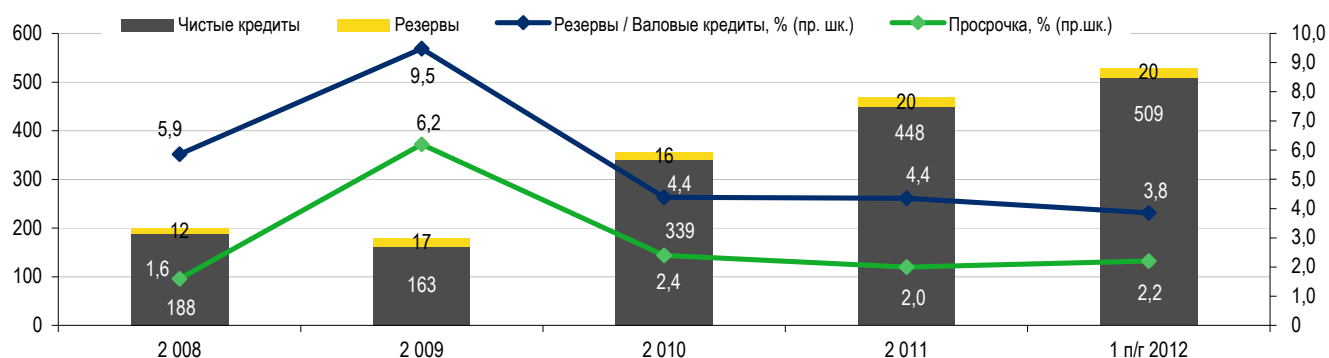


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Впечатляющий рост кредитного портфеля и сохранение умеренного рыночного риска. С 2008 по 2011 г. активы НОМОС-Банка увеличились более чем вдвое с 277 млрд руб. до 662 млрд руб. соответственно. Рост был как органическим (+37% в 2010 г. и +25% в 2011 г.), так и связанным с приобретениями, в частности, с консолидацией контрольного пакета акций Ханты-Мансийского банка в 4кв. 2010 г. Структура активной части баланса НОМОСа при этом оставалась комфортной: на долю кредитного портфеля приходилось заметно более половины совокупных активов (68% по итогам 2011 г.). Среди других крупных статей – ценные бумаги и средства, привлеченные на межбанковском рынке. До приобретения ХМБ НОМОС ориентировался в основном на корпоративное кредитование, которое и было движущей силой роста, в то время как доля розничного сегмента в валовом портфеле оставалась низкой (9% в 2007–2009 гг.). За последние два года объем розничного кредитования вырос более чем в три раза (до 73 млрд руб. на конец июня текущего года), но его доля в валовом портфеле по-прежнему невысокая (14% также на конец июня). Мы ожидаем, что вклад розницы будет постепенно увеличиваться, а темпы роста этого сегмента в 2012–2013 гг. превзойдут рыночные. В конце 2010 г., в преддверии IPO, НОМОС существенно повысил качество активов, снизив долю проблемных кредитов с 6,2% в 2009 г. до 2,4% в 2010 г., в том числе за счет их списания. На конец 1 п/г 2012 г. доля просрочки (свыше 90 дней) составила 2,2%. Подход к резервированию банка остается консервативным – накопленные резервы более чем вдвое превышают объем проблемных кредитов (коэффициент покрытия – 175% по итогам 1 п/г 2012 г.), что с учетом высокой концентрации портфеля (на 10 крупнейших заемщиков приходится 18% валового портфеля) и 24-процентной доли рискованных отраслей в его структуре (обрабатывающая промышленность, брокерские услуги и оптовая торговля) является достаточным. Мы ожидаем, что после объединения с Банком «Открытие» доля проблемных кредитов возрастет, так как Открытие характеризуется худшим качеством активов (NPL 5,9% на конец 2011 г. при норме резервирования 72%), что не предполагает возможного роспуска резервов.

Сохранение высокого качества активов и консервативного подхода к резервированию

Кредитный портфель, млрд руб., просрочка и норма резервирования

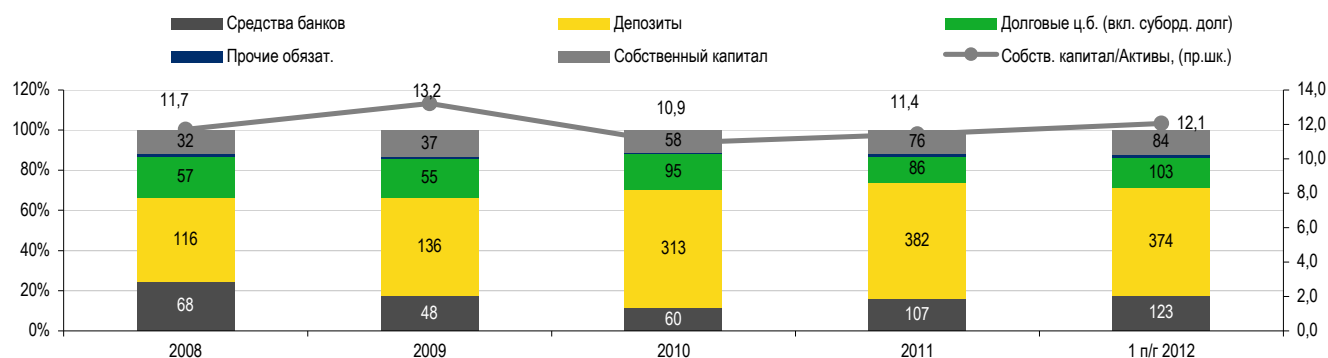


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Плотный график погашения при комфортной ликвидности баланса. Структура фондирования НОМОС-Банка достаточно хорошо диверсифицирована и включает долговые обязательства, средства других банков и депозиты клиентов. Приобретение ХМБ позволило увеличить объем клиентских средств (порядка 75% которых формируется за счет юрлиц) практически в два раза (до 313 млрд руб.), в результате доля таких средств в пассивах возросла до 54% на конец 1 п/г 2012 г. с 42% на конец 2008 г. Несмотря на снижение зависимости от долгового финансирования, график погашения публичных обязательств НОМОСа на ближайший год достаточно насыщен. До конца 2012 г. банку предстоят выплаты по оптовым обязательствам на 400 млн долл. (включая синдицированный кредит в октябре и выпуск еврооблигаций NOMOS'12 в декабре), а уже в 2013 г. объем выплат составит, согласно данным эмитента, 16,3 млрд руб., или 27% публичного долга. Однако НОМОС поддерживает уровень ликвидности, достаточный для покрытия этих обязательств. Так, на конец 1 п/г 2012 г. ликвидные активы банка составляли 14% совокупных – 23 млрд руб. в виде денежных средств и 73 млрд руб. в виде ценных бумаг. Важно отметить, что в связи со сменой акционером у банка не возникает обязательств по выкупу облигаций, что отчасти снижает риски рефинансирования. С точки зрения капитала положение банка благополучное. На конец 1 п/г 2012 г. показатель совокупной достаточности (TCAR) составил 15,5%, а капитала 1-го уровня (Tier 1) – 11,9%. В среднесрочной перспективе руководство банка считает приемлемым сохранение второго из показателей на уровне выше 10,5%, исходя из чего мы полагаем, что в текущем году капитализация банка по МСФО вполне позволяет обеспечить 20-процентный рост кредитного портфеля. Сделка же по приобретению оставшейся части ХМБ (44%) с учетом последних событий будет структурирована за счет доэмиссии проведенной по закрытой подписке, что даст возможность избежать дополнительного давления на капитал.

Диверсификация структуры пассивов за счет расширения депозитной базы

Структура фондирования, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели НОМОС-Банка и Банка "Открытие"

МСФО, млн руб.

	НОМОС-Банк					Банк "Открытие"	
	2008	2009	2010	2011	1 н/г 2012	2010	2011
Чистые процентные доходы	13 195	17 520	14 362	28 056	14 960	4 341	7 880
Чистые комиссионные доходы	1 606	1 753	2 116	6 089	3 602	879	1 926
Доходы от операций с ценными бумагами	(415)	4 193	1 693	(435)	694	1 219	(728)
Д-ды от операций с иностранной валютой	319	859	901	2 249	816	386	1 789
Д-ды от переоценки иностранной валюты	316	618	2 421	5 298		51	153
Суммарные операционные доходы до резервов	15 021	24 943	21 493	41 257	20 072	7 062	13 474
Операционные расходы	(5 480)	(6 369)	(8 018)	(17 395)	(9 610)	(4 842)	(8 805)
Резервы	(5 275)	(12 048)	(4 148)	(8 374)	(2 153)	(2 669)	(2 131)
Чистая прибыль	3 487	4 261	7 426	12 134	8 293	467	2 072
Ден. средства и эквив.	11 021	14 075	40 489	33 959	23 206	33 517	23 243
Средства в банках	22 272	26 815	41 577	53 691	54 161	2 606	1 611
Ценные бумаги	38 857	59 203	82 137	88 207	72 589	24 757	44 237
Кредиты и авансы клиентам, нетто	187 721	162 650	339 302	447 905	509 136	68 020	93 399
Основные средства	5 164	5 936	10 976	10 990	10 986	1 450	3 405
Прочие активы	12 760	8 433	15 736	27 392	29 200	3 393	4 873
Активы	277 795	277 111	530 217	662 144	699 278	133 742	170 768
Средства банков	68 297	48 397	59 839	106 647	123 159	3 791	6 403
Средства физических лиц	42 920	49 979	118 629	130 375	144 893	49 869	74 354
Средства корп. клиентов	73 151	85 807	194 747	252 070	229 839	52 775	58 885
Долговые ценные бумаги	46 944	32 451	67 580	59 173	59 337	5 101	5 211
Субординиров. займы	9 759	22 664	27 091	27 365	44 176	1 828	3 523
Собственный капитал	32 505	36 612	57 935	75 710	84 343	17 835	21 936
Коэффициенты, %							
Чистая процентная маржа	6,6	7,7	5,3	5,5	5,1	6,0	6,4
ROAA	1,5	1,4	2,2	1,9	2,4	0,5	1,4
ROAE	11,8	12,2	18,1	18,5	20,7	3,9	10,4
Просроченная задолженность*	1,6	6,2	2,4	2,0	2,2	5,3	5,9
Норма резервирования	5,9	9,5	4,4	4,4	3,8	5,9	5,6
Достаточность капитала	14,9	22,6	15,6	16,2	15,5	17,8	13,1
Д-ть капитала I уровня	11,2	13,8	10,6	12,0	11,9	15,2	12,3
Капитал/Активы	11,7	13,2	10,9	11,4	12,1	13,3	12,8
Кредиты / Депозиты	161,7	119,8	108,3	117,1	135,9	66,3	70,1
Расходы / Доходы	36,5	25,5	37,3	42,2	47,9	68,6	65,4

* Задолженность, просроченная более чем на 90 дней

Источники: данные банков, оценка УРАЛСИБа

НАДЕЖНЫЙ АКЦИОНЕР ЗА СПИНОЙ

Группа НФК планомерно наращивает факторинговый портфель и суммарный портфель активов – по итогам 2011 г. их объем превысил докризисные максимумы, – что позволяет ей постепенно восстанавливать утерянные в кризис рыночные позиции. К сильным сторонам кредитного профиля эмитента относятся ликвидность, достаточная для выполнения долговых обязательств, и высокий уровень капитализации, позволяющий претворять в жизнь планы по увеличению активов. С другой стороны, опасения вызывает роспуск резервов (даже при некотором улучшении качества активов), а также сохраняющееся давление на чистую процентную маржу и рост операционных расходов. Группа зависима от акционерного фондирования (40% обязательств – кредиты Банка УРАЛСИБ), но, с нашей точки зрения, это же является и основным ее преимуществом. Одновременно планы НФК в части дальнейшей диверсификации структуры фондирования, на наш взгляд, заслуживают положительной оценки. В настоящее время в обращении находится лишь один облигационный выпуск эмитента НФК БО-1, oferta по нему назначена на середину октября. Мы не исключаем, что в случае сохранения благоприятной конъюнктуры НФК вскоре вновь выйдет на публичный рынок. Дополнительный фактор, заслуживающий внимания инвесторов, – возможность включения бумаг эмитента в котировальный список «А1» и ломбардный список ЦБ РФ.

Общая информация. Банк «Национальная Факторинговая Компания» (НФК) был образован в результате выделения факторингового бизнеса из банковской группы НИКОЙЛ в 2004 г. По итогам 2011 г. НФК входит в ТОП-5 по объему факторингового портфеля с долей рынка в 7% против 17% в 2007 г. и конкурирует с такими крупными игроками, как Промсвязьбанк (21%), ВТБ Факторинг (14%), Альфа-Банк (12%) и Банк Петрокоммерц (8%). Опыт работы НФК на российском рынке – свыше 10 лет. Основным направлением деятельности банка является предоставление факторингового финансирования мелким и средним предприятиям, главным образом поставщикам товаров в крупные торговые сети. Продажа банковских продуктов осуществляется через собственную региональную сеть, включающую 25 представительств (в том числе московское), а также две партнерские компании в Кишиневе и Ереване. Плюсом НФК является наличие аудированной отчетности по МСФО за всю историю компании, что позволяет составить полное представление о финансовых результатах группы в 2005–1 п/г 2012 г. Важно, что деятельность НФК как банка осуществляется под контролем ЦБ, что добавляет эмитенту прозрачности.

Обращающиеся выпуски

NFKOM (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
НФК Банк БО-1	2 000 R	10,00	18 окт 12	16,57

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

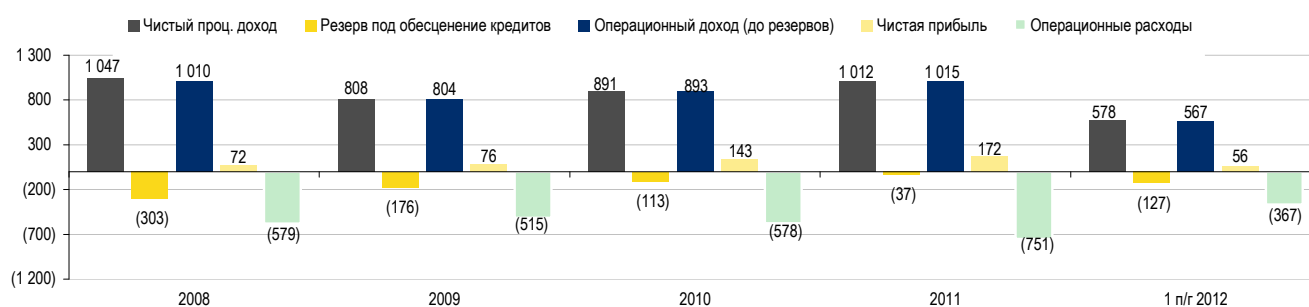
Акционерная структура. Единственным акционером НФК является владелец банка УРАЛСИБ (ВВ-/В1/ВВ-) Николай Цветков (33-е место в списке богатейших людей России по версии Forbers на 2011 г.). В 2007–2008 гг. шла речь о продаже НФК крупному иностранному инвестору. Среди возможных покупателей тогда называлась французская страховая компания Soface (-/A2/AA-), один из лидеров международного рынка факторинга, однако с наступлением финансового кризиса слухи о готовящейся сделке умолкли, а новой информации по данному вопросу с тех пор не поступало.

Рейтинги. Банку НФК присвоены рейтинги от S&P и Moody's на уровне «В/Стабильный» и «ВЗ/Стабильный» соответственно, которые были подтверждены в июле–августе текущего года.

Факторинговый портфель генерирует достаточный доход. Банк НФК генерирует устойчивые денежные потоки. Несмотря на существенное сокращение кредитного портфеля, даже в кризисный период НФК демонстрировал положительную чистую прибыль, а по итогам 2011 г. стал самым доходным участником рынка факторинга в России. Максимальные расходы на резервирования банк понес в 2008 г., когда они увеличились вчетверо до 303 млн руб. В самую острую фазу кризиса, в условиях быстрого сокращения объема работающих активов, когда само существование многих банков оказалось под угрозой, эмитент смог остаться безубыточным. Чистая процентная маржа НФК в кризис практически не пострадала (13,9% по итогам 2010 г.), однако впоследствии оказалась под давлением на фоне увеличения стоимости фондирования (9% по итогам 2011 г. и 7,5% по итогам 2012 г.) и усиления конкуренции. В настоящее время показатели рентабельности и доходности НФК остаются на средних уровнях (ROEA и ROAA 6,2 % и 1,6% по итогам 2011 г. и 3,9% и 0,7% по итогам 1 п/г 2012 г.), и их рост сдерживается относительно высокими операционными издержками – отношение Расходы/Доходы в последние годы чуть выше 60%.

Чистая прибыль устойчиво положительная

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млн руб.

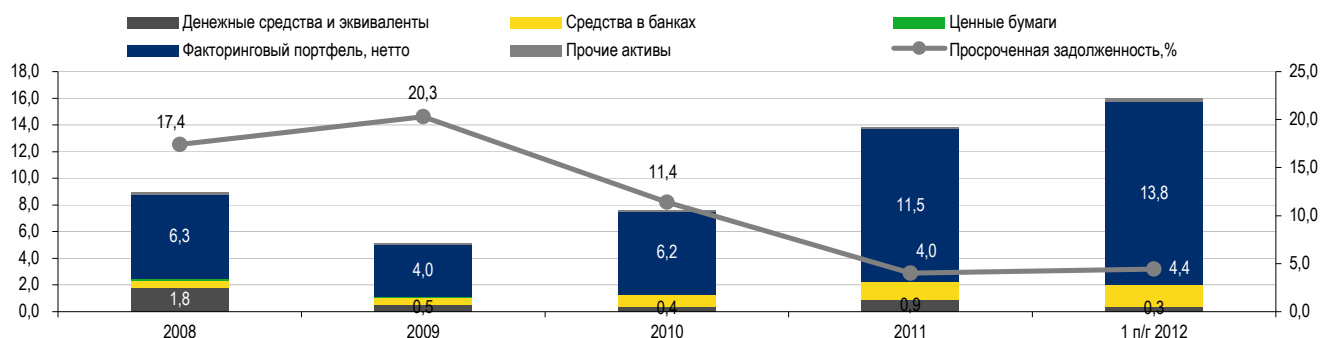


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Возобновление роста после кризиса и улучшение качества активов. НФК достаточно уверенно восстанавливается после кризиса, в течение которого бизнес банка сокращался в связи с необходимостью погашения оптового фондирования и отсутствия достаточно количества надежных клиентов. По итогам прошедшего года группа продемонстрировала значительный рост факторингового портфеля и активов, объемы которых не только достигли пиковых докризисных уровней, но и значительно их превысили, составив 14,4 млрд руб. и 16 млрд руб. на конец 1 п/г 2012 г. против 7,3 млрд руб. и 10,3 млрд руб. в 2007 г. соответственно. Текущая структура активов НФК довольно проста и формируется за счет факторингового нетто-портфеля (86% в 1 п/г 2012 г.) и подушки ликвидности в виде денежных средств и срочных депозитов (12%, или 2 млрд руб., за тот же период). Несмотря на то что банк является частью финансовой корпорации УРАЛСИБ, согласно отчетности доля кредитов связанным сторонам в последние два года оставалась незначительной (7,3% и 4,3% в 2010 и 2011 гг.) По мере восстановления позиций на рынке особое внимание банк уделял качеству активов. На конец 2011 г. объем факторинговых активов, просроченных на 30 дней и более, составлял 555 млн руб. (4% валового портфеля), что было эквивалентно объему созданных на тот момент резервов. Даже в трудный период подход к формированию резервов не отличался консервативностью – в период 2008–2009г. резервы были приблизительно вдвое меньше суммы просроченной задолженности, что могло вызывать сомнения в достаточности обеспечения. Однако в 2010–2011 гг. резервы постепенно вновь приблизились к объему просроченных активов без неожиданных потерь на списание безнадежной задолженности. Это говорит о том, что оценка банком необходимого уровня резервов была верной. В настоящий момент исходя из уровня просроченных активов (4,4 по итогам 1 п/г 2012 г.) и резервирования (коэффициент покрытия – 92%) можно констатировать, что основные проблемы в этой области позади, а стоимость риска в дальнейшем будет в гораздо меньшей степени влиять на прибыль НФК, чем в 2008–2009 гг.

Возобновление объемов бизнеса и достижение хорошего качества активов

Структура активов Группы НФК, млрд руб.

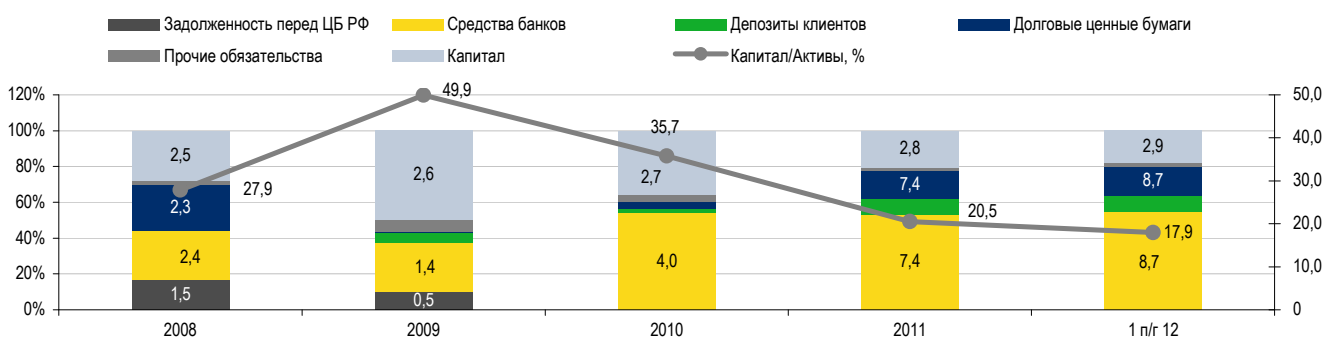


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Сохранение зависимости от оптового фондирования и положительная кредитная история. С момента своего основания НФК был достаточно хорошо капитализирован. Даже в кризис показатели достаточности капитала оставались на высоком уровне (Капитал/Активы 28% и 50% в 2008 и 2009 гг.). При этом банк сохраняет сильную зависимость от оптового фондирования. На начало августа значительная часть обязательств приходилась на долю средств банковских организаций. Основным кредитором НФК остается Банк УРАЛСИБ, общий объем задолженности перед которым составляет 4 млрд руб. (40% обязательств Группы НФК). Существенная часть обязательств приходится на МСП Банк и представлена кредитными линиями на сумму 1,6 млрд руб. (13% обязательств). Оставшиеся обязательства равномерно распределены между клиентскими средствами (преимущественно в виде депозитов юрлиц) и долговыми бумагами общим объемом 4 млрд руб. Следует отметить, что в преддверии прохождения оферты по рублевым облигациям в октябре текущего года у НФК весьма комфортный график погашений и достаточный объем ликвидных средств на балансе. Так, уже после отчетной даты группа достигла договоренности с МСП Банком о рефинансировании кредитной линии на 1 млрд руб. с погашением в конце сентября 2012 г. Оставшиеся кредитные линии общим объемом 900 млн руб. с погашением в декабре 2012 г., согласно информации, полученной от менеджмента компании, также будут пролонгированы. Таким образом, до конца года эмитенту предстоит лишь пройти через оферту по облигациям серии БО-1 на сумму 2 млрд руб. (в 4 кв. 2012 г.), что при наличии хорошего запаса ликвидности на балансе (в виде денежных средств и средств, размещенных в прочих кредитных организациях, на сумму порядка 2 млрд руб., или 12% всех активов) и высокой оборачиваемости портфеля (до 55 дней, что позволяет в сжатые сроки сократить объемы кредитования и аккумулировать средства) не должно вызвать проблем. В дальнейшем эмитент планирует диверсифицировать базу фондирования как за счет привлечения средств и/или рефинансирования задолженности в других банках, так и посредством выхода на публичный рынок долга – в настоящее время объем зарегистрированных бумаг НФК составляет 10 млрд руб.

Основными источниками фондирования остаются капитал и публичные заимствования

Структура фондирования Группы НФК, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели Группы НФК, млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 п/г 2012*
Чистые проц. доход (до вычета резервов)	1 047	808	891	1 012	578
Доходы от операций с ценными бумагами	(18)	29	3	-	0,0
Доходы от операций с иностранной валютой	(18)	(17)	(4)	8	(0,6)
Прочие доходы	(1)	(17)	3	(4)	(13,1)
Суммарные операционные доходы до резервов	1 010	804	893	1 015	565
Операционные расходы	(579)	(515)	(578)	(751)	(367)
Резервы	(303)	(176)	(113)	(37)	(127)
Чистая прибыль	72	76	143	172	56
Денежные средства и эквиваленты	1 793	523	358	906	346
Средства в банках	526	526	945	1 290	1 663
Ценные бумаги	156	23	-	-	-
Факторинговый портфель, нетто	6 307	3 962	6 174	11 548	13 771
Прочие активы	191	126	99	127	222
Активы	8 973	5 160	7 576	13 872	16 002
Задолженность перед ЦБ РФ	1 527	507	-	-	-
Средства банков	2 423	1 439	4 082	7 388	8 711
Депозиты клиентов	-	266	198	1 257	1 518
Долговые ценные бумаги	2 323	41	276	2 126	2 531
Прочие обязательства	201	332	312	252	374
Собственный капитал	2 499	2 575	2 708	2 849	2 869
Коэффициенты, %					
Чистая процентная маржа	10,8	10,7	12,9	9,0	7,5
ROAA	0,7	1,1	2,2	1,6	0,7
ROAE	2,9	3,0	5,4	6,2	3,9
Просроченная задолженность**	16,7	20,2	11,4	4,6	4,4
Норма резервирования	8,9	15,4	9,0	4,6	4,1
Капитал/Активы	27,9	49,9	35,7	20,5	17,9
Совокупная достаточность капитала	32,6	55,4	39,6	24,1	нд
Расходы/Доходы	57,3	64,0	64,7	74,0	64,9

* Управленческая отчетность

** Кредиты, просроченные более чем на 90 дней

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

РОССИЙСКИЙ АКТИВ ВЕНГЕРСКОГО АНАЛОГА СБЕРБАНКА

Отдельные недостатки в финансовом профиле ОТП Банка, в частности низкое качество активов и растущая зависимость от оптового фондирования, в целом компенсируются довольно высокой достаточностью капитала и очень хорошей рентабельностью. Кроме того, банк не испытывает проблем с ликвидностью. Принимая это во внимание, мы считаем облигации ОТП Банка наиболее привлекательными среди выпусков розничных банков с рейтингами категории «BB». Бумаги достаточно ликвидны и предлагают доходность в размере 10,6–10,7% на горизонте 17–22 мес. (спред к ОФЗ равен 410–420 б.п.) – это самая высокая доходность в указанной категории выпусков. На наш взгляд, участники рынка переоценивают риски аффилированности российского банка с венгерской материнской компанией, поскольку никогда в прошлом группа не забирала ликвидность из российского банка. К тому же последний абсолютно самостоятелен в части привлечения фондирования.

Общая информация. ОТП Банк – это российский актив венгерской OTP Group. В ее состав он вошел в декабре 2006 г. и до февраля 2008 г. работал под брендом «Инвестсбербанк». По размеру активов ОТП Банк на 1 июля 2012 г. занимал 34-е место среди российских банков (без учета дочерних банков ВТБ), по соседству с МБРР и Транскапиталбанком. Банк представлен практически по всей территории России, его филиальная сеть включает 156 офисов и свыше 22 тыс. точек продаж. Исторически ОТП Банк развивался в России как универсальный банк, однако в кризис решил сфокусироваться на розничном сегменте, поскольку в корпоративном резко усилилось конкурентное давление со стороны госбанков. В результате доля корпоративного бизнеса ОТП Банка снизилась до 8%. С начала 2012 г. новый менеджмент решил вернуться к модели универсального банка, но сохраняя специализацию на высокодоходной рознице. На конец 1 кв. 2012 г. ОТП Банк занимал второе место по POS-кредитованию в России после ХКФ Банка и пятое место по эмиссии кредитных карт (по данным независимых исследований).

Акционеры. ОАО «ОТП Банк» на 95,9% принадлежит венгерской OTP Group (BB+/Ba2), которая занимается банковским бизнесом на территории девяти государств Восточной Европы (Венгрия, Болгария, Украина, Россия, Румыния, Хорватия, Словакия, Сербия и Черногория). Совокупные активы группы на конец 2010 г. составляли порядка 34 млрд евро, что в масштабах российской банковской системы позволило бы ей занять пятое место – между Россельхозбанком и Альфа-Банком. Группа, по сути, является российским аналогом Сбербанка с долей активов в венгерской банковской системе, равной 27%. Структура собственности OTP Group сильно фрагментированна, среди акционеров много частных

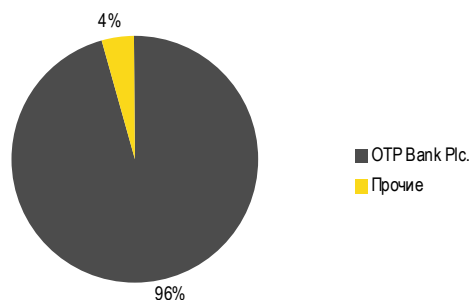
Обращающиеся выпуски

ОТПНВ (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
ОТП Банк БО-3	4 000 R	10,50	3 ноя 12	7,72
ОТП Банк БО-2	6 000 R	10,50	6 мар 14	10,55
ОТП Банк-2	2 500 R	8,25	25 мар 14	10,65
ОТП Банк БО-1	5 000 R	7,95	29 июл 14	10,66

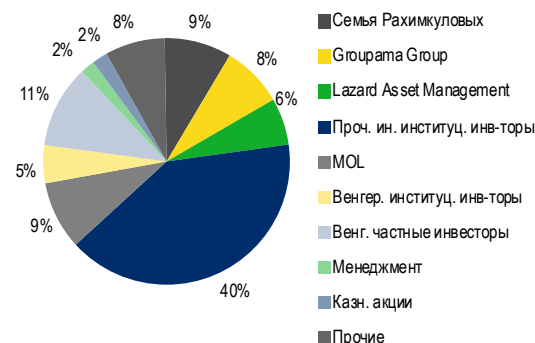
Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров ОТП-Банка



Источники: данные банка

Структура акционеров OTP Bank Plc.



Источники: данные банка

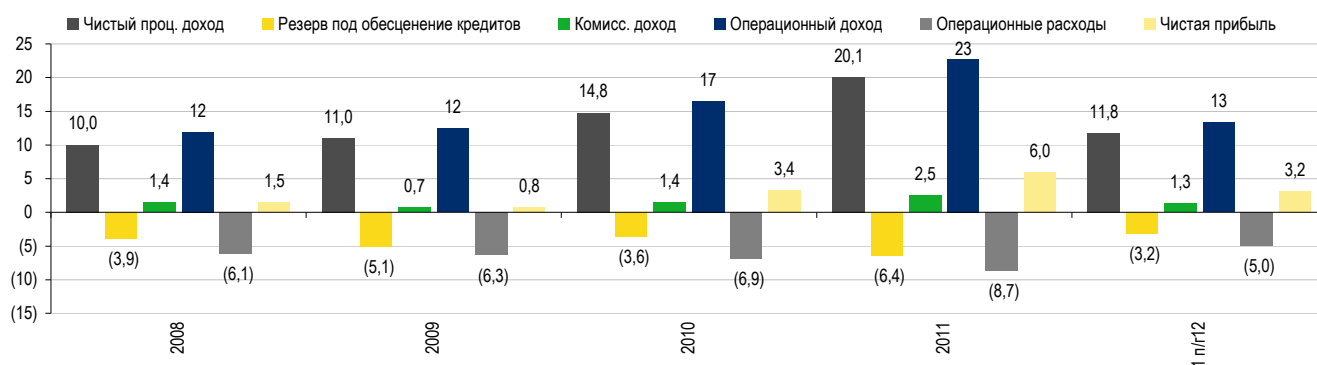
и институциональных инвесторов, компаний и физических лиц, при этом максимальный размер пакета, сосредоточенного в одних руках, не превышает 9%. Несмотря на довольно тяжелое финансовое положение Венгрии, финансовый профиль группы устойчив: достаточность капитала ОТП на конец 1 кв. 2012 г. составляла 17,2%, а запас ликвидности – 4,8 млрд евро при совокупных обязательствах по погашению долга в размере 1,7 млрд евро. Решение венгерских властей о конвертации ивальных ипотечных кредитов в номинированные в национальной валюте из-за стремительной девальвации форинта пока оказало ограниченное влияние на финансы банка (убытки от этой операции будут поровну поделены между банками и правительством), в то же время качество его активов продолжает ухудшаться (просрочка 17,4%), а уровень резервирования является недостаточным (коэффициент покрытия – 78,6%). ОТП Банк позиционирует себя как универсальный банк с преобладанием розничного направления, соотношение между корпоративными и розничными кредитами на конец 2010 г. составляло 31% к 69%. Основа фондирования ОТП Group – депозиты клиентов (преимущественно розничных). На российский ОТП Банк приходится 9% активов группы, что позволяет ему удерживать третье место после венгерского и болгарского банков. Еще год назад российский банк был четвертым, но за счет опережающего роста активов продвинулся вверх. При этом по объему доходов и доналоговой прибыли российский банк уверенно занимает второе место после венгерского, а по рентабельности активов и капитала и вовсе лидирует, что говорит о его исключительной важности для группы.

Рейтинги. Кредитный рейтинг по версии Moody's российского ОТП Банка («Ba2») находится на одном уровне с рейтингом группы. В ноябре 2011 г. он был снижен на одну ступень. Рейтинг ОТП Банка по версии Fitch составляет «BB» (группа не имеет рейтинга от Fitch), в январе 2012 г. прогноз по нему был изменен со «Стабильного» на «Негативный». Рейтинговые действия в отношении российского банка последовали за снижением суверенных рейтингов Венгрии и не были связаны с ухудшением его финансового состояния. На текущий момент кредитные рейтинги ОТП Group находятся на одном уровне с суверенными рейтингами Венгрии (по версии Moody's) либо отстают от них на одну ступень (S&P).

Несмотря на повышенную стоимость риска, банк поддерживает высокую прибыльность. Структура доходов ОТП является типичной для банка, специализирующегося на розничном кредитовании. Его операционный доход практически на 100% складывается из процентного и комиссионного, даже несмотря на довольно заметную долю ценных бумаг в активах. Таким образом, структуру доходов ОТП Банка мы считаем устойчивой и независимой от малопредсказуемых торговых доходов. В последние два года доходы банка росли на 25–30% в год, что отражало как рост кредитного портфеля, так и параллельное увеличение ЧПМ, которая достигла 18–19%. Рост доходов, а также улучшающаяся операционная эффективность (отношение Расходы/Доходы в последние годы держится на уровне порядка 40%) позволяют банку демонстрировать довольно высокую рентабельность средних активов и среднего капитала (3,6–5,6% и 25–35% соответственно), даже несмотря на достаточно высокую стоимость риска – 6,5–7,0%. Судя по тому, что банку пока не удается полностью решить проблему с качеством кредитного портфеля, давление на чистую прибыль со стороны отчислений в резервы сохранится. Мы ожидаем, что в 2012 г. ОТП Банк покажет результаты, близкие к прошлогодним.

Несмотря на повышенную стоимость риска, банк поддерживает высокую прибыльность

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.



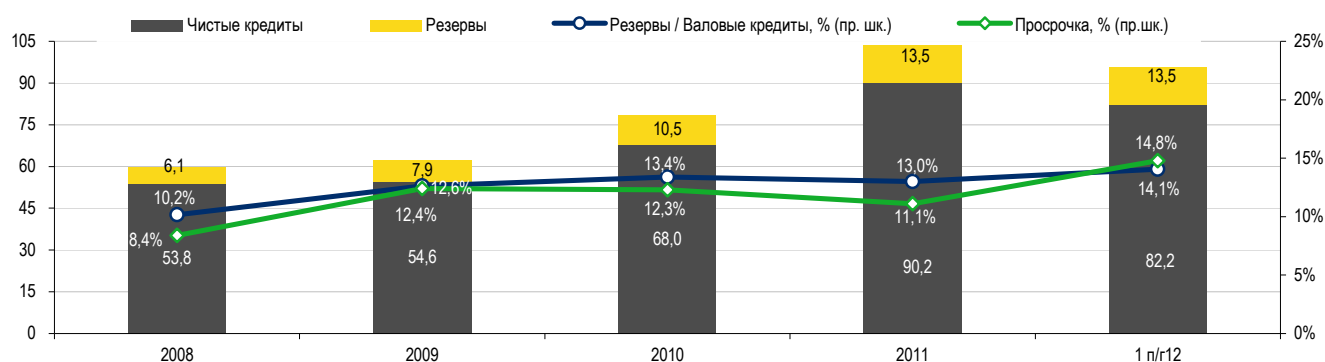
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Качество портфеля хуже среднего по сектору, покрытие резервами адекватное. Структура активов ОТП Банка в целом типична для розничного банка, порядка 70% приходится на кредитный портфель. Доля ценных бумаг находится в диапазоне 6,5–11,0%, и, насколько мы понимаем, их покупка служит цели по управлению свободной ликвидностью, поскольку оборачиваемость кредитного портфеля розничного банка очень высока. В то же время стоит отметить, что 4,5 млрд руб. из находившихся на конец 2011 г. на балансе ОТП Банка 8,6 млрд руб. ценных бумаг эмитированы материнской группой, то есть более половины портфеля ценных бумаг банк не может использовать для получения рефинансирования в ЦБ. Остальные активы банка приблизительно поровну распределены между денежными средствами и средствами в других банках. Кредитный портфель ОТП Банка, после типичной для сектора стагнации в 2009 г., в 2010–2011 гг.

рос на 26–32% в год, однако в нынешнем году банк планирует несколько сбавить обороты, увеличив объем лишь на 10% (в 1 п/г валовый портфель снизился на 8%, что руководство банка объясняет фактором сезонности). Что касается качества выданных кредитов, то ОТП Банк медленнее своих конкурентов решает проблемы с просроченной задолженностью, доля которой остается довольно высокой – 12,5–14,8%. Отчасти это связано с тем, что до настоящего момента ОТП, в отличие от большинства розничных банков, практически не прибегал к продаже плохих кредитов коллекторам, предпочитая решать проблему с неплатежами самостоятельно. Тем не менее он сформировал адекватные резервы – коэффициент покрытия просрочки составляет 95%, чего, на наш взгляд, должно вполне хватать, принимая во внимание высокую достаточность капитала банка. Этим российская «дочка» в лучшую сторону отличается от группы ОТР, у которой коэффициент покрытия исторически не превышает 80%.

Качество портфеля хуже, чем в среднем по сектору, покрытие резервами адекватное

Кредитный портфель ОТП Банка, млрд руб.

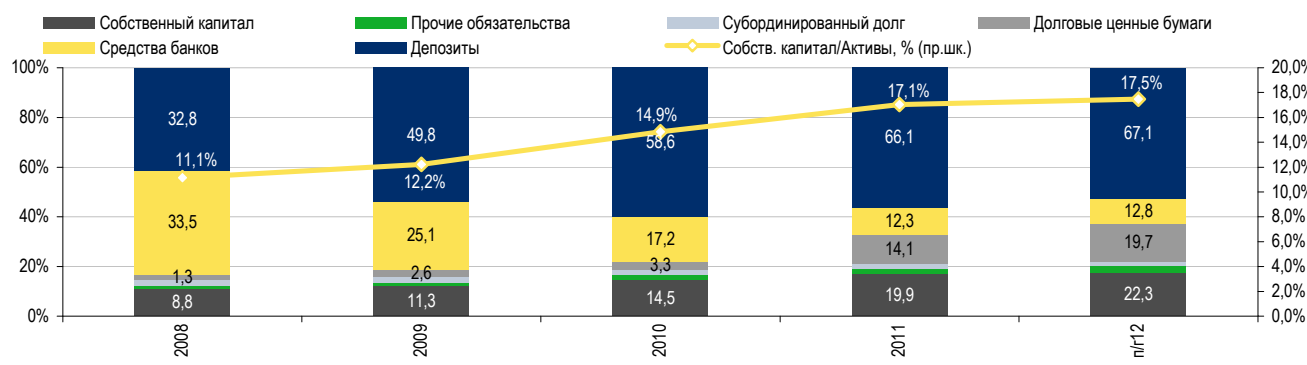


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Банк стремится к самофинансированию. В начальный период своей деятельности в России Группе ОТР приходилось обеспечивать большую часть фондирования своей локальной «дочки»: в 2008 г. на средства клиентов приходилось лишь 41,4% пассивов ОТП Банка, тогда как остальное было предоставлено материнской структурой (включая собственный капитал банка). Постепенно банк наращивал депозитную базу, одновременно сокращая объем средств группы, в итоге доля депозитов поднялась до 55–60%, а доля фондирования от ОТП Group снизилась до 11,3%. Кроме того, ОТП Банк ни разу не платил дивиденды, капитализируя всю получаемую прибыль. За счет этого его собственный капитал с 2008 г. увеличился в 2,5 раза до 22,3 млрд руб. В начале 2011 г. было принято стратегическое решение по замещению фондирования от материнской группы заимствованиями на рынках капитала, и с марта 2011 г. ОТП Банк разместил четыре выпуска рублевых облигаций на общую сумму 17,5 млрд руб., так что на конец 1 п/г доля долговых ценных бумаг в пассивах ОТП Банка достигла 15,4%. Стоит, впрочем, отметить, что материнская группа является, тем не менее, чистым поставщиком ресурсов для российского банка, поскольку объем предоставленных акционерами ОТП Банку средств пока еще практически вдвое превышает объем средств, размещенных в ценные бумаги и на счетах банков группы (13,9 млрд руб. против 6,2 млрд руб. на конец 2011 г.). Ликвидную позицию ОТП Банка мы оцениваем как довольно устойчивую, в текущем году банку предстоит исполнить обязательства лишь по одному выпуску облигаций на 4 млрд руб., что с запасом покрывается имеющимися у него на балансе ликвидными активами. Кроме того, достаточность капитала банка довольно высока (Собственный капитал/Активы – 17,5%), что создает довольно неплохой запас прочности для дальнейшего наращивания активов.

За последний год зависимость от оптового фондирования существенно возросла

Структура фондирования ОТП Банка, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели ОТП Банка, тыс. руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 n/r12
Чистый процентный доход	10 026	11 019	14 772	20 069	11 774
Чистые комиссионные доходы	1 416	714	1 425	2 504	1 318
Доходы от операций с ценными бумагами	1 226	832	888	978	-
Доходы от операций с иностранной валютой	(829)	(248)	(857)	(919)	-
Доходы от переоценки иностранной валюты	-	(25)	320	125	-
Суммарные операционные доходы	11 897	12 441	16 549	22 803	13 341
Операционные расходы	(6 106)	(6 335)	(6 918)	(8 685)	(4 974)
Резервы	(3 897)	(5 080)	(3 597)	(6 450)	(3 185)
Чистая прибыль	1 494	753	3 369	6 004	3 185
Денежные средства и эквиваленты	17 066	8 724	7 513	7 819	-
Средства в банках	413	15 204	8 690	5 958	-
Ценные бумаги	4 987	10 095	9 813	8 597	-
Кредиты и авансы клиентам	53 762	54 561	67 992	90 218	82 173
Основные средства	2 784	2 615	2 510	2 535	-
Прочие активы	670	934	959	1 779	-
Активы	79 382	92 133	97 476	116 906	127 658
Средства банков	33 472	25 084	17 200	12 281	12 769
Средства клиентов	32 831	49 809	58 599	66 105	67 095
Долговые ценные бумаги	1 309	2 573	3 340	14 122	19 662
Прочие обязательства	814	1 216	1 604	2 114	3 499
Субординированный кредит	2 113	2 195	2 258	2 352	2 355
Собственный капитал	8 844	11 256	14 475	19 933	22 279
<i>Коэффициенты, %</i>					
Чистая процентная маржа	12,9	14,4	16,0	18,6	18,9
ROAA	2,1	0,9	3,6	5,6	5,1
ROAE	21,3	7,5	26,2	34,9	29,4
Просроченная задолженность	8,4	12,4	12,3	11,1	14,8
Норма резервирования	7,9	12,9	13,4	13,0	14,1
Достаточность капитала	17,3	20,5	20,2	19,3	-
Достаточность капитала I уровня	14,1	15,3	16,6	17,8	17,5
Кредиты/депозиты	163,8	109,5	116,0	136,5	122,5
Расходы/доходы	51,3	50,9	41,8	38,1	37,3

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

НА ПУТИ К IPO

По нашему мнению, Промсвязьбанк (ПСБ) обладает достаточно высоким кредитным качеством. Среди позитивных факторов выделим комфортный запас ликвидности, в полной мере покрывающий краткосрочные публичные обязательства, заметное повышение качества активов при сохранении консервативной политики резервирования, а также способность генерировать солидные денежные потоки от основной деятельности. Слабым местом профиля Промсвязьбанка остаются низкая капитализация и недостаточная диверсификация активов. Среди локальных бумаг ПСБ наиболее привлекательными выглядят ликвидный ПромсвБ БО-7 (YTM 10,11%), а также субординированный выпуск ПромсвБ-13 (YTM 12,41%), который должен заинтересовать инвесторов с пассивной стратегией управления. На внешнем рынке наша основная рекомендация – старший выпуск PROMBK'17 (YTM 8,26%), который торгуется с премией к аналогичному по дюрации евробонду Альфа-Банка в размере 240 б.п., тогда как, на наш взгляд, обоснованный размер спреда не выше 150–170 б.п. Мы также считаем завышенным спред субординированного PROMBK'16 (YTM 8,64%) к субординированному NOMOS'15 (YTM 6,4%), принимая во внимание последние изменения в акционерной структуре НОМОС-Банка и неопределенность со сделкой с ФК «Открытие». В то же время необходимо отметить невысокую ликвидность еврооблигаций ПСБ.

Общая информация. Промсвязьбанк – третий по размеру активов частный банк в России после Альфа-Банка (BB/Ba1/BBB-) и НОМОС-Банка (-/Ba3/BB). На конец 1 п/г 2012 г. ПСБ входил в Топ-10 российских банков по величине активов (611 млрд руб.) и размеру кредитного портфеля (471 млрд руб.). В состав Группы Промсвязьбанка входят головной банк с одноименным названием (ОАО «Промсвязьбанк»), компании Promsvyaz Finance Plc и PSB Finance S.A., созданные для выпуска еврооблигаций, а также ряд менее крупных финансовых организаций (ОАО «Волгопромбанк», ОАО «Ярсоцбанк» и Банк «Нижний Новгород»). ПСБ специализируется преимущественно на корпоративном кредитовании, на долю которого приходится до 91% совокупного портфеля банка (включая кредиты предприятиям малого и среднего бизнеса), а также развивает розничное направление. Разветвленная филиальная сеть банка насчитывает 290 точек продаж в России и представительства в Китае, Индии, Казахстане, а также на Украине. Согласно утвержденной среднесрочной стратегии развития до 2015 г. ПСБ намерен оставаться универсальным банком и уделять особое внимание диверсификации кредитного портфеля посредством активного развития розничного бизнеса и факторинга – сегментов, имеющих наибольших потенциал роста.

Структура акционерного капитала. Основными акционерами ПСБ являются крупные российские предприниматели – братья Алексей и Дмитрий Ананьевы (49-е и 50-е места в списках богатейших

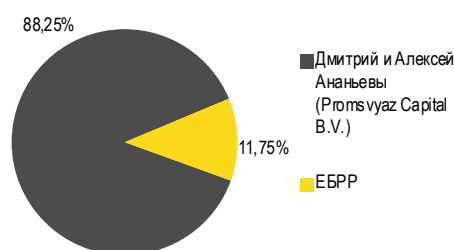
Обращающиеся выпуски

PROMBK (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц/Пог.	Доходн., %
PromSvyazB '18	100 \$	12,50	31 янв 13	3,82
PromSvyazB '13	150 \$	10,75	15 июл 13	3,96
PromSvyazB '14	500 \$	6,20	25 апр 14	5,47
PromSvyazB '15	200 \$	12,75	27 май 15	7,35
PromSvyazB '16	200 \$	11,25	8 июл 16	8,64
PromSvyazB '17	400 \$	8,50	25 апр 17	8,26
ПромсвБ БО-4	5 000 R	8,75	28 фев 13	8,45
ПромсвБ БО-2	5 000 R	8,75	28 фев 13	8,45
ПромсвБ-6	5 000 R	8,25	17 июн 13	9,12
ПромсвБ БО-3	5 000 R	8,60	4 фев 14	9,31
ПромсвБ БО-7	5 000 R	10,15	10 сен 14	10,11
ПромсвБ-13	5 000 R	12,25	1 фев 18	12,41

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров Промсвязьбанка



Источники: данные банка

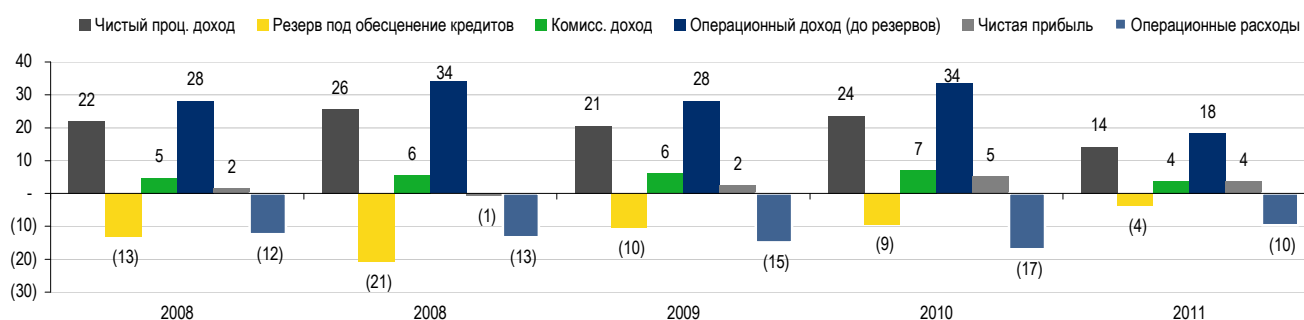
людей России по версии журнала Forbes по итогам 2011 г.), владеющие 88,25% акций банка через компанию Promsvyaz Capital B.V., тогда как оставшиеся 11,75% принадлежат ЕБРР (AAA/Aaa/AAA). Помимо ПСБ, в собственности братьев Ананьевых находятся системный интегратор Техносерв и оператор связи Синтерра, которые по размерам значительно уступают финансовым активам Группы. В июне текущего года немецкий Commerzbank (A/A3/A+), изменивший свою стратегию развития, ожидаемо вышел из капитала ПСБ, продав свою долю (14,4%) Ананьевым. В настоящее время ПСБ готовится разместить на Лондонской фондовой бирже пакет акций, который, по предварительным оценкам, составит до 20–25%.

Рейтинги. Промсвязьбанку присвоены рейтинги от двух ведущих международных рейтинговых агентств. В конце 2011 г. Fitch подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг эмитента на уровне «BB-» со стабильным прогнозом, а уже в мае текущего года Moody's объявило об изменении прогноза со «Стабильного» на «Негативный», сохранив рейтинг на уровне «Ba2». В качестве основной причины приводится сравнительно низкий уровень достаточности капитала. Мы более оптимистически оцениваем кредитный профиль эмитента, традиционно отличающегося минимальным исполнением требований ЦБ, однако не исключаем, что сохранение текущих значений капитализации при заявленных темпах роста может привести к понижению рейтинга в краткосрочной перспективе.

Увеличение отчислений в резервы оказывает давление на прибыльность. Прибыльность ПСБ во многом зависит от чистого процентного дохода, формирующего в среднем до 75% (24 млрд руб. за 2011 г. и 14 млрд руб. в 1 п/г 2012 г.) совокупного операционного дохода банка. Комиссионные доходы оставались относительно устойчивыми даже в кризис, а на протяжении последних двух лет их доля в валовом доходе стабилизировалась на уровне 21%. Чистая процентная маржа в последние годы находилась под давлением (5,3% по итогам 2011 г. против 7,4% в 2008 г.) на фоне высокой конкуренции со стороны госбанков и низкой доли более высокодоходных розничных продуктов. Отчисления под обесценения оставались повышенными в сравнении с конкурентами, у которых отчисления и списания после кризиса были меньше. В результате стоимость риска у ПСБ традиционно была выше (2,7% против 0,9% у НОМОС-Банка в 2011 г.), а показатели прибыльности – более скромными (ROAE 11,2% и ROAA 1% в 2011 г. против 20,7% и 2,4% соответственно у НОМОС-Банка за аналогичный период). Учитывая планы банка активно развивать розничный бизнес, мы ожидаем, что расходы по созданию резервов по-прежнему будут сдерживать рост прибыльности в краткосрочной перспективе. В то же время, несмотря на динамичный рост бизнеса, операционная эффективность остается на приемлемом уровне (коэффициент Расходы/Доходы в 1 п/г 2012 г. составил 53%).

Чистый процентный доход – основной источник поступления средств

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.



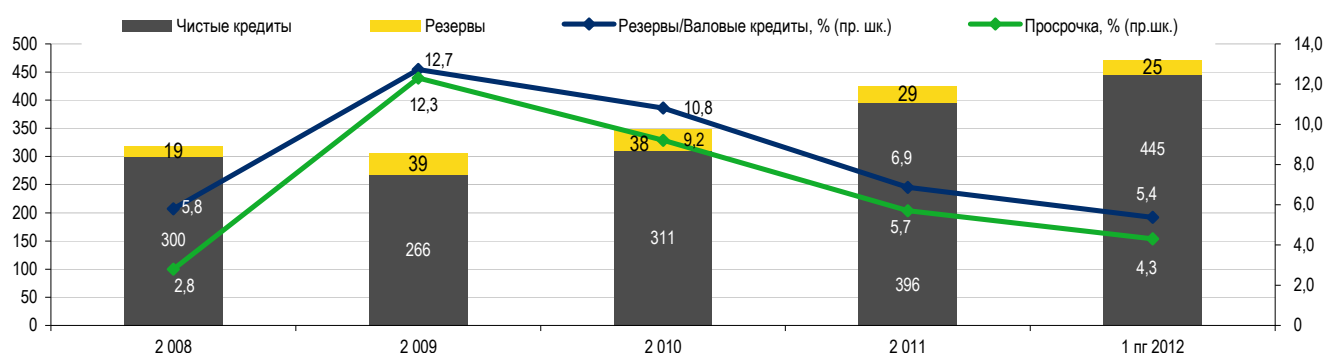
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Традиционно высокая ликвидность баланса и улучшающееся качество активов, которые по-прежнему недостаточно диверсифицированы. ПСБ имеет достаточно простую структуру активной части баланса, которая в последние два года не претерпела существенных изменений. Ее основу формируют ссудная задолженность (на конец 1 п/г 2012 г. – 445 млрд руб., или 73% активов) и ликвидные средства в виде денежных средств и ценных бумаг (108 млрд руб., или 18% активов). Общий рост кредитования ПСБ в период 2008–2011 г. в целом находился на уровне среднерыночных показателей, за исключением, пожалуй, спада в 2009 г., вызванного финансовым кризисом. В 2012 г. руководство ПСБ планирует увеличить кредитный портфель на 15%, при этом основу развития должен составить преимущественно розничный сегмент (+50%), тогда как на корпоративное направление и кредиты МСБ, предположительно, будет приходиться 15%, что в целом достижимо, учитывая рост за первые шесть месяцев (+11%). Основной составляющей кредитного портфеля банка (91% валового объема) являются корпоративные кредиты, значительная часть которых представлена кредитами, выданными предприятиям розничной торговли (10,9%), промышленному (8,1%) и строительному секторам (7,4%), а также факторинговым компаниям (8,5%). В 2011 г. ПСБ активно начал укреплять свои позиции на рынке кредитования предприятий МСБ и потребительского кредитования, увеличив соответствующие портфели на 43%

и 14% до 38 млрд руб. и 37 млрд руб. Продукты для указанных категорий клиентов являются наиболее доходными, что и объясняет их опережающий рост. По качеству активов ПСБ традиционно уступал основным конкурентам. К примеру, по итогам 2010 г. доля плохих кредитов (NPL свыше 90 дней) у него составила 9,2%, тогда как, для сравнения, у НОМОС-Банка и Альфа-Банка на тот же момент показатель находился на уровне 2,4% и 4,7% соответственно. Однако в преддверии проведения публичного размещения эмитент всерьез занялся повышением качества активов, сократив долю плохих кредитов до 4,3% на конец 1 п/г 2012 г., в основном за счет их продажи и списания (7,6 млрд руб. за 1 п/г 2012 г.). Коэффициент покрытия неработающих кредитов в последние годы возрос и в настоящее время находится на достаточном уровне 125%. Учитывая планы по развитию более рискованных направлений кредитования, мы ожидаем сохранения консервативного подхода к формированию резервов, которые будут увеличиваться опережающими темпами по сравнению с активами. Негативным моментом, на наш взгляд, является недостаточная диверсификация активов. Так, на конец июня доля кредитов связанным сторонам (21% совокупного капитала) была близкой к максимально разрешенным ЦБ 25%, а на двенадцать крупнейших заемщиков приходилось 18,7% портфеля банка, или 159% капитала первого уровня по Базельским правилам (против 16,5% и 163% на начало года соответственно).

Существенное улучшение качества активов и сохранение комфортного уровня резервирования

Кредитный портфель, млрд руб., просрочка и норма резервирования

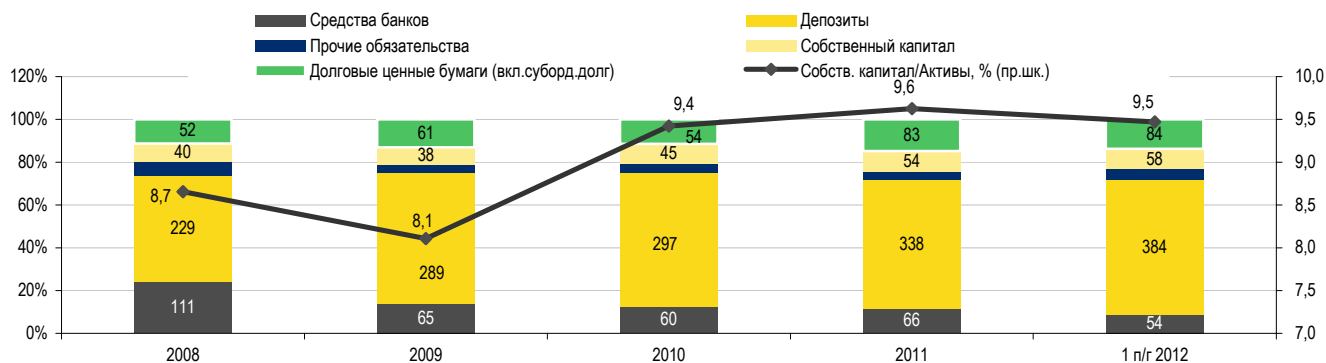


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основа фондирования – средства клиентов, доля межбанковского кредитования снизилась. Структура пассивов ПСБ выглядит сбалансированной. Основным источником фондирования выступают средства клиентов, стабильно формирующие более половины всех обязательств. В период с 2008 г. по 1 п/г 2012 г. их вклад увеличился с 50% до 63%, преимущественно за счет ослабления зависимости от межбанковского финансирования (с 24% до 9%). База депозитов формируется из средств юридических лиц, на долю которых приходится в среднем 65% вкладов, при этом концентрация риска, как и в активах, остается значительной – на конец июня на десять крупнейших клиентов приходилось до 25% средств банка. Несмотря на невысокую зависимость от публичных заимствований (выпущенные бумаги, включая субординированный долг, составляли 14% пассивов на конец 1 п/г 2012 г.), ПСБ активно работает на рынках капитала, где банк обладает богатой историей. Текущий график погашения обязательств представляется вполне комфортным – до конца года банку необходимо лишь рефинансировать синдицированный кредит на 350 млн долл. (рассматривается возможность пролонгации), а уже в 2013 г. размер обязательств к погашению составит 20 млрд руб., что при указанной высокой ликвидности баланса (денежные средства на конец июня составляли 66 млрд руб., или 11% активов) не должно вызывать проблем. Показатели капитализации ПСБ всегда были невысокими, однако капитал регулярно пополнялся за счет средств акционеров через допэмиссию или посредством субординированного долга. Это позволяло исполнять ковенанты по еврооблигациям, согласно которым совокупная достаточность капитала не должна опускаться ниже 12% (13,2% на 30.06.2012 г.). Уже после отчетной даты банк разместил субординированный выпуск рублевых облигаций на 5 млрд руб. сроком на 5,5 года, что, по данным менеджмента ПСБ, добавило к достаточности капитала второго уровня 0,9 п.п. При рентабельности капитала, равной 13,2%, собственных средств ПСБ будет достаточно для обеспечения запланированного на 2012 г. 15-процентного роста кредитного портфеля. Однако уже в следующем году банку, по нашей оценке, могут потребоваться дополнительные средства для дальнейшего развития, которые могут быть привлечены путем проведения долгожданного IPO и/или выпуска нового субординированного долга.

Зависимость от оптового фондирования невысокая, вопрос пополнения капитала актуален

Структура фондирования, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели Промсвязьбанка, млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 н/г 2012
Чистые процентные доходы	21 970	25 602	20 609	23 639	14 102
Чистые комиссионные доходы	4 724	5 605	6 037	7 080	3 777
Доходы от операций с ценными бумагами	(1 843)	1 114	(350)	382,1	824,0
Доходы от операций с иностранной валютой	2 143	376	614	1 210	521,4
Прочие доходы	1 256	1 373	1 310	1 202	(876)
Суммарные операционные доходы (до резервов)	28 249	34 070	28 221	33 513	18 348
Операционные расходы	(12 385)	(13 302)	(14 855)	(16 959)	(9 639)
Резервы	(13 266)	(20 935)	(10 418)	(9 406)	(3 727)
Чистая прибыль	1 562	(626)	2 477	5 219	3 769
Денежные средства и эквиваленты	105 723	108 323	45 182	55 831	66 160
Средства в банках	2 427	5 076	12 122	5 701	8 682
Ценные бумаги	23 289	48 957	49 971	42 999	42 156
Кредиты и авансы клиентам, нетто	300 413	266 422	310 948	396 137	445 471
Основные средства	21 413	23 208	25 599	25 335	25 092
Прочие активы	8 536	19 227	31 305	36 551	23 509
Активы	461 801	471 211	475 127	562 554	611 070
Средства банков	111 275	64 780	59 678	65 539	53 795
Средства физических лиц	53 391	96 030	107 669	124 189	134 192
Средства корпоративных клиентов	176 220	193 519	189 378	214 413	250 218
Долговые ценные бумаги	39 368	43 655	32 127	56 725	63 694
Субординированные займы	12 594	17 748	21 818	26 578	20 437
Собственный капитал	39 975	38 205	44 775	54 150	57 877
Коэффициенты, %					
Чистая процентная маржа	7,4	6,5	4,7	5,1	5,3
ROAA	0,4	(0,1)	0,5	1,0	1,3
ROAE	4,6	(1,6)	5,9	11,2	13,5
Просроченная задолженность*	2,8	12,3	9,2	5,7	4,3
Норма резервирования	5,8	12,7	10,8	6,9	5,4
Достаточность капитала	13,1	14,3	14,4	13,9	13,2
Достаточность капитала I уровня	9,7	9,9	10,0	10,0	9,9
Кредиты/Депозиты	130,8	92,0	104,7	117,0	115,9
Расходы/Доходы	43,8	39,0	52,6	50,6	52,5

* Кредиты, просроченные более чем на 90 дней

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

«CORE SUBSIDIARY» АВСТРИЙСКОЙ БАНКОВСКОЙ ГРУППЫ

Мы в целом положительно оцениваем финансовый профиль Райффайзенбанка. Отдельные негативные моменты, такие как низкая диверсификация кредитного портфеля по секторам экономики, а также кредитование банков материнской группы за счет аккумулированной на внутреннем рынке ликвидности, компенсируются высокой рентабельностью, умеренным качеством активов и умеренной капитализацией, а также очень низкой зависимостью от оптового фондирования. Находящиеся в обращении облигации банка не представляют спекулятивного интереса в силу своей короткой дюрации. Оба выпуска эмитента предлагают доходность (порядка 8% на 13,5 мес.) на уровне облигаций российских госбанков и поэтому могут рассматриваться в качестве альтернативы последним при желании диверсифицировать портфель, не увеличивая риски вложений. В то же время у эмитента зарегистрированы биржевые облигации на 69 млрд руб., так что банк в любой момент может выйти на рынок с первичным предложением.

Общая информация. Райффайзенбанк занимает восьмое место по величине активов среди всех российских банков (если исключить из расчета дочерние банки ВТБ) и четвертое среди частных (вслед за Альфа-Банком, Росбанком и ЮниКредит Банком) с активами 709,7 млрд руб. на конец 1 п/г 2012 г. Банк работает в России с 1996 г., однако наиболее активно он начал развиваться в нашей стране в 2006 г. с приобретения ИМПЭКСБАНКА. Филиальная сеть банка представлена 191 офисом, расположенным преимущественно в европейской части России. Райффайзенбанк является универсальной кредитной организацией с преобладанием корпоративного бизнеса, хотя доля розничного направления постепенно увеличивается и на конец 1 п/г 2012 г. достигла 29%. По объему привлеченных средств частных лиц банк занимает пятое место в России.

Акционеры. ЗАО «Райффайзенбанк» – крупнейший дочерний банк группы «Raiffeisen Bank International» (A/A2/A) с активами объемом 153 млрд евро, которая владеет российской «дочкой» через компанию Raiffeisen CIS Region Holding GmbH. На долю ЗАО «Райффайзенбанк» приходится 11,2% активов материнской группы (по итогам 1 п/г 2012 г.) и 37,2% ее прибыли. Благодаря этому российский банк смог получить от агентства S&P статус «core subsidiary» (что предполагает субсидиарную ответственность материнской структуры по обязательствам дочерней). В свою очередь, Raiffeisen Bank International (RBI) – полностью консолидированная дочерняя структура Raiffeisen Zentralbank Osterreich (RZO), напрямую владеющей примерно 78,5% акций RBI. RZO является основным активом австрийской группы Raiffeisen, самой крупной банковской группы в стране.

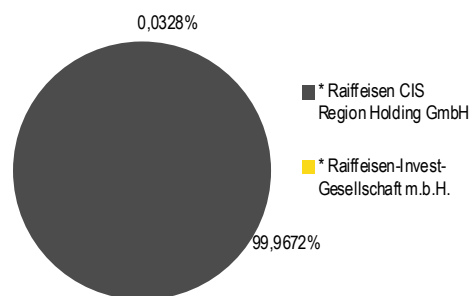
Обращающиеся выпуски

RBI AV (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Райффайзен БО-7	5 000 R	7,50	27 ноя 13	8,07
Райффайзен-4	10 000 R	8,75	3 дек 13	7,89

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров Райффайзенбанка



* В интересах Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG

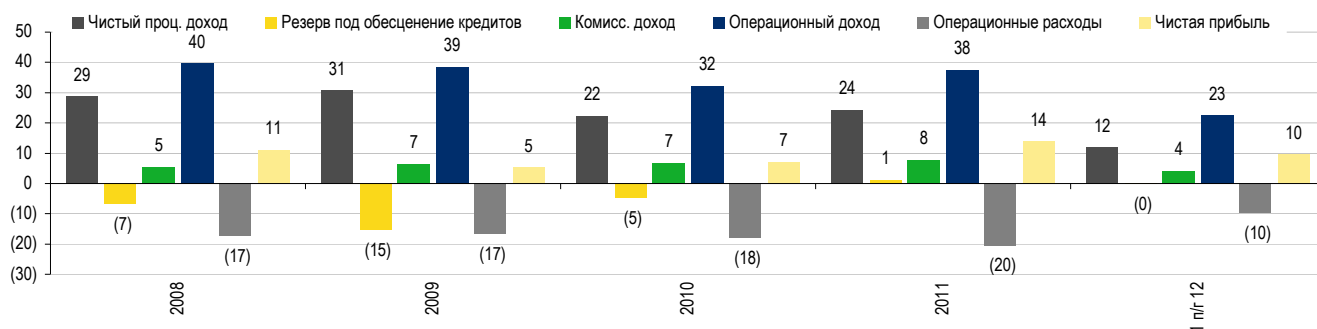
Источники: данные банка

Рейтинги. Российский банк обладает кредитными рейтингами «BBB», «Baa3» и «BBB+» от S&P, Moody's и Fitch соответственно, по всем рейтингам прогноз «Стабильный». Таким образом, по версии Fitch рейтинг банка даже на одну ступень выше суверенного рейтинга РФ.

Доходы банка пока не достигли предкризисных уровней. Особенностью Райффайзенбанка является его растущая зависимость от торговых доходов, тогда как доля традиционных банковских доходов у него постепенно снижается. В 2009 г., когда рискованные операции были сведены многими банками к минимуму, суммарная доля процентных и комиссионных доходов в совокупном операционном доходе Райффайзена достигла 97% и с тех пор непрерывно сокращается (в 2010 г. – 90%, в 2011 г. – 85%, в 1 п/г 2012 г. – 71%). Причем основу торговых доходов Райффайзенбанка составляют доходы от операций с валютой и деривативами, а не ценными бумагами, что отличает банк от конкурентов и, в общем-то, объяснимо, учитывая его статус «дочки» иностранной банковской группы и большой объем иностранных операций. Так, в 2011 – 1 п/г 2012 г. валютные и деривативные операции принесли банку 15% и 27% совокупного дохода. Несмотря на то что исторически такие операции были, как правило, прибыльны для банка (исключением стал 2009 г., когда убыток по ним составил 579 млн руб.), мы оцениваем структуру доходов Райффайзена как сопряженную с повышенными рисками и подверженную высокой волатильности. Что касается абсолютной величины доходов, то ни чистые процентные, ни совокупные операционные доходы банка пока не достигли своих максимальных значений, показанных в 2008–2009 гг. Так, в 2011 г. чистый процентный доход банка составил лишь 79% от уровня 2009 г., а совокупный операционный доход – 95% от уровня 2008 г. Это в первую очередь является следствием снижения чистой процентной маржи – до 5,5% против 7,3–7,5% в 2008–2009 гг., а также тем, что размер кредитного портфеля лишь во 2 кв. 2012 г. достиг своей предкризисной величины. В то же время комиссионные доходы неуклонно растут: в 2011 г. их размер уже на 43% превышал уровень 2008 г., а доля в совокупном операционном доходе была довольно значительна – 18–21%. Стоимость риска Райффайзенбанка в последние годы была умеренной (ее максимальный размер, зафиксированный в 2009 г., составил 4,7%) и заметно ниже, чем у большинства банков из ТОП-15 (по этому параметру Райффайзен сопоставим лишь с ЮниКредит Банком), однако банк лишь в 1 п/г 2012 г. смог достичь показателя рентабельности 2008 г. (ROAA – 2,5–3,0%, ROAE – 15–20%), да и то преимущественно за счет высоких доходов от операций с деривативами. В целом же по рентабельности Райффайзен находится на уровне других крупных российских банков, а по объему получаемой чистой прибыли – в числе лидеров (восьмое место по итогам 1 п/г 2012 г. по российским стандартам).

Доходы банка пока не достигли предкризисных уровней

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

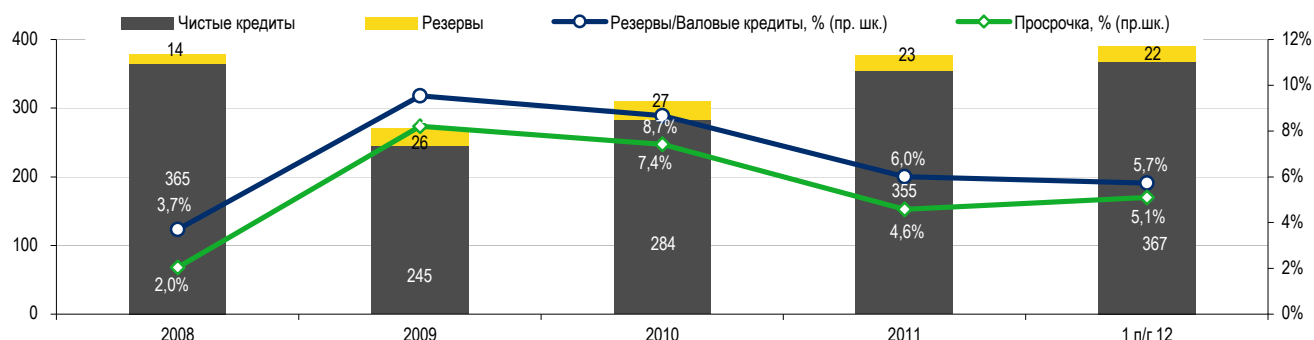
В кризис портфель сократился очень существенно, лишь сейчас его размер достиг уровня 2008 г. Райффайзенбанк исторически отличается высокой ликвидностью активов, и большую часть ликвидности банк держит в виде денежных средств. Так, их доля в совокупных активах Райффайзенбанка в последние годы (за исключением 2010 г., когда она опустилась до 17% за счет перераспределения свободной ликвидности в пользу ценных бумаг) составляла 23–31%, тогда как на портфель ценных бумаг и деривативов приходилось 8–13%. Доля кредитного портфеля в активах исторически колебалась в пределах 56–59%, и лишь в 2009 г. упала до 48% из-за его значительной амортизации. В частности, в 2009 г. валовый кредитный портфель банка сократился на 29% до 270 млрд руб., поскольку до кризиса в нем преобладали краткосрочные кредиты. В последующие годы восстановление портфеля было более медленным, в результате лишь к концу 2011 г. он смог вплотную приблизиться к уровню конца 2008 г., а превзошел его только во 2 кв. 2012 г. Ухудшение качества портфеля было умеренным – просрочка выросла с 2,0% в 2008 г. до 8,2% в 2009 г., еще 7,8% кредитов было реструктурировано. Здесь стоит отметить, что относительный рост просрочки произошел не только из-за увеличения плохих кредитов (которые увеличились в три раза), но и из-за сокращения номинального объема кредитного портфеля. Впоследствии качество портфеля постепенно улучшалось (до 5,1% просроченных кредитов в 1 п/г 2012 г.), а накопленные резервы всегда с запасом покрывали плохие кредиты. Диверсификация кредитного портфеля по секторам

«Core subsidiary» австрийской банковской группы

экономики довольно слабая – на совокупную долю трех крупнейших секторов (недвижимость, производство и торговля) приходится около половины всех выданных банком кредитов.

В кризис портфель сократился весьма существенно, и лишь теперь восстановился

Кредитный портфель Райффайзенбанка, млрд руб.

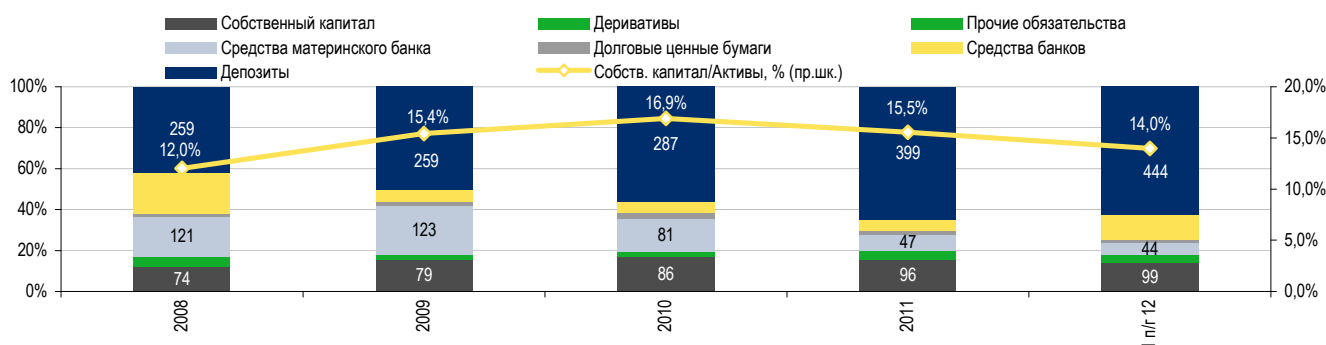


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

В последний год банк стал чистым кредитором материнской группы. В 2009 и 2010 г. объем размещенной в банках группы ликвидности составлял 120,0 и 19,6 млрд руб. при средствах материнской группы в пассивах 124,1 млрд руб. и 81,3 млрд руб. соответственно. В 1 п/г 2012 г. эти цифры уже составляли 186,9 млрд руб. и 53,5 млрд руб. Таким образом, если до и в период кризиса австрийская группа была чистым кредитором российской «дочки», то к концу 2011 г. ситуация сменилась на полностью противоположную, и российский банк из получателя ликвидности превратился в чистого кредитора материнской компании. На этом фоне Райффайзенбанк в последние годы наращивал депозитную базу, доведя ее долю в пассивах до 63% с лишь 42% в 2008 г. Доля средств материнского банка, напротив, снизилась с 20–24% в 2008–2009 гг. до 6% в 1 п/г 2012 г., хотя данный источник фондирования исторически являлся вторым по значимости для Райффайзена после депозитов клиентов. На средства других банков приходится 6–12% пассивов банка, а на собственные средства – 14%, что является средним уровнем для универсальных кредитных организаций. После отчетной даты (в июле) банк выплатил дивиденды за 2011 г. в размере 6,6 млрд руб., поэтому для того, чтобы достаточность капитала не опускалась ниже комфортного уровня, Райффайзену в скором времени придется либо искать источники докапитализации, либо ограничивать прирост активов (за 1 п/г 2012 г. они выросли на 17%). В то же время мы отмечаем высокую способность банка пополнять капитал за счет получаемой прибыли. Еще одна сильная сторона финансового профиля Райффайзена – очень низкая зависимость от оптового фондирования. На данный источник средств исторически приходится менее 2% пассивов банка.

Фондирование от материнского банка постепенно замещается депозитами клиентов

Структура фондирования Райффайзенбанка, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели Райффайзенбанка, млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 п/г 12
Чистые процентные доходы	28 780	30 763	22 306	24 354	11 907
Чистые комиссионные доходы	5 441	6 538	6 887	7 763	4 213
Доходы от операций с ценными бумагами	(2 896)	2 003	1 278	(1 612)	(237)
Доходы от операций с иностранной валютой	2 996	4 160	3 179	3 281	1 565
Доходы от переоценки иностранной валюты	(4 453)	(4 753)	(196)	809	2 425
Доходы от операций с деривативами	9 548	14	(1 142)	1 640	2 043
Суммарные операционные доходы	39 632	38 578	32 266	37 566	22 604
Операционные расходы	(17 197)	(16 676)	(18 079)	(20 475)	(9 663)
Резервы	(6 766)	(15 295)	(4 776)	1 194	(270)
Чистая прибыль	11 198	5 423	7 288	13 855	9 757
Денежные средства и эквиваленты	153 373	145 234	84 279	139 520	222 849
Средства в банках	7 426	30 553	21 725	3 999	25 107
Ценные бумаги	36 031	52 465	83 617	65 231	45 942
Деривативы	33 619	12 523	6 337	8 886	12 010
Кредиты и авансы клиентам	364 540	244 529	283 564	354 743	367 493
Основные средства	9 225	9 336	9 097	9 153	12 245
Прочие активы	15 105	18 017	7 908	23 556	12 228
Активы	619 320	512 656	508 305	605 086	709 660
Средства банков	124 029	28 775	26 194	33 795	84 585
Деривативы	27 270	9 571	7 592	10 858	20 713
Средства физических лиц	110 529	145 134	160 664	212 383	227 236
Средства корпоративных клиентов	148 874	113 995	126 080	187 078	216 466
Долговые ценные бумаги	10 077	10 079	16 196	11 828	12 227
Ср-ва материнской компании	121 439	123 036	81 169	46 988	43 854
Прочие обязательства	2 666	2 960	4 501	17 250	5 410
Собственный капитал	74 436	79 106	85 908	95 764	99 168
<i>Коэффициенты, %</i>					
Чистая процентная маржа	7,3	7,5	5,8	5,5	5,1
ROAA	2,1	1,0	1,4	2,5	3,0
ROAE	17,8	7,1	8,8	15,3	20,0
Просроченная задолженность	2,0	8,2	7,4	4,6	5,1
Норма резервирования	3,7	9,5	8,7	6,0	5,7
Собственный капитал/активы	12,0	15,4	16,9	15,8	14,0
Кредиты/Депозиты	140,5	94,4	98,9	88,8	82,8
Расходы/Доходы	43,4	43,2	56,0	54,5	42,7

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

РАБОТА НАД ОШИБКАМИ ДАЛА РЕЗУЛЬТАТ

Финансовые результаты КБ «Ренессанс Капитал» производят положительное впечатление. Похоже, эмитент извлек уроки из кризиса и провел серьезную работу над ошибками, по крайней мере об этом говорит впечатляющая динамика почти всех основных показателей банка за последние два года. Возобновление роста кредитного портфеля при улучшении его качества, снижение зависимости от оптового фондирования за счет развития депозитной базы и сохранение комфортных индикаторов достаточности капитала, благодаря которым Ренессанс Капитал заметно выделяется среди других отечественных банков, представленных на долгом рынке, – все перечисленные факторы ощутимо усилили кредитный профиль эмитента. Некоторое беспокойство вызывает замедление роста кредитования, наблюдающееся с начала года (особенно оно заметно на фоне активного развития кредитования у конкурентов) и ухудшение качества активов при сохранении более скромного, чем у конкурентов, коэффициента покрытия. График погашений на 2013 г. довольно интенсивный. С другой стороны, на балансе банка достаточный объем ликвидности. Среди бумаг эмитента мы отдаем предпочтение рублевым облигациям с дюрацией до года, торгующимся с доходностью 12,3–12,5% и премией к ОФЗ в размере 580–600 б.п., что, по нашему мнению, является более чем привлекательной компенсацией за кредитные риски. Если говорить конкретно о выпуске БО-3, то его присутствие в ломбардном списке ЦБ предполагает спекулятивный потенциал роста в случае улучшения финансовых результатов во 2 п/г и повышения аппетита к риску на рынке, что выгодно отличает бумагу от чуть более доходных выпусков ТКС Банка (-/В2/В), не включенных в ломбардный список. Единственный евробонд КБ «Ренессанс Капитал», RCCF'13 (YTM 8,30%), неликвиден и интереса не представляет.

Общая информация. Коммерческий банк «Ренессанс Капитал» работает на российском рынке с 2003 г. под брендом «Ренессанс Кредит». Это относительно небольшой частный банк, специализирующийся на потребительском кредитовании и занимавший на конец 1 п/г 2012 г. 72-е и 59-е место среди российских банков по величине активов и собственного капитала соответственно, согласно рэнкингу Интерфакса. Филиальная сеть на конец июня насчитывала 116 отделений, 18 тыс. точек продаж и покрывала более 70% территории страны. Изначально стратегия банка строилась на предоставлении услуг экспресс-кредитования (POS), однако после кризиса основными направлениями деятельности стали выдача кредитов наличными (нецелевые кредиты) и эмиссия кредитных карт – в этих сегментах рыночная доля банка составляла 4,3% и 2,2% на конец 2011 г. Принятая в 2011 г. стратегия развития на период до 2014 г. предусматривает усиление позиций на ключевых для банка рынках за счет повышения качества обслуживания клиентов, а также дальнейшей диверсификации банковских продуктов и каналов продаж.

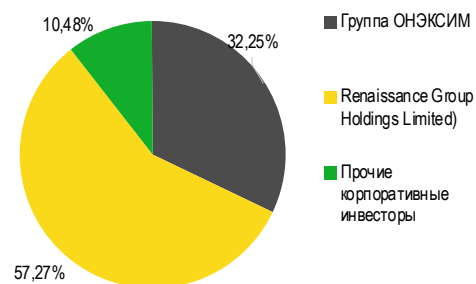
Обращающиеся выпуски

RCCF (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
RenCap '13	250 \$	13,00	1 apr 13	
Renaissance '16	325 \$	11,00	22 apr 14	25,07
РенКап БО-3	3 000 R	9,90	12 авг 13	12,33
РенКап БО-2	2 000 R	12,90	16 авг 13	12,54

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров КБ "Ренессанс Капитал"



Источники: данные банка

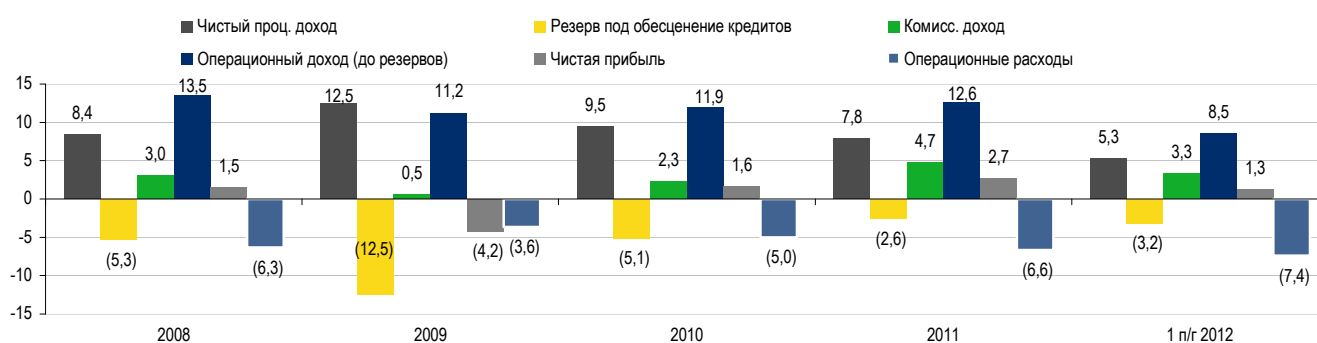
Акционерная структура. Коммерческий банк «Ренессанс Капитал» является частью Ренессанс Групп, в которую входит также инвестиционно-банковское подразделение – Renaissance Finance Holding Ltd. (В+/В1/В). Пакет акций последнего в размере 50% минус ½ акции принадлежит российскому бизнесмену Михаилу Прохорову, владельцу Группы ОНЭКСИМ. В 2011 г. Прохоров продолжил консолидировать банковские активы группы Ренессанс и стал одним из акционеров коммерческого банка. Сделка была структурирована не напрямую, а через созданную холдинговую компанию (Renaissance Capital Investments Limited), подконтрольную каждому из ее владельцев в равной степени. В результате новый акционер получил порядка 32% акций коммерческого банка, доля мажоритарного акционера в лице Группы Ренессанс сократилась до 57,27%, а 10,48% остаются у прочих корпоративных инвесторов.

Рейтинги. Ренессанс Кредит обладает рейтингами от всех трех крупнейших международных агентств. Улучшение финансовых результатов банка после кризиса не прошло незамеченным. Так, в марте 2012 г. Moody's повысило его кредитный рейтинг на одну ступень с «В3» до «В2» (прогноз «Стабильный»). В свою очередь, S&P и Fitch повысили рейтинг Ренессанс Кредита до «В» еще весной 2011 г., а в нынешнем году подтвердили свои оценки, при этом S&P изменило прогноз по рейтингу эмитента со «Стабильного» на «Позитивный». В настоящее время рейтинги Ренессанс Кредита от всех трех агентств находятся на одном уровне и, по нашему мнению, в полной мере соответствуют кредитному качеству банка.

Консервативный подход к формированию доходов; ожидается снижение маржи. На протяжении последних нескольких лет Ренессанс Кредит демонстрирует достаточно хорошие финансовые результаты. Исключением стал лишь 2009 г., когда вследствие существенных потерь от операций с иностранной валютой эмитент понес убыток в размере 4,2 млрд руб. Структура операционного дохода представляется нам весьма консервативной. Основным их источник – чистый процентный доход, составивший по итогам 1 п/г 2012 г. 5,3 млрд руб. (62% всех доходов до резервирования). Нельзя не отметить возрастающую долю комиссионных доходов, представленных преимущественно в виде поступлений от продажи страховых услуг (порядка 39% всех комиссионных доходов в 1 п/г 2012 г. против лишь 20% в 2010 г.). О консервативности выбранной операционной модели говорит и низкая доля доходов от трейдинга, снижающая зависимость банка от рыночной волатильности (после кризиса Ренессанс Кредит значительно сократил вложения в ценные бумаги). Чистая процентная маржа банка в последние два года находилась в диапазоне 24–26%, что выше, чем в среднем у конкурентов (ХКФ, Русский Стандарт). Постепенное улучшение качества кредитного портфеля и, соответственно, уменьшение доходов от начисления процентов по просроченным ссудам привели к снижению ЧПМ за прошедший год с 25% до 19% согласно нашим расчетам и с 28% до 19% в соответствии с оценкой банка. Мы ожидаем, что в дальнейшем ЧПМ Ренессанс Кредита будет оставаться существенной благодаря росту доли высокодоходных кредитов и снижению стоимости фондирования, однако приблизится к среднему значению по сектору.

Уверенное восстановление после кризиса и увеличение доли комиссионных доходов

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.



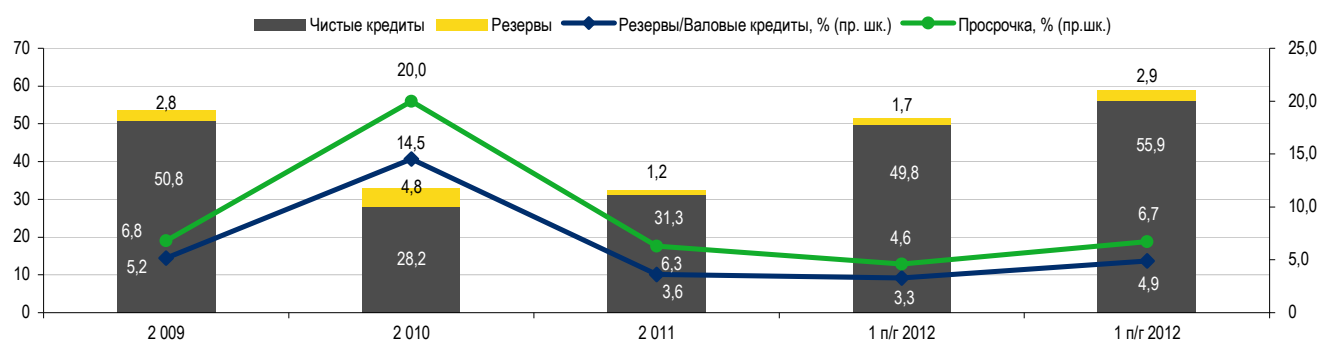
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Отставание по темпам роста кредитования и ухудшение качества активов с начала года. Традиционно порядка трех четвертей суммарных активов банка приходится на чистый кредитный портфель. При этом, несмотря на то что Ренессанс Кредит является частью большой финансовой группы, объем операций со связанными сторонами в его случае незначителен. Так, в период с 2009 по 2011 г. самыми крупными статьями баланса были «Денежные средства», «Кредиты клиентам» и «Депозиты», а их суммарная годовая доля не превышала 10%. Восстанавливаясь после кризиса в целом вместе с рынком, в 2011 г. Ренессанс Кредит показал один из лучших результатов среди российских розничных банков, увеличив валовый объем потребительских кредитов на 63% до 50 млрд руб. (показатели лидеров сектора, ХКФ и Русского Стандарта, за тот же период: +50% и +36% соответственно). Однако уже по итогам 1 п/г 2012 г. кредитный портфель банка вырос только на 14% до 58,8 млрд руб., тогда как в среднем по сектору объем кредитов увеличился на 18%. За 2012 г. Ренессанс планирует нарастить кредитный портфель на 30–35%, что в целом соответствует нашему годовому

прогнозу по сектору и выглядит вполне посильной задачей для банка, поскольку во 2 п/г в сегменте потребительского кредитования обычно наблюдается ускорение роста. После кризиса банк активно работал над повышением качества активов и снизил долю плохих кредитов до 4,6% в 2011 г. с 20,0% в 2009 г. – как за счет списания проблемных активов (списания составили 8,7 млрд руб. в 2010 г. и 2 млрд руб. в 2011 г.), так и благодаря отлаженной системе риск-менеджмента, позволяющей еще на ранних стадиях выявлять ненадежных заемщиков. Между тем уже на конец июня 2012 г. доля просроченных более чем на 90 дней кредитов составила у Ренессанса 6,7% (близко к уровню 2008 г., равнявшемуся 6,8%), что, с нашей точки зрения, связано со слабой динамикой кредитного портфеля. Руководство банка, однако, по-прежнему ссылается на сезонность и ожидает улучшения доли просрочки во 2 п/г 2012 г. Ренессанс Кредит отличается сравнительно низким коэффициентом покрытия – 73% по итогам 1 п/г 2012 г. По мнению менеджмента, этого уровня вполне достаточно, так как исходя из исторических данных доля возврата кредитов, просроченных более чем на 120 дней, составляет порядка 30%.

Замедление роста кредитования в 1 п/г 2012 г. и ухудшение качества активов

Кредитный портфель, млрд руб., просрочка и норма резервирования



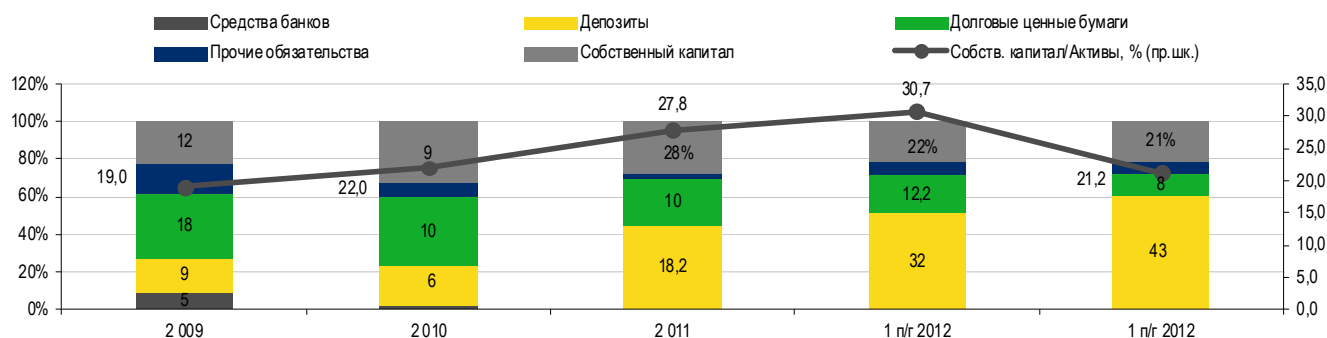
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Улучшение структуры обязательств за счет развития депозитной базы и сохранение комфортной достаточности капитала.

Основным изменением в структуре фондирования Ренессанс Кредита за последние два года стала диверсификация источников фондирования – увеличилась доля средств клиентов, что связано со снижением активности банка на рынках капитала и повышением стоимости заимствований. С 2010 по 2011 г. портфель частных вкладов Ренессанса вырос в 10 раз и достиг 30 млрд руб. На конец 1 п/г 2012 г. средства клиентов составляли порядка 77% (42 млрд руб.) совокупных обязательств банка, а доля выпущенных ценных бумаг и прочих заемных средств снизилась до 19% (10 млрд руб.) с 49% (25 млрд руб.) на конец 2008 г. Согласно стратегии развития Ренессанс Кредита, разработанной на период до 2014 г., доля розничных депозитов у Ренессанса будет оставаться высокой – до 75% совокупных пассивов. Учитывая сезонность бизнеса (второе полугодие обычно сильнее первого) и текущие показатели Ренессанс Кредита, мы ожидаем, что по итогам года банку удастся продемонстрировать динамику лучше рыночной. Пик погашений 2012 г. уже пройден в 1 п/г (погашались рублевые облигационные выпуски серий 02 и 03), и до конца текущего года банка не планируется крупных выплат, однако уже в 2013 г. ему предстоит погасить задолженность в размере порядка 12,8 млрд руб., включая еврооблигации и оферты по рублевым облигациям серий БО-3 и БО-2. Отметим, что Ренессанс Кредит сохраняет достаточный уровень ликвидности (доля ликвидных активов в последние годы держится в районе 12–13%, а объем денежных средств на балансе на конец июня составлял 8,6 млрд руб.). Дополнительный источник поступлений для банка – расширение депозитной базы и приток средств клиентов. На последнюю отчетную дату отношение Капитал/Активы составило у Ренессанс Кредита 21,2%, а показатель совокупной достаточности – 22%, что отличает эмитента от других розничных банков, таких как Банк Русский Стандарт (Капитал/Активы – 11,7% на конец 1 п/г 2012 г.) и ХКФ (17,2%). По оценке менеджмента Ренессанса, текущего капитала с учетом его планируемого прироста (на начало августа норматив Н1 составлял 12,95%) хватит для обеспечения намеченного расширения кредитного портфеля, а также для создания при необходимости дополнительных резервов без нарушения основных нормативов регулятора. Мы, в свою очередь, полагаем, что в случае сохранения динамичного роста банку придется вернуться к вопросу о докапитализации уже в 2013 г., среди возможных вариантов – выпуск субординированного долга или вливание средств акционерами.

Консервативная структура пассивов и комфортный запас капитала

Структура фондирования, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели КБ "Ренессанс Капитал", млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 п/г 2012
Чистые процентные доходы	8 430	12 453	9 460	7 837	5 272
Чистые комиссионные доходы	3 006	536	2 321	4 729	3 278
Суммарные операционные доходы (до резервов)	13 526	11 214	11 893	12 640	8 505
Операционные расходы	(6 319)	(3 644)	(5 016)	(6 640)	(7 394)
Резервы	(5 303)	(12 499)	(5 091)	(2 606)	(3 164)
Чистая прибыль	1 498	(4 231)	1 565	2 707	1 256
Ден. средства и эквив.	8 690	3 667	5 666	7 389	8 616
Средства в банках	544	170	328	742	965
Ценные бумаги	1 452	9 050	965	64	478
Кредиты и авансы клиентам, нетто	50 821	28 204	31 300	49 845	55 929
Основные средства	852	529	739	2 604	2 974
Прочие активы	1 905	1 524	1 748	948	1 241
Активы	64 264	43 143	40 746	61 592	70 203
Средства ЦБ РФ	10 927	14 365	-	-	-
Средства банков	5 161	580	23	2	-
Средства физических лиц	2 741	2 965	15 201	29 746	39 610
Средства корпоративных клиентов	6 635	3 252	2 985	1 969	3 065
Долговые ценные бумаги	18 214	10 419	10 173	12 235	8 138
Прочие обязательства	8 396	2 088	1 018	4 048	4 504
Собственный капитал	12 188	9 475	11 346	13 593	14 886
Коэффициенты, %					
Чистая процентная маржа	17,6	25,5	24,9	19,0	19,0
ROAA	2,7	(7,9)	3,7	5,3	4,0
ROAE	15,1	(39,1)	15,0	21,7	18,0
Просроченная задолженность	6,8	20,0	6,3	4,6	6,7
Норма резервирования	5,2	14,5	3,6	3,3	4,9
Капитал/Активы	19,0	22,0	27,8	22,1	21,2
Совокупная достаточность капитала	19,2	21,2	29,3	23,3	22,0
Кредиты/Депозиты	542,0	453,7	172,1	157,2	131,1
Расходы/Доходы	46,7	32,5	42,2	52,5	86,9

*Кредиты, просроченные более чем на 90 дней

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

РОССИЙСКАЯ «ДОЧКА» SOCIETE GENERALE

Финансовый профиль Росбанка выглядит неоднозначно, но в целом минусы уравновешены плюсами. Среди сильных сторон банка мы можем отметить относительно высокую достаточность капитала и более чем умеренную зависимость от оптового фондирования, тогда как к недостаткам относим невысокое качество активов, а также низкие показатели рентабельности и операционной эффективности. При этом платежеспособность эмитента мы оцениваем как высокую: объем ликвидных активов превышает размер привлеченного банком оптового фондирования. Большинство из находящихся в обращении облигаций, выпущенных Росбанком и его дочерними банками, не обладают высокой ликвидностью. Единственный, с нашей точки зрения, привлекательный вариант – размещенный недавно выпуск Росбанк БО -04 (УТР 9,24%, спред 270 б.п. к ОФЗ), торгующийся с премией около 80 б.п. к облигациям Газпромбанка, при том что по уровню кредитных рейтингов банки в целом равны.

Общая информация. Росбанк является седьмым по величине российским банком (без учета дочерних банков ВТБ) и вторым частным банком после Альфа-Банка с активами в размере около 800 млрд руб. Банк ведет свою историю с 1993 г., в 1998 г. он был приобретен группой «Интеррос» Владимира Потанина с целью обеспечения банковскими услугами компаний группы. В последующие годы банк рос за счет приобретений и объединений с другими банками, постепенно охватывая новые бизнес-сегменты и развивая широкий набор услуг, характерный для универсальной кредитной организации. В 2006 г. пакет 20% минус одна акция Росбанка был приобретен группой Societe Generale, которая в 2008 г. получила над банком контроль. В феврале 2010 г. было принято решение об объединении всех российских активов Societe Generale на базе Росбанка. На начальном этапе Росбанку были переданы 100-процентные доли в Русфинансбанке (специализируется на розничном кредитовании) и ДельтаКредит Банке (специализируется на ипотечном кредитовании). Сделки были закрыты в январе 2011 г., но оба этих банка продолжают функционировать в качестве отдельных кредитных организаций. Завершающим этапом консолидации стало объединение двух универсальных банков – Росбанка и БСЖВ под брендом «Росбанк», которое было завершено 1 июля 2011 г. После объединения доля розничного бизнеса в портфеле Росбанка выросла с 48% до 59%, благодаря чему банк входит теперь в тройку крупнейших в России по величине розничного портфеля. Его филиальная сеть насчитывает 700 отделений и 1200 точек продаж в 340 населенных пунктах РФ.

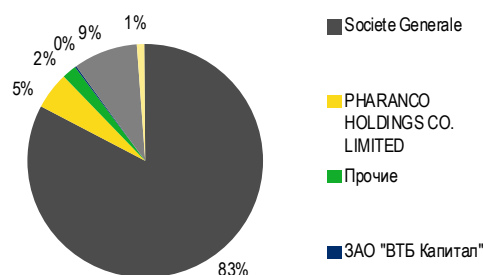
Обращающиеся выпуски

ROSBNK (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
РосБанк БО-3	10 000 R	8,95	20 май 13	8,22
РосБанк БО-1	5 000 R	8,90	25 июн 13	8,18
РосБанк БО-2	5 000 R	8,00	8 июл 13	9,31
РосБанк АЗ	5 000 R	6,90	6 ноя 13	8,62
РосБанк БО-4	10 000 R	9,30	16 сен 14	9,24
РосБанк А5	5 000 R	7,40	7 ноя 14	9,61
ДельтаКредит БО-03	4 000 R	9,25	9 авг 13	8,66
ДельтаКредит-6	5 000 R	7,20	25 июн 14	9,21
ДельтаКредит-8	5 000 R	8,33	12 ноя 14	
РусфинБ БО-01	4 000 R	7,15	9 июл 13	8,91
РусфинБ БО-2	4 000 R	8,75	10 сен 13	9,02
РусфинБ-08	2 000 R	9,25	23 сен 13	8,95
РусфинБ-09	2 000 R	9,25	24 сен 13	
РусфинБ-10	2 000 R	7,90	19 ноя 13	9,32
РусфинБ-11	2 000 R	7,90	20 ноя 13	9,32

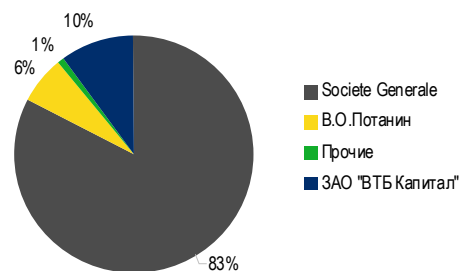
Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров Росбанка



Источники: данные банка

Структура бенефициаров Росбанка



Источники: данные банка

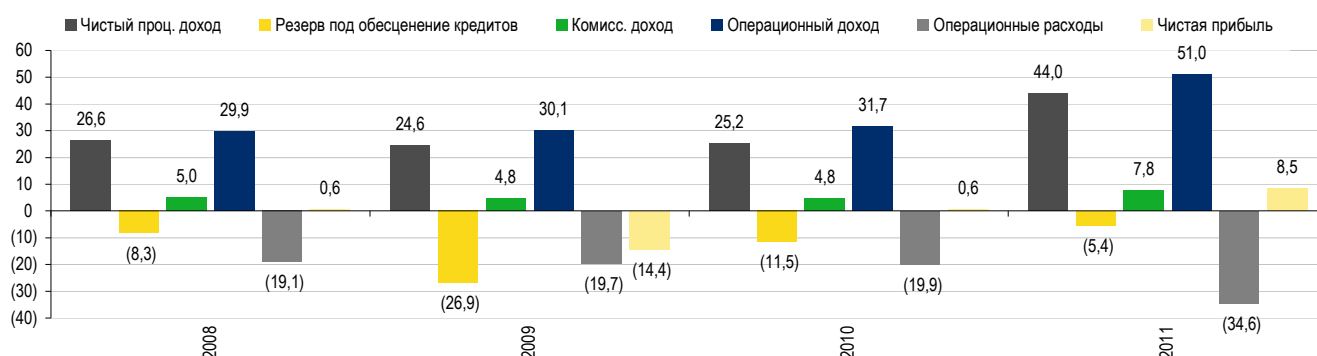
Акционеры. После объединения российских активов Societe Generale доля последней в капитале Росбанка увеличилась до 82,4%, у Интерроса Владимира Потанина (владеет акциями Росбанка через Pharanco Holdings Co. Limited) осталось 6,4%, а еще 9,95% перешло ВТБ в качестве обеспечения по кредитам, выданным ранее Интерросу. Societe Generale входит в двадцатку крупнейших финансовых групп мира с активами на сумму 1,25 трлн евро. Долговой кризис в еврозоне негативно отразился на состоянии группы, однако оно постепенно выправляется. На начало наиболее острой фазы кризиса на балансе Societe Generale находились облигации стран PIIGS в размере порядка 12,9 млрд евро, а на конец июня 2012 г. их оставалось лишь на 2,4 млрд евро. Первое полугодие 2012 г. было успешным для группы – чистая прибыль составила 1,2 млрд евро, при этом Societe Generale обладала доступом к ликвидности в объеме 114 млрд евро, что компенсировало невысокую достаточность капитала первого уровня, составлявшую 11,6%. Стоит отметить, что Росбанк обеспечивает лишь около 1,5% от совокупных активов группы и потому не имеет статуса «ключевой дочки» («core subsidiary»).

Рейтинги. Рейтинги Росбанка – «Baa3» от Moody's и «BBB+» от Fitch, прогноз по обоим рейтингам «Стабильный». Рейтинги по версии Fitch остаются неизменными с февраля 2009 г., а рейтинг от Moody's был снижен на одну ступень в конце июня 2012 г. вслед за соответствующим понижением рейтинга Societe Generale (A, «Стабильный»/A2, «Стабильный»/A+, «Негативный»). Дочерние банки Росбанка обладают собственными рейтингами от международных агентств: ДельтаКредит Банк – «Baa3»/«Стабильный» от Moody's, Русфинансбанк – «Ba1»/«Стабильный» от Moody's и «BBB+»/«Стабильный» от Fitch.

Структура доходов стабильна, прибыльность постепенно восстанавливается. После объединения четырех разнопрофильных банков на базе Росбанка структура доходов последнего кардинальным образом не изменилась. Основой операционного дохода остаются процентные и комиссионные доходы, а зависимость от волатильных торговых доходов по-прежнему низкая, даже несмотря на значительный объем ценных бумаг на балансе (61,9 млрд руб.). В 2008–2010 гг. доходы банка стагнировали, что отражало очень существенное сжатие кредитного портфеля в кризис, и лишь в 2011 г. они увеличились на 60,9% (по сути, размер кредитного портфеля Росбанка только в 2011 г. смог превысить уровень 2008 г., и то за счет объединения). Рост доходов сразу же сказался на уровне чистой процентной маржи, которая увеличилась на 2,1 п.п. до 7,7%, что является одним из наиболее высоких показателей среди универсальных банков. Чистая прибыль банка в последние годы находилась под давлением за счет высоких операционных расходов и больших отчислений в резервы. В 2009 г. это даже привело к убытку в размере 14,4 млрд руб. В 2011 г. операционная эффективность Росбанка оставалась низкой (отношение Расходы/Доходы составило 67,9%), а стоимость риска – повышенной (1,2%), но и это не помешало банку получить чистую прибыль в размере 8,5 млрд руб., а также показать неплохую рентабельность средних активов и среднего капитала – 1,4% и 9,0% соответственно против лишь 0,1% и 1,1% в 2010 г. Начиная с 2012 г., то есть по завершении объединения активов, операционная эффективность Росбанка должна улучшиться, и мы рассчитываем, что показатели рентабельности банка продолжат расти, хотя давление со стороны отчислений в резервы, видимо, сохранится.

Прибыльность банка постепенно восстанавливается

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.



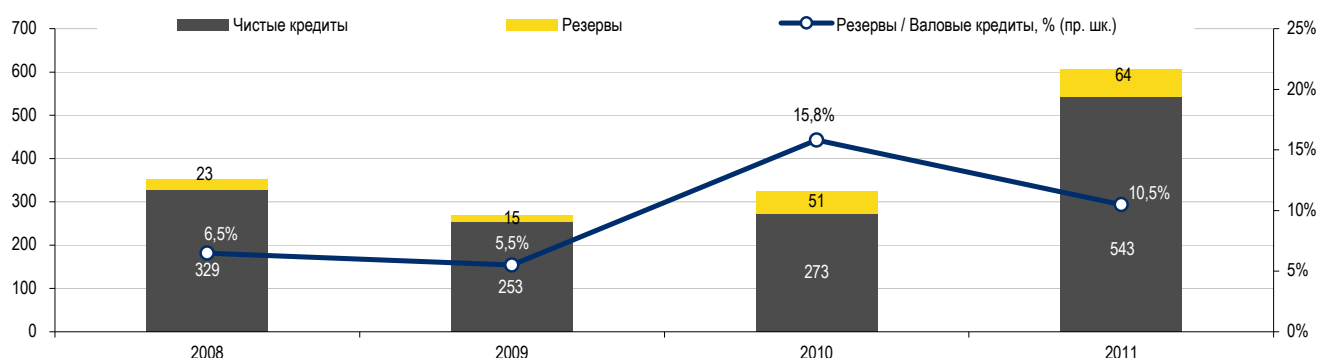
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Рост портфеля ускорился, качество кредитов вызывает вопросы. Кардинального изменения в структуре активов Росбанка после объединения не произошло, но доля кредитного портфеля увеличилась на 12,7 п.п. до 72,8%, а доля средств в других банках сократилась на 8,5 п.п. до 5,7%. Второй по значимости статьей баланса Росбанка теперь являются ценные бумаги с долей 8,3%, хотя, как уже было отмечено выше, вклад от операций с ними в совокупный операционный доход не столь значителен. Совокупные активы за 2011 г. увеличились на 64,0%, тогда как в предыдущие три года они неуклонно снижались. Что касается качества кредитного портфеля, то Росбанк никогда не указывал долю просроченной задолженности в отчетности по МСФО, однако исходя из показателей стоимости риска и нормы резервирования

можно сделать вывод, что это качество далеко от идеального. На 1 января 2012 г. отношение Резервы/Валовые кредиты составляло у Росбанка 10,5%, что заметно выше, чем у конкурентов (ЮниКредит Банк – 3,2%, Райффайзенбанк – 6,0%, Альфа-Банк – 5,9%, НОМОС-Банк – 4,3%), хотя налицо улучшение относительно 2010 г. (15,8%). Аналогичная ситуация с долей реструктурированных кредитов, которая снизилась с 4,1% в 2010 г. до 2,9% в 2011 г. Согласно отчетности по российским стандартам (не включает показатели ДельтаКредит Банка и Русфинансбанка) на 1 июля 2012 г. доля просроченной задолженности Росбанка составляла 8,1% (7,9% на начало 2012 г. и начало 2011 г.). Насколько мы понимаем, просрочка примерно поровну делится между корпоративным и розничным сегментами. Розничный портфель на 71% (254,8 млрд руб.) состоит из обеспеченных ипотечных и автокредитов, а остальное приходится на высокорисковое потребительское и экспресс-кредитование (103,8 млрд руб.). В корпоративном сегменте совокупная доля секторов с повышенным риском – строительства, недвижимости и торговли – составляет 35,4%, хотя в целом распределение портфеля по секторам экономики является более или менее равномерным.

Рост портфеля ускорился, качество кредитов вызывает вопросы

Кредитный портфель Росбанка, млрд руб.

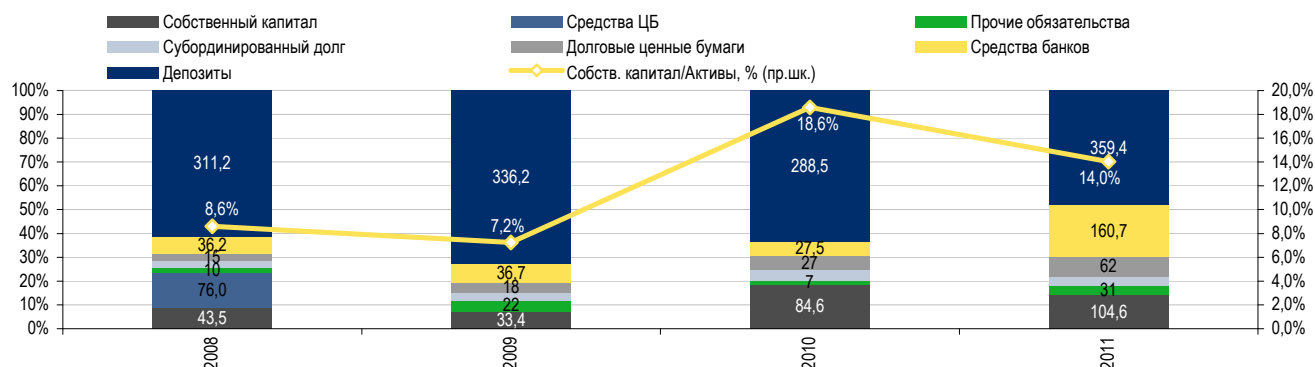


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Существенная поддержка от материнской группы в части фондирования. После объединения структура фондирования Росбанка немного ухудшилась: доля депозитов клиентов в пассивах снизилась с 63,5% до 48,2%, тогда как доля средств группы Societe Generale выросла с 4,7% до 19,9%, так что поддержка банка материнской группой стала весьма значимой. Зависимость Росбанка от оптового фондирования при этом не очень существенна, поскольку на выпущенные долговые ценные бумаги приходится лишь 8,4% всех обязательств (5,9% годом ранее). Стоит отметить, что Росбанк не является нетто-поставщиком ликвидности для Societe Generale: абсолютная величина предоставленного Росбанку группой фондирования составляет 148,1 млрд руб. против лишь 20,0 млрд руб. размещенных банком на балансах кредитных организаций материнской группы. Готовность Societe Generale поддержать российский дочерний банк была продемонстрирована в конце 2010 г., когда группа выкупила большую часть допэмиссии Росбанка, что позволило последнему увеличить капитал на 49,7 млрд руб., в результате достаточность его капитала увеличилась более чем вдвое до 28,6%. После объединения она снизилась на 9,8 п.п. до 18,8%, при этом на фоне конкурентов Росбанк по данному показателю все равно выглядит очень неплохо, уступая лишь Райффайзенбанку. Кроме того, вопрос о докапитализации по крайней мере в течение пары лет перед банком не встанет. Ликвидность Росбанка нельзя назвать очень высокой – доля ликвидных активов составляет лишь 13,3%, однако она превышает объем привлеченного оптового фондирования.

Существенная поддержка от материнской группы в части фондирования

Структура фондирования Росбанка, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели Росбанка, млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011
Чистый процентный доход	26 622	24 591	25 184	44 007
Чистые комиссионные доходы	5 001	4 822	4 822	7 827
Доходы от операций с ценными бумагами	(2 465)	1 590	571	(681)
Доход от операций с металлами	(1 105)	(420)	(417)	(92)
Доходы от операций с валютой	2 233	483	552	(76)
Суммарные операционные доходы	29 927	30 070	31 681	50 964
Операционные расходы	(19 064)	(19 710)	(19 939)	(34 625)
Резервы	(8 290)	(26 866)	(11 540)	(5 400)
Чистая прибыль	628	(14 369)	624	8 520
Денежные средства и эквив.	95 672	100 926	35 597	56 841
Средства в банках	44 735	69 441	64 335	42 300
Ценные бумаги	16 918	14 994	47 027	61 924
Кредиты и авансы клиентам	328 890	253 305	273 261	542 782
Основные средства	12 528	11 921	19 504	24 675
Прочие активы	7 811	11 026	14 899	16 989
Активы	506 553	461 513	454 623	745 511
Средства ЦБ	76 026	-	-	-
Средства банков	36 184	36 708	27 478	160 718
Средства физлиц	113 149	119 588	123 398	137 390
Средства корпоративных клиентов	198 076	216 628	165 117	222 014
Долговые ценные бумаги	14 876	18 160	26 836	62 317
Прочие обязательства	9 560	21 588	6 623	30 643
Субординированный долг	15 164	15 471	20 612	27 788
Собственный капитал	43 517	33 370	84 559	104 641
Коэффициенты, %				
Чистая процентная маржа	7,4	6,2	5,6	7,7
ROAA	0,1	(2,5)	0,1	1,4
ROAE	1,5	(37,4)	1,1	9,0
Норма резервирования	6,5	14,9	15,8	10,5
Достаточность капитала I уровня	14,2	7,9	21,3	14,3
Достаточность капитала	9,2	13,7	28,6	18,8
Кредиты/депозиты	105,7	75,3	94,7	151,0
Расходы/доходы	63,7	65,5	62,9	67,9

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

СТРАТЕГИЧЕСКИЙ АКТИВ ДЛЯ ГОСУДАРСТВА

Финансовый профиль Россельхозбанка отражает возложенные на него государством задачи по поддержке российского сельского хозяйства. Это выражается в крайне низкой рентабельности и невысоком качестве активов и операционной эффективности, сопряженной еще и с высокой зависимостью от оптового фондирования. В то же время государство компенсирует эти недостатки регулярными взносами в капитал банка. В последнее время спред еврооблигаций РСХБ к выпускам Сбербанка и ВЭБа расширился с 0 до 40 б.п., что в целом справедливо. Поэтому при более слабых финансовых метриках РСХБ его бонды сложно рекомендовать на фоне выпусков более сильного в этом плане Сбербанка. По нашему мнению, евробонды РСХБ целесообразно приобретать инвесторам, которые имеют ограничение по доле государства в капитале эмитента не ниже 100%, как альтернативу суверенному риску. Локальные облигации банка торгуются на одном уровне с выпусками других госбанков и спекулятивного интереса не представляют, однако их также можно рассматривать как альтернативу ОФЗ, учитывая, что премия к последним достигла уже порядка 180 б.п.

Общая информация. Россельхозбанк (РСХБ) занимает четвертое место среди российских банков с активами 1,6 трлн руб. Банк был образован в 2000 г. специально для поддержки российского агропромышленного комплекса. Главная задача РСХБ – предоставление банковских услуг сельхозпредприятиям с целью стимулирования производства в области сельского хозяйства и в смежных отраслях. Банк является агентом правительства по выполнению федеральных целевых программ в аграрном комплексе («Государственная программа развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2008 – 2012 годы», «Государственные интервенции»). При кредитовании в рамках данной программы заемщик может рассчитывать на субсидирование государством процентных платежей в размере две трети ставки рефинансирования ЦБ. В то же время РСХБ является универсальным банком и поддерживает широкую линейку банковских продуктов. В последние годы в борьбе за маржу банк начал более активно развивать розничное направление (как в части кредитования физических лиц, так и в части привлечения депозитов розничных клиентов) и смог довести долю кредитов физлицам в кредитном портфеле до 12%. Розничная сеть РСХБ представлена 78 филиалами и более чем 1 600 отделениями во всех регионах России. Также представительства банка работают в Белоруссии, Казахстане, Таджикистане и Азербайджане.

Акционеры. Единственным акционером РСХБ является правительство РФ в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом. Последние несколько лет обсуждается возможность приватизации части госпакета акций. В частности,

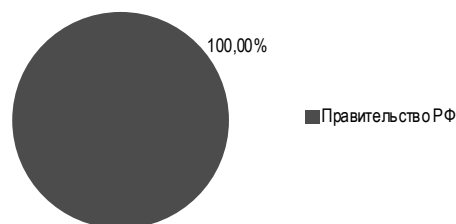
Обращающиеся выпуски

RSHB (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
RSHB 13	30 000 R	7,50	25 мар 13	5,96
RSHB '13	700 \$	7,18	16 май 13	1,70
RSHB '14 01	750 \$	7,13	14 янв 14	2,18
RSHB 14 06	1 000 \$	9,00	11 июн 14	2,22
RSHB '16 03	20 000 R	8,70	17 мар 16	7,10
RSHB '21	800 \$	6,00	3 июн 16	4,93
RSHB '17 8.625%	20 000 R	8,63	17 фев 17	7,46
RSHB '17 6.299%	1 250 \$	6,30	15 май 17	3,66
RSHB '17 5.298%	800 \$	5,30	27 дек 17	3,82
RSHB '18	1 000 \$	7,75	29 май 18	3,91
PCXB-08	5 000 R	10,10	26 ноя 12	6,71
PCXB-09	5 000 R	10,10	26 ноя 12	6,95
PCXB-10	5 000 R	9,00	8 фев 13	7,35
PCXB-11	5 000 R	9,00	11 фев 13	7,30
PCXB-07	5 000 R	6,85	12 июн 13	7,83
PCXB БО-2	5 000 R	8,20	8 авг 13	7,93
PCXB БО-3	5 000 R	8,20	12 авг 13	7,77
PCXB БО-5	10 000 R	8,30	28 авг 13	8,01
PCXB БО-1	5 000 R	8,30	28 авг 13	7,99
PCXB БО-6	10 000 R	8,20	29 окт 13	7,94
PCXB-15	10 000 R	8,75	7 ноя 13	8,03
PCXB-05	10 000 R	8,75	4 дек 13	8,10
PCXB-03	10 000 R	9,25	17 фев 14	8,20
PCXB-06	5 000 R	7,80	19 авг 14	8,61
PCXB-16	10 000 R	8,55	15 апр 15	8,71
PCXB-14	10 000 R	7,70	8 июл 15	8,56
PCXB-12	5 000 R	7,70	13 июл 15	8,73
PCXB-13	5 000 R	7,70	14 июл 15	8,73
PCXB-04	10 000 R	7,50	27 сен 17	

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров Россельхозбанка



Источники: данные банка

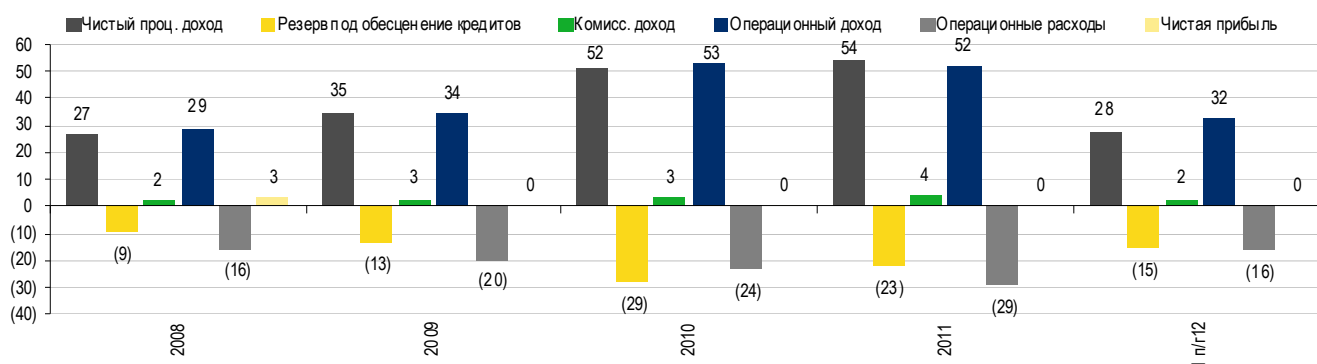
рассматривается перспектива продажи 25% до 2015 г., однако более конкретных планов на данный момент нет. Поскольку российское сельское хозяйство по-прежнему находится в тяжелом положении и нуждается в постоянной поддержке, мы полагаем, что в ближайшие годы продажа едва ли состоится.

Рейтинги. Рейтинги РСХБ «Baa1» и «BBB» от соответственно Moody's и Fitch находятся на одном уровне с суверенными. Прогноз по обоим рейтингам – «Стабильный». Оба рейтинга отражают высокую степень поддержки банка государством.

Банк работает при нулевой рентабельности. Несмотря на сопоставимую с другими крупными банками долю ценных бумаг на балансе, совокупные операционные доходы РСХБ в гораздо большей, чем у этих банков, степени зависят от волатильных торговых доходов. Последние четыре года трейдинговые операции были убыточными для РСХБ. Более того, в 2009 и 2011 г. потери по ним превышали 5 млрд руб. и превосходили по размеру комиссионные доходы. Ситуация несколько выправилась в 1 п/г 2012 г., когда банк получил торговый доход в размере 3 млрд руб., однако говорить о развороте негативного тренда пока преждевременно. В то же время процентные доходы банка являются в определенной степени гарантированными за счет его участия в госпрограмме по субсидированию процентных платежей – доля таких кредитов в портфеле РСХБ составляет 51,3%. В случае неплатежей две трети этих кредитов в любом случае будет возвращено государством. Таким образом, процентные доходы являются для РСХБ ключевыми и формируют практически весь его операционный доход. В то же время недавно банк начал развивать розничный бизнес, что уже принесло плоды в виде увеличения в 2011 г. комиссионных доходов на 48,9% против лишь 3,9-процентного роста процентных доходов. Правда, пока это не оказало положительного воздействия на величину ЧПМ, которая держится в среднем на уровне других универсальных банков, – в диапазоне 4,5–5,5%. Операционная эффективность банка исторически находится на невысоком уровне при отношении Расходы/Доходы в пределах 55–60%, что, как и существенные отчисления в резервы, оказывает сильное давление на чистую прибыль. В последние три года чистая прибыль РСХБ была близкой к нулю, так что фактически банк работает при нулевой рентабельности активов и капитала. Поскольку проблемы с качеством кредитного портфеля у РСХБ далеки от разрешения, мы ожидаем, что в следующие несколько лет результаты банка будут едва ли заметно лучше.

Банк работает с нулевой рентабельностью

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.



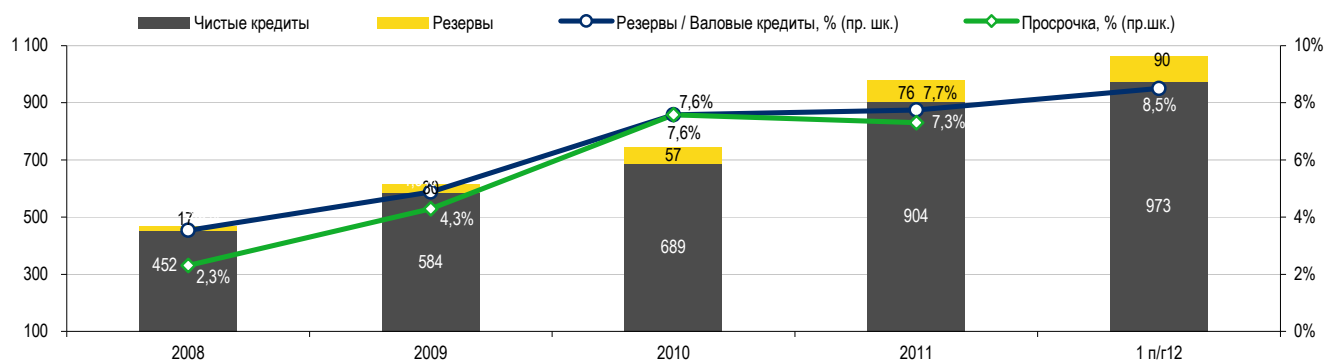
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Проблемы с качеством портфеля пока сохраняются. Структура активов банка в последние годы остается практически неизменной: ее основной составляющей частью является кредитный портфель с долей порядка 70–75%, на ценные бумаги и деривативные инструменты приходится порядка 8–12%, а еще 10–16% обеспечивают денежные средства и средства в других банках. Динамика активов РСХБ после кризиса была несколько лучше, чем в среднем по сектору, при этом основным источником роста выступали кредиты, которые в среднем росли быстрее активов банка. Опережающий рост кредитов объясняется высокой потребностью сельхозпроизводителей в заемных средствах, а поскольку РСХБ является основным проводником мер господдержки аграрного сектора, проблем с наращиванием портфеля у банка, на наш взгляд, возникнуть не должно. Существует, однако, обратная сторона этой ситуации – отсутствие диверсификации по секторам экономики, которое ставит финансовые результаты РСХБ в высокую зависимость от состояния лишь одной отрасли. Качество портфеля банка ухудшается (доля просрочки выросла с 2,3% в 2008 г. до 7,3% в 2011 г.), что идет в разрез общеотраслевой динамикой. Рост просрочки в 2010–2011 гг. был обусловлен сильной засухой летом 2010 г., в результате которой многие заемщики потеряли способность обслуживать взятые кредиты. Судя по тому, что стоимость риска у банка в 2011 – 1 п/г 2012 г. оставалась повышенной на уровне 2,6–3,0% (это, тем не менее, ниже 4,2% в 2010 г.), а доля реструктурированных кредитов выросла с 3,9% до 12,3% за 2011 г., последствия засухи будут оказывать негативное влияние на финансы РСХБ и в 2012 г. Более того, погодные условия этим летом на большей части территории России также были весьма неблагоприятны для сельхозпроизводителей, что может усугубить положение с платежами по выданным кредитам. Таким образом, мы считаем, что в ближайшие годы РСХБ не удастся существенно улучшить качес-

во своего кредитного портфеля, а отчисления в резервы будут выше, чем в среднем по сектору. Что касается нормы резервирования, то 106-процентное покрытие просрочки резервами совсем не кажется нам избыточным при столь высокой доле реструктурированных кредитов.

Проблемы с качеством портфеля пока остаются

Кредитный портфель Россельхозбанка, млрд руб.

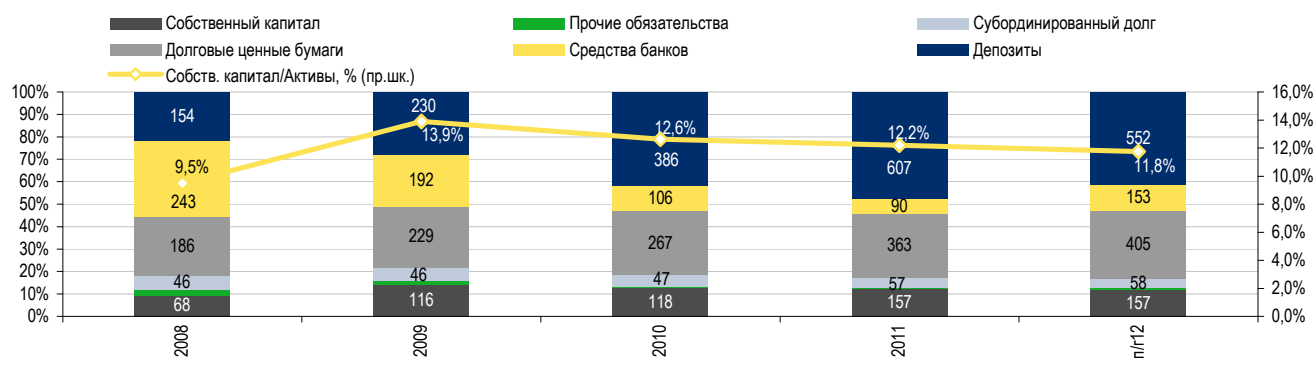


Источники: данные, оценка УРАЛСИБа

Высокая зависимость от оптового фондирования, государство поддерживает банк регулярными взносами в капитал. Структуру фондирования РСХБ, на наш взгляд, нельзя назвать комфортной, хотя в последние годы она постоянно улучшается. Если в 2008 г. самым значительным источником фондирования для РСХБ были средства других банков (чуть меньше половины из них приходилось на кредит ЦБ на сумму 100 млрд руб., который был возвращен в течение 2009–2010 гг.) с долей 39,1% в пассивах, то за четыре года их доля постепенно снизилась до 7,0% в 2011 г. Параллельно банк нарастил долю депозитов клиентов – с 21,7% до 47,3%, а в абсолютном выражении клиентские депозиты увеличились в 3,9 раза до 607 млрд руб. Доля оптовых источников фондирования на протяжении последних лет остается примерно постоянной на уровне 26–30%, что подтверждает высокую зависимость РСХБ от рынков капитала. Позиции ликвидности банка умеренные: в оставшиеся месяцы 2012 г. и в 2013 г. РСХБ предстоит исполнить обязательства по облигациям в объеме 120 млрд руб. (около трети всех бумаг в обращении) при запасе ликвидных активов в размере 135 млрд руб. Собственный капитал в последние годы держится в районе 12–13% от активов, и, поскольку РСХБ практически не получает чистую прибыль, пополнение капитала на регулярной основе осуществляет государство. Так, в 2008–2009 гг. были проведены вливания в капитал в размере 76,5 млрд руб., а в декабре 2011 г. банк получил от государства еще 40 млрд руб. Показатель совокупной достаточности капитала РСХБ составлял 17,7% на конец 2011 г., чего банку должно хватить для обеспечения роста активов в ближайшие год-два.

Довольно высокая зависимость от оптового фондирования

Структура фондирования Россельхозбанка, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели Россельхозбанка, млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 n/r12
Чистый процентный доход	26 562	35 077	51 624	53 615	27 834
Чистые комиссионные доходы	2 020	2 755	2 822	4 203	2 461
Доходы от операций с ценными бумагами	(901)	444	364	(501)	1 104
Доходы от операций с деривативами	32 066	(3 642)	(798)	3 154	5 057
Доходы от операций с инвалютой	259	472	289	82	4 277
Доходы от переоценки инвалютой	(32 106)	(2 515)	(1 737)	(8 136)	(7 397)
Суммарные операционные доходы	29 089	34 260	52 824	52 067	32 248
Операционные расходы	(16 259)	(19 999)	(23 584)	(29 165)	(16 343)
Резервы	(9 495)	(13 421)	(28 507)	(22 552)	(15 458)
Чистая прибыль	3 335	251	369	58	135
Денежные средства и эквив.	83 177	94 958	81 010	133 959	96 940
Средства в банках	96 880	37 792	34 477	39 569	38 097
Ценные бумаги	37 107	41 091	59 098	121 508	136 221
Деривативы	30 777	28 289	20 621	23 296	28 154
Кредиты и авансы клиентам	452 301	584 407	688 556	903 697	972 612
Основные средства	8 932	27 446	25 985	25 093	23 533
Прочие активы	3 940	16 681	21 053	37 304	38 533
Активы	713 114	830 664	930 800	1 284 426	1 334 090
Средства банков	243 102	192 010	105 578	90 417	152 582
Деривативы	4 253	167	541	739	380
Средства клиентов	154 495	230 303	386 279	607 295	551 915
Долговые ценные бумаги	185 759	229 051	267 433	362 628	404 770
Прочие обязательства	12 207	17 227	6 826	9 380	9 650
Субординированные займы	45 540	46 370	46 545	57 192	57 897
Собственный капитал	67 758	115 536	117 598	156 775	156 896
Кэффициенты, %					
Чистая процентная маржа	6,1	4,7	6,7	5,3	4,6
ROAA	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
ROAE	3,5	0,9	0,3	0,0	0,2
Просроченная задолженность	2,3	4,3	7,6	7,3	н.д.
Норма резервирования	3,5	4,9	7,6	7,7	8,5
Капитал/Активы	9,5	13,9	12,6	12,2	11,8
Кредиты/Депозиты	292,8	253,8	178,3	148,8	1,8
Расходы/Доходы	55,9	58,4	44,6	56,0	50,7

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

ДЕНЕЖНАЯ МАШИНА СНОВА НАБИРАЕТ ОБОРОТЫ

Кредитный профиль Банка Русский Стандарт (БРС) представляется нам достаточно устойчивым. Существенно отстав от лидеров рынка потребительского кредитования во время кризиса, банк добился превосходных результатов за последние годы и значительно улучшил свои кредитные метрики, хотя при этом еще не достиг докризисного объема кредитного портфеля и чистой прибыли. Банк демонстрирует уверенные темпы роста кредитования, сопоставимые рыночными, и хорошее управление рисками, что отражается в высоком качестве активов. Снижения зависимости от оптового фондирования за счет активного наращивания депозитной базы позволило уменьшить стоимость заимствований и сохранить высокие показатели прибыльности. Дополнительным плюсом БРС является подушка ликвидности, достаточная для покрытия имеющихся краткосрочных обязательств. К слабым сторонам кредитного профиля стоит отнести плотный график погашений на ближайшие два года (с учетом ofert по облигациям), необходимость увеличения отчислений в резервы и пополнения капитала при агрессивном наращивании необеспеченного кредитования, а также крупные инвестиции основного акционера в небанковский бизнес. В отношении локальных облигаций банка интересных идей нет – мы рекомендуем ждать новых предложений со стороны эмитента. На внешнем рынке привлекательными для покупки выглядят старший евробонд RUSB'17 (YTP 7,46%@ июль 2015) с пут-опционом в июле 2015 г., а также новый субординированный выпуск RUSB'18 (YTM 10,36%), который является одним из лучших по соотношению цены и качества среди облигаций банков, сопоставимых с БРС по масштабам и кредитным рейтингам.

Общая информация. Банк Русский Стандарт является вторым в России по величине частным розничным банком после ХКФ. По итогам 1 п/г 2012 г. он занимает 26-е место в рейтинге российских кредитных организаций по объему активов (223 млрд руб.) и 23-е место по размеру капитала (26 млрд руб.). Бизнес-модель БРС в целом соответствует моделям других российских банков (ХКФ Банка и Ренессанс Кредита), специализирующихся на потребкредитовании. В числе основных направлений деятельности Русского Стандарта – эмиссия кредитных карт (53% валового портфеля на конец 1 п/г 2012 г.), выдача краткосрочных необеспеченных кредитов в точках продаж (15%) и кредитов наличными (24%). Первым начав развивать сегмент кредитных карт после кризиса, банк остается одним из лидеров этого рынка с долей 16% (на конец 2011 г., согласно данным БРС), несмотря на конкуренцию со стороны государственного Сбербанка (-/Baa1/BBB), который контролирует 15% рынка. Стоит отметить разветвленную региональную сеть БРС, включающую в себя 181 отделений и 48 тыс. точек продаж и покрывающую более 90% регионов РФ. Стратегия развития банка направлена на удержание лидирующих позиций в ключевых бизнес-сегментах, а также на развитие новых направлений бизнеса при сохранении высокого качества выдаваемых кредитов.

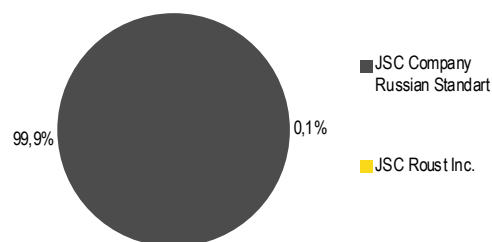
Обращающиеся выпуски

RUSB (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц/Пог.	Доходн., %
RusStandB '17 9.25%	350 \$	9,25	11 июл 15	7,46
RusStandB '15	200 \$	7,73	16 дек 15	8,48
RusStandB '16	200 \$	7,75	1 дек 16	8,75
RusStandB '18	200 \$	10,75	10 апр 18	10,36
РусСтанд БО-1	5 000 R	11,00	16 ноя 12	7,84
РусСтанд БО-2	5 000 R	9,00	2 апр 13	8,72
РусСтанд БО-6	5 000 R	9,40	11 ноя 13	9,11

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров Банка Русский Стандарт



Источники: данные банка

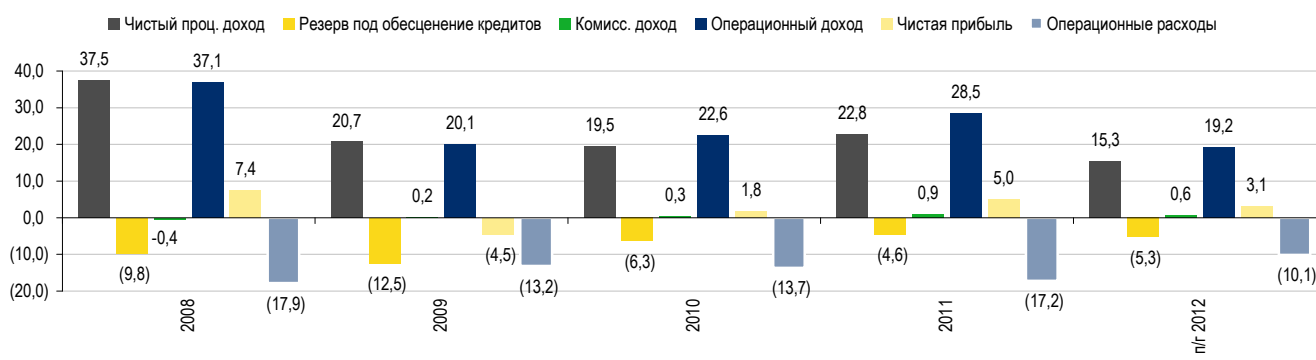
Акционерная структура. Банк Русский Стандарт на 100% контролируется российским предпринимателем Рустамом Тарико (67-е место в списке богатейших людей России по итогам 2011 г. согласно версии Forbes) и является основным активом одноименного холдинга, который, помимо прочего, включает страховой бизнес и бизнес по производству и сбыту алкогольной продукции. В настоящее время банковское направление ключевое для холдинга, но начинал свой бизнес Рустам Тарико с продажи и дистрибуции алкогольной продукции. Это направление и сейчас представляет для него интерес. В частности, в начале 2012 г. он приобрел 16,4% акций одного из крупнейших производителей алкоголя в Восточной Европе, польской компании CEDC. Сумма сделки составила 30 млн долл., кроме того, банк «Русский Стандарт» купил долговые обязательства CEDC на 70 млн долл. В результате подписания дополнительных соглашений и согласования с регулятором (в июле 2012 г.) российских бизнесмен получил возможность увеличить свою долю в компании до 42,9%, предварительно подтвердив намерение выкупить необеспеченные бумаги CEDC на 210 млн долл.

Рейтинги. Кредитные рейтинги Банка Русский Стандарт: B+/Стабильный (прогноз пересматривался в ноябре 2010 г.), Ba3/Стабильный (ноябрь 2010 г.) и B+/Стабильный (май 2012 г.) – от S&P, Moody's и Fitch соответственно. По нашему мнению, после кризиса индивидуальный кредитный профиль банка существенно изменился в лучшую сторону и отрыв БРС от лидера рынка экспресс-кредитования ХКФ Банка сократился (рейтинги ХКФ от Moody's и Fitch находятся на уровне «Ba3»/Стабильный и «BB-»/RW Позитивный). Соответственно, мы считаем, что БРС заслуживает повышения кредитного рейтинга, во всяком случае по версии S&P и Fitch, на одну ступень. Представители рейтинговых агентств, однако, более консервативны в своих оценках. Например, Fitch в мае текущего года изменило прогноз по рейтингу банка с «Позитивного» на «Стабильного», учитывая планы основного акционера по приобретению CEDC и, как следствие, риск увеличения дивидендных выплат и снижения капитализации на фоне активного роста кредитования. И все же мы настроены оптимистичнее. Несмотря на то что банк отчасти является источником доходов для материнской компании, действия акционера никогда не были в ущерб финансовой устойчивости банка. Более того, в сложные времена Рустам Тарико оказывал поддержку БРС, осуществляя дополнительные денежные вливания в капитал. Так или иначе, повышение рейтингов банка, насколько мы понимаем, возможно не ранее 2013 г., после разрешения всех вопросов по рефинансированию долга нового актива (компании CEDC) и при условии сохранения нынешней динамики показателей БРС.

Стабильная структура доходов. Чистый процентный доход всегда был основным для банка. В течение последних трех лет суммарная доля процентных доходов в совокупном операционном доходе БРС не опускалась ниже 80% (15,3 млрд руб., или 80% по итогам 1 п/г 2012 г.). Важно отметить растущий вклад страхового бизнеса (3 млрд руб., или 17% по итогам 1 п/г 2012 г.), что характерно для розничных банков. Несмотря на постепенное увеличение вложений в ценные бумаги, доля доходов от торговых и прочих операций у Русского Стандарта, как правило, невелика (1–3%), однако эти доходы достаточно волатильны. Например, в 2008 и 2009 гг. по соответствующим статьям банк зафиксировал убыток в размере 1,8 млрд руб. и 3,5 млрд руб. Сравнительный анализ показывает, что по динамике операционного дохода до резервных отчислений Русский Стандарт в период с 2009 по 2011 г. превзошел ХКФБ и Ренессанс Кредит, однако в абсолютном выражении так и не приблизился к докризисным показателям. Чистая процентная маржа БРС после кризиса находилась на среднем для розничного банка уровне 17–19%. При этом банк демонстрировал положительную динамику ЧПМ благодаря снижению стоимости фондирования. Активное расширение сети и продвижение на рынке новых продуктов требовало существенных расходов, в результате отношение Расходы/Доходы у БРС в 2008–2011 гг. держалось не ниже 60%, что, впрочем, не мешало банку сохранять хорошую рентабельность (ROAA 3,0% и ROEA 22,4% по итогам 1 п/г 2012 г.).

Основа – чистый процентный доход

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.



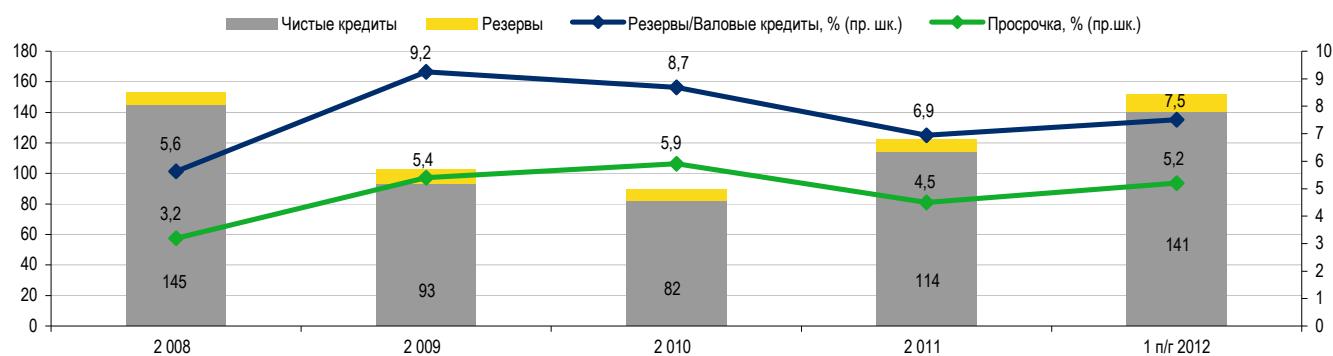
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Устойчивое восстановление кредитования после кризиса и периода наращивания портфеля ценных бумаг.

Структура активов БРС достаточно консервативна – на долю нетто-активов традиционно приходится не менее 60% активов по МСФО. После кризиса банк начал наращивать вложения в ценные бумаги, увеличив их долю в валюте баланса с 11% на конец 2009 г. до 21% на конец июня текущего года. Это отличает Русский стандарт от ХКФ и Ренессанс Кредита, сохраняющих более консервативный подход к инвестированию. Большая часть портфеля БРС формируется за счет облигаций, из которых лишь часть (15%) приходится на заемщиков с рейтингом не ниже «BBB-», а доля вложения в бумаги CEDC (CCC+/Caa2/NR) с начала текущего года увеличилась вдвое до 4,8 млрд руб., или 10% всех инвестиций. Восстановление объемов кредитования в 2009–2011 гг. шло у банка медленнее, чем у его основных конкурентов, – частично из-за того, что после кризиса БРС серьезно ужесточил требования к заемщикам. По итогам 1 п/г 2012 г. темпы роста бизнеса банка были выше среднеотраслевых (+25% против 18%), но валовый кредитный портфель, достигнув 152 млрд руб. на конец июня, так и не превысил докризисного значения (174 млрд руб. по итогам 2007 г.). В планах – обеспечить за текущий год рост валового портфеля на 40–50%. При этом по качеству активов БРС по-прежнему один из лучших среди отечественных банков потребительского кредитования (4,5% в 2011 г. против пиковых 5,9% в 2010 г.), а создаваемые им резервы с запасом покрывают просрочку. Так, в течение последних трех лет коэффициент покрытия у БРС в среднем был не ниже 160%, а на конец июня составил 144%.

Объем кредитования не достиг докризисного уровня, качество активов высокое

Кредитный портфель, млрд руб., просрочка и норма резервирования



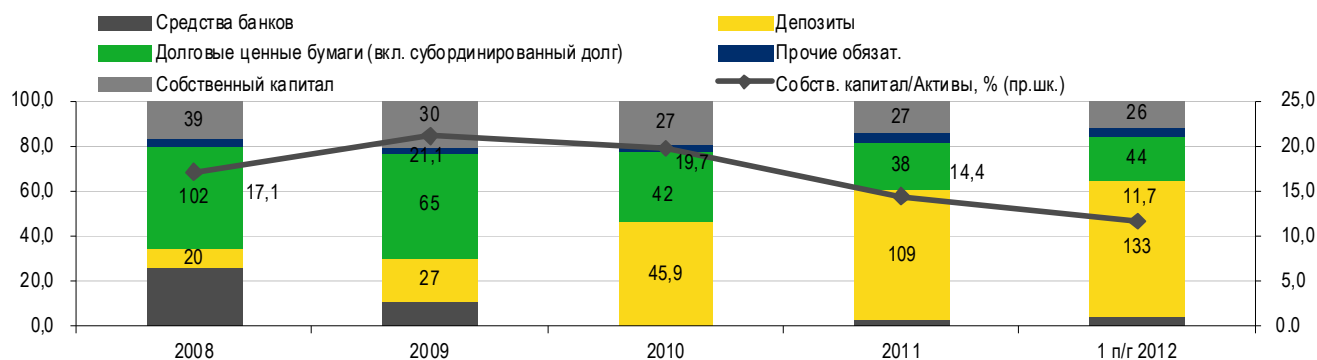
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

В поисках новых источников фондирования. Как и у большинства российских розничных банков, структура пассивов Русского Стандарта до кризиса была достаточно рискованной. Исторически основу фондирования БРС составляли долговые ценные бумаги (55% в 2008 г. с учетом субординированного долга), а в условиях осложнившегося доступа к рынкам капитала значительную роль стали также играть средства ЦБ (31% в 2008 г. в виде беззалоговых кредитов и кредитов РЕПО). Понимая слабость существовавшей модели фондирования, банк после кризиса сосредоточился на расширении депозитной базы и привлечении средств физлиц. В период с 2009 по 2011 г. он достиг значительного прогресса в этом направлении – объем средств клиентов увеличился более чем в три раза, а их доля в совокупных обязательствах возросла с 11% на конец 2008 г. до 68% на конец 1 п/г 2012 г. Дальнейшая стратегия банка, насколько мы можем судить, предполагает поддержание доли клиентских средств в обязательствах на уровне 50–60%, что кажется нам вполне комфортным диапазоном и говорит о намерении банка вернуться к публичным заимствованиям как к одному из источников фондирования. Ликвидная позиция БРС традиционно комфортная. На конец 1 п/г нынешнего года денежные средства и портфель ценных бумаг банка (без учета бумаг CEDC) составляли 26% активов и полностью покрывали публичные обязательства БРС до конца текущего года на сумму 5 млрд руб. (оферта в ноябре по выпуску БО-1). Не должны стать проблемой для банка и погашения общим объемом 14,5 млрд руб., запланированные на 2013 г. (оферты по выпускам БО-2 и БО-6 на сумму 10 млрд руб. и погашение ЕСР на 150 млн долл.). Даже если доступ к рыночным ресурсам фондирования будет ограниченным, мы не сомневаемся в своевременном выполнении банком всех обязательств – дополнительным источником управления ликвидностью могут послужить генерируемые денежные средства по кредитному портфелю и депозитам, что было наглядно продемонстрировано в период кризиса. В последние годы банк поддерживал капитал, прежде всего, за счет получаемой прибыли, что позволяло ему сохранять высокие показатели достаточности капитала (21% по совокупному капиталу и 14% по капиталу 1-го уровня на конец 2011 г.), даже несмотря на регулярные выплаты дивидендов акционерам (в 2010 г. – 1,5 млрд руб. в виде дивидендов и дополнительно 6,5 млрд руб. через выкуп 14,5% акций банка у Рустама Тарико; в 2011 г. – 4 млрд руб.). Текущие базельские коэффициенты БРС мы также считаем комфортными (TCAR 17,4% и Tier-1 11,6% на 30 июня 2012 г.), однако отмечаем, что при сохранении нынешних темпов роста капиталу банка может потребоваться дополнительная поддержка.

Денежная машина снова набирает обороты

Снижение зависимости от оптового фондирования, падение достаточности капитала

Структура фондирования, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели Банка Русский Стандарт, млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 п/г 2012
Чистый процентный доход	37 454	20 690	19 509	22 817	15 296
Чистые комиссионные доходы	(443)	244	334	858	634
Суммарные операционные доходы	37 103	20 110	22 572	28 501	19 213
Операционные расходы	(17 858)	(13 195)	(13 696)	(17 206)	(10 113)
Резервы	(9 760)	(12 485)	(6 345)	(4 603)	(5 261)
Чистая прибыль	7 418	(4 527)	1 845	5 011	3 071
Денежные средства и эквиваленты	48 614	12 555	11 392	18 266	15 325
Средства в банках	1 081	528	513	1 605	998
Ценные бумаги	4 689	16 035	29 225	37 055	46 408
Кредиты и авансы клиентам, нетто	144 671	92 985	81 930	113 753	140 790
Основные средства	5 237	4 466	5 926	6 768	6 967
Прочие активы	20 523	13 536	8 069	10 674	12 289
Активы	224 815	140 105	137 055	188 121	222 777
Средства банков	57 508	15 673	459	5 311	10 015
Средства физических лиц	17 540	26 353	62 230	101 446	128 709
Средства корпоративных клиентов	2 387	482	660	8 033	5 127
Долговые ценные бумаги	90 849	42 724	21 039	15 748	20 558
Субординированный кредит	11 763	22 245	21 870	22 562	22 998
Собственный капитал	38 515	29 542	26 990	27 096	26 042
Коэффициенты, %					
Чистая процентная маржа	34,4	16,3	18,6	18,9	18,7
ROAA	3,7	(2,5)	1,3	3,1	3,0
ROAE	20,2	(14,2)	6,3	18,3	22,4
Просроченная задолженность	3,2	5,4	5,9	4,5	-
Норма резервирования	5,6	9,2	8,7	6,9	7,5
Капитал/активы	17,1	21,1	19,7	14,4	11,7
Доходность капитала I-го уровня	16,1	20,2	18,7	14,4	11,6
Совокупная доходность капитала	21,4	30,3	28,2	21,3	17,4
Кредиты/депозиты	726,0	346,5	130,3	103,9	105,2
Расходы/доходы	48,1	65,6	60,7	60,4	52,6

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

ФЛАГМАН РОССИЙСКОГО БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Финансовый профиль Сбербанка является, по нашему мнению, самым сильным среди российских банков. Как следствие, мы рекомендуем еврооблигации банка в качестве альтернативы суверенным бондам, спред к которым достигает 130–150 б.п. Кроме того, в последние месяцы спред евробондов Сбербанка (265–295 б.п. к среднерыночным свопам) к выпускам ВЭБа (255–280 б.п. к среднерыночным свопам) на длинном участке кривой расширился с нулевого значения до 15–20 б.п. С нашей точки зрения, финансовый профиль Сбербанка выглядит сильнее, и мы рекомендуем воспользоваться расширением спреда для приобретения более качественного актива с более высокой доходностью.

Общая информация. Сбербанк – бесспорный лидер среди российских банков с активами 12,4 трлн руб. Банк является старейшим российским банком и ведет свою историю с 1841 г. Он обладает самой развитой розничной сетью в России, насчитывающей 17 территориальных банков и свыше 19 тыс. отделений. Кроме того, у Сбербанка имеются дочерние банки на Украине, в Казахстане и Белоруссии, а также филиалы и представительства в Германии, Индии, Китае и девяти странах Центральной и Восточной Европы (благодаря покупке австрийского Volksbank International). В конце сентября Сбербанк вышел на рынок Турции, закрыв сделку по покупке местного DenizBank. На мировом уровне Сбербанк занимает приблизительно 50-е место по величине собственного капитала. При этом по капитализации (63,8 млрд долл. на начало октября 2012 г.) он лидирует среди банков ЕМЕА, однако уступает ведущим банкам Китая и Бразилии. Сбербанк – универсальный банк с преобладанием корпоративного бизнеса (75% кредитного портфеля), тем не менее по отдельным розничным продуктам (в частности, по объему портфеля кредитных карт) Сбербанк с долей рынка порядка 15% делит первое место с одним из лидеров этого сегмента, Банком Русский Стандарт. Приобретение Тройки Диалог в начале 2012 г. позволило Сбербанку существенно укрепить позиции в инвестиционном бизнесе. На долю Сбербанка приходится примерно 27% совокупных активов и 29% капитала российской банковской системы, его доля на рынке депозитов физических лиц составляет около 48%, юридических лиц – около 18%.

Акционеры. Государству (в лице Центрального банка) принадлежит 50% плюс одна акция, остальные находятся в свободном обращении. Последние крупные сделки с акциями Сбербанка были совершены в 2007 г., когда в рамках так называемого народного IPO была проведена допэмиссия акций и доля ЦБ в капитале банка снизилась с 60,57% до 57,58%, а также в сентябре 2012 г., когда на открытом рынке было реализовано 7,58% принадлежавших ЦБ акций. В перспективе нескольких лет возможно сокращение доли государства в капитале Сбербанка ниже контрольной, однако на текущий момент конкретных сроков и условий дальнейшей приватизации нет.

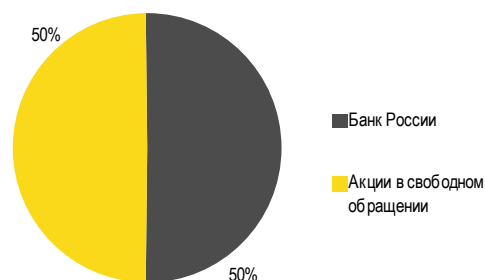
Обращающиеся выпуски

SBERRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Sberbank '13 05	500 \$	6,48	15 май 13	1,40
Sberbank '13 07	500 \$	6,47	2 июл 13	1,57
Sberbank '14	400 ?	3,50	12 ноя 14	1,83
Sberbank '15 USD	1 500 \$	5,50	7 июл 15	2,43
Sberbank '15 CHF	325 ?	3,10	14 сен 15	1,88
Sberbank '17 4.95%	1 000 \$	4,95	7 фев 17	3,26
Sberbank '17 5.4%	1 250 \$	5,40	24 мар 17	3,33
Sberbank '19	1 000 \$	5,18	28 июн 19	4,05
Sberbank '21	1 000 \$	5,72	16 июн 21	4,41
Sberbank '22	1 500 \$	6,13	7 фев 22	4,49

Источники: Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров Сбербанка



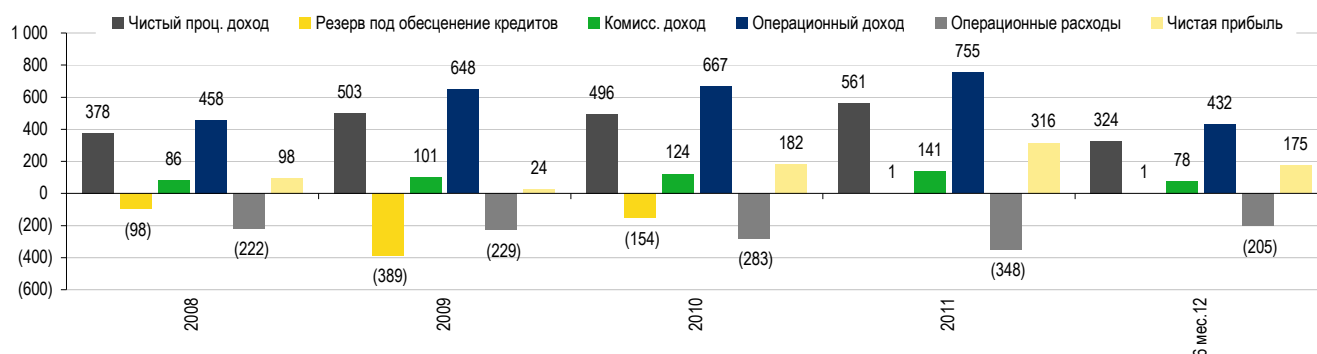
Источники: данные банка

Рейтинги. Сбербанк имеет рейтинги на уровне «Baa1» и «BBB» соответственно от Moody's и Fitch, прогноз по обоим рейтингам «Стабильный». Рейтинги отражают сильный финансовый профиль банка, а также высокую вероятность поддержки со стороны государства.

Несмотря на внушительный портфель ценных бумаг, зависимость от торговых доходов незначительная. Сбербанк обладает благоприятной и весьма устойчивой структурой доходов: исторически суммарная доля процентных и комиссионных доходов в совокупном операционном доходе банка превышала 90%. При этом, несмотря на довольно значительную долю ценных бумаг на балансе, Сбербанк за последние годы лишь однажды получил убыток от торговых операций (12,1 млрд руб. в 2008 г.). Отрицательная динамика чистых процентных доходов по итогам года также зафиксирована только один раз – в 2010 г., в котором показатель снизился на 1,4% по причине уменьшения чистой процентной маржи (на 1,4 п.п. до 6,8%), что, в свою очередь, было обусловлено удорожанием фондирования в 2009 г. Впрочем, снижение чистых процентных доходов было с лихвой компенсировано увеличением комиссионных доходов, которые последние годы растут в среднем на 17,8% в год и по объему уже достигли четверти процентных доходов, что мы связываем с расширением перечня предоставляемых розничных услуг. Снижение ЧПМ банка, наблюдающееся с 2009 г., в целом соответствует отраслевой тенденции. С начала 2011 г. в российской банковской системе отмечается динамичный рост кредитования, который привел к обострению конкуренции между банками за клиентов и, как следствие, негативно повлиял на маржу. Так, в 2011 г. ЧПМ Сбербанка снизилась еще на 0,6 п.п. до 6,2%, и в 2012 г., по прогнозу банка, показатель останется приблизительно на том же уровне. За исключением 2009 г., в котором стоимость риска составила 7,3%, расходы на резервирование не мешали Сбербанку обновлять рекорды по чистой прибыли и показывать довольно высокую для универсального банка доходность средних активов и среднего капитала на уровне 2–3% и 21–28% соответственно. Вместе с тем мы отмечаем усиливающееся давление на чистый результат со стороны опережающего по сравнению с доходами роста операционных расходов в связи с продолжающимися «инвестициями в качество персонала», а также недавними приобретениями активов. Учитывая недавно закрытую сделку по покупке DenizBank, мы не ожидаем существенного улучшения операционной эффективности в 2012–2013 гг. (в 2011 г. отношение Расходы/Доходы составило 46,1%). Тем не менее мы полагаем, что продолжающийся рост ключевых доходов банка позволит ему незначительно превзойти прошлогодний рекорд по чистой прибыли.

Несмотря на большую позицию по ценным бумагам, зависимость от торговых доходов минимальна

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.



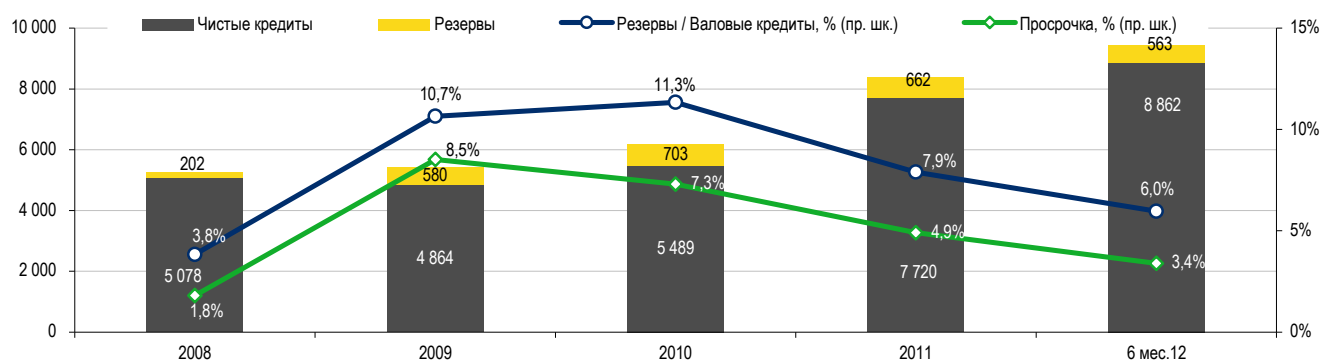
Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Темпы роста кредитного портфеля остаются высокими, невзирая на масштабы. Даже в непростом для российской банковской системы 2009 г. Сбербанку удалось нарастить активы на 5,5%, а в последующие годы их рост составлял в среднем 23,5% в год. На протяжении этого времени структура активов оставалась относительно стабильной: порядка 70% приходилось на кредитный портфель, доля ценных бумаг составляла 14–15%, а еще 8–10% было представлено денежными средствами и средствами в других банках. Лишь в 2010 г. на фоне умеренных темпов роста кредитования по банковской системе в целом Сбербанк разместил свободную ликвидность в ценные бумаги, в результате чего их доля в активах возросла до 21,1%, однако впоследствии портфель бумаг сократился как в относительном, так и в абсолютном выражении. В среднем с 2008 г. активы и кредитный портфель Сбербанка показывали сопоставимые темпы роста, прибавляя по 17,5% в год, что является высоким результатом, учитывая масштабы банка. В 2012 г. Сбербанк прогнозирует увеличение кредитного портфеля на 20%, однако, судя по динамике показателя с начала года, а также в свете предстоящего закрытия сделки по покупке DenizBank (составляет порядка 7% от активов Сбербанка), мы ожидаем более интенсивного роста. Что касается качества портфеля, после пика просрочки в 2009 г. (8,5%), ее уровень постепенно снижался и на конец 1 п/г 2012 г. составил 3,4%. Однако некоторое беспокойство внушает динамика реструктурированных кредитов, объем которых превышает 1 трлн руб., а доля на конец 1 п/г 2012 г. в совокупном портфеле составляла 10,7%. В связи с этим даже покрытие неработающих кредитов резервами на 176% не выглядит избыточным. Таким образом, на

ропуск резервов в последующих периодах рассчитывать, по всей видимости, не приходится. Среди корпоративных клиентов Сбербанка представлены все секторы экономики, однако доминирующее положение занимают компании из таких волатильных секторов, как торговля, услуги и сельское хозяйство, на которые в совокупности приходится 39,7% валового кредитного портфеля. Концентрация по крупным клиентам также существенная – на 20 крупнейших заемщиков приходится 21,6% портфеля.

Несмотря на свои масштабы, банк сохраняет высокие темпы прироста портфеля

Кредитный портфель Сбербанка, млрд руб.

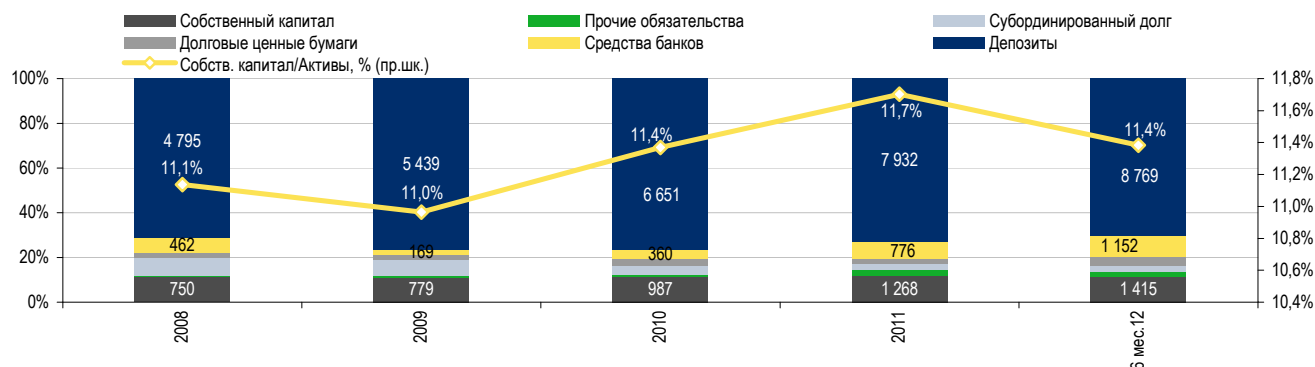


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основа фондирования – средства клиентов, зависимость от оптового фондирования минимальная. Депозиты клиентов исторически были основным источником фондирования Сбербанка, составляя порядка 71–77% пассивов. Второй по значимости ресурс – средства других банков (4–7% пассивов). Также в разгар кризиса 2008 г. Сбербанк привлек субординированный кредит ЦБ на 500 млрд руб., что на тот момент составляло 8% от его пассивов. Однако 200 млрд руб. из этих средств были возвращены банком досрочно в мае 2010 г. (срок погашения – 2019 г.) по причине довольно высокой ставки по кредиту (8% годовых) и скопившемуся избытку ликвидности на фоне низких темпов роста портфеля на тот момент. Теоретически у Сбербанка было достаточно средств для полного погашения займа, однако это оказало бы заметное давление на достаточность капитала и могло поставить под угрозу дальнейший устойчивый рост портфеля, который в 2010–2011 гг. увеличивался на 21–26% в год. В июле 2010 г. ставка по указанному займу была снижена до 6,5%, что с поправкой на солидный объем ссуды можно считать очень выгодным для Сбербанка уровнем. На текущий момент доля субординированного долга в пассивах банка составляет лишь 3%. Оптовое фондирование, несмотря на значительный рост его объема в абсолютном выражении за последний год, по-прежнему занимает очень скромное место в пассивах – в пределах 2–4%, таким образом, банк практически не зависит от рынков капитала, учитывая, что денежные средства (933 млрд руб.) и пригодные для рефинансирования в ЦБ ценные бумаги в несколько раз перекрывают объем публичных обязательств. Средний по отраслевым меркам уровень достаточности капитала (общая достаточность капитала – 14,5%, достаточность капитала первого уровня – 11,2%) при рентабельности капитала выше 26% позволит Сбербанку и далее без проблем наращивать активы. Однако если DenizBank станет не последней покупкой Сбербанка на горизонте нескольких лет, ему придется изыскивать дополнительные помимо чистой прибыли источники пополнения капитала.

Основа фондирования – средства клиентов

Структура фондирования Сбербанка, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели Сбербанка, млрд руб.

	2008	2009	2010	2011	6 мес.12
Чистый процентный доход	378	503	496	561	324
Чистые комиссионные доходы	86	101	124	141	78
Доходы от операций с ценными бумагами	(37,3)	36,5	24,0	6,8	3,6
Доходы от операций с иностранной валютой	9,8	0,9	(1)	8,1	(4,6)
Доход от переоценки иностранной валюты	15,4	15,3	15	1,4	6,0
Суммарные операционные доходы	458	648	667	755	432
Операционные расходы	(222)	(229)	(283)	(348)	(205)
Резервы	(98)	(389)	(154)	1	1
Чистая прибыль	98	24	182	316	175
Денежные средства и эквив.	804	726	720	626	933
Средства в банках	3	10	13	35	57
Ценные бумаги	494	1 064	1 824	1 626	1 640
Кредиты и авансы клиентам	5 078	4 864	5 489	7 720	8 862
Основные средства	251	250	284	360	394
Прочие активы	107	201	299	469	547
Активы	6 736	7 105	8 629	10 835	12 434
Средства банков	462	169	360	776	1 152
Средства физических лиц	3 112	3 787	4 834	5 726	6 175
Средства корпоративных клиентов	1 683	1 652	1 817	2 206	2 594
Долговые ценные бумаги	139	125	273	269	484
Прочие обязательства	54	74	108	286	300
Субординированные кредиты	536	519	304	304	315
Собственный капитал	750	779	987	1 268	1 415
<i>Коэффициенты, %</i>					
Чистая процентная маржа	6,7	8,2	6,8	6,2	6,1
ROAA	1,7	0,4	2,3	3,2	3,0
ROAE	14,1	3,2	20,6	28,0	26,1
Просроченная задолженность	1,8	8,5	7,3	4,9	3,4
Норма резервирования	3,8	10,7	11,3	7,9	6,0
Достаточность капитала	18,9	18,1	16,8	15,2	14,5
Достаточность капитала I уровня	12,1	11,5	11,9	11,6	11,2
Кредиты/депозиты	105,9	89,4	82,5	97,3	101,1
Расходы/доходы	48,4	35,4	42,4	46,1	47,6

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

ЖЕМЧУЖИНА УРАЛА

Мы считаем СКБ-банк одним из лучших банков третьего эшелона. Качество его активов приемлемое, рентабельность находится на среднем относительно универсальных банков уровне, а зависимость от оптового фондирования низкая. Единственное слабое место в финансовом профиле – невысокая достаточность капитала, которая, однако, является прямым следствием быстрого роста бизнеса банка в последние годы. Учитывая все это, облигации СКБ можно считать хорошим выбором при желании диверсифицировать портфель. В частности, выпуск СКБ Б БО-6 (УТР 10,1% на 9 мес., около 500 б.п. к кривой ОФЗ) предлагает премию порядка 60 б.п. относительно облигаций МКБ соответствующей дюрации. Ограничивающим фактором является невысокая ликвидность бумаг.

Общая информация. СКБ-банк ведет свою историю с 1990 г., когда он был создан на базе Свердловского областного управления Агропромбанка. С 1996 г. СКБ является уполномоченным банком правительства Свердловской области. На текущий момент СКБ-банк второй по размеру в Уральском федеральном округе после Ханты-Мансийского банка (который теперь является частью НОМОСа), занимающий лидирующие позиции в регионе по кредитованию физических лиц и привлечению средств клиентов. С середины 2000-х годов банк начал активное продвижение в другие регионы России, в частности в ХМАО, на Дальний Восток, в Центр и Юг России, при этом с точки зрения регионального присутствия СКБ считает УрФО и ХМАО полностью покрытыми. Так что в настоящее время СКБ-банк следует скорее рассматривать как федеральный, нежели региональный. На федеральном уровне банк на конец 1 п/г 2012 г. находился на 41-м месте с активами в размере 116,2 млрд руб. Филиальная сеть СКБ насчитывает 200 офисов, причем исторически банк придерживается политики открытия полноценных офисов со средней численностью сотрудников 15 человек, предоставляющих полный набор услуг банка. В 2012 г. банк планировал открыть лишь 10 новых офисов, из которых пять пойдут на замену наименее эффективных старых. Решение сбавить темпы развития розничной сети связано с оценками банка, согласно которым уже имеющихся офисов должно быть достаточно для обеспечения роста активов еще на 70% в течение ближайших нескольких лет, таким образом, банк оптимизирует расходы. Изначально специализируясь на кредитовании агропромышленных предприятий, СКБ-банк впоследствии перешел к универсальной модели и стал предлагать широкий спектр услуг розничным и корпоративным клиентам. Это позволило ему относительно безболезненно пережить прошлый кризис, однако в последнее время банк стал более активно развивать более доходное розничное кредитование и кредитование МСБ, совокупная доля которых достигла уже 75%.

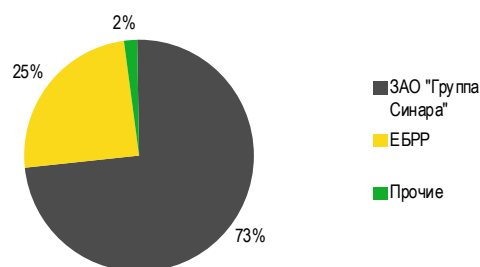
Обращающиеся выпуски

SKBRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
СКБ Б БО-5	2000 R	8,25	16 окт 12	0,23
СКБ Б БО-4	2000 R	10,75	10 дек 12	9,47
СКБ Б БО-3	3000 R	9,50	31 май 13	9,69
СКБ Б БО-6	2000 R	8,50	12 июл 13	10,13

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров СКБ-банка



Источники: данные банка

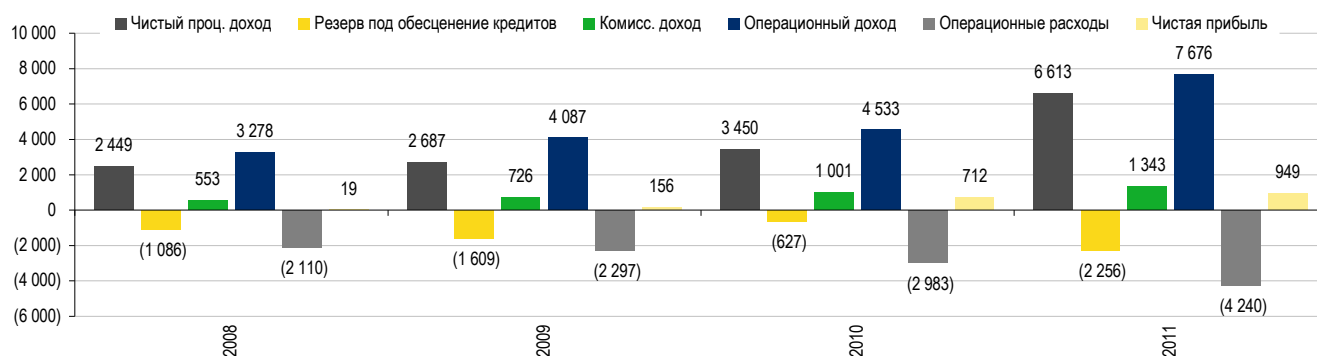
Акционеры. Основными акционерами СКБ-банка являются Группа «Синара» (73%) и ЕБРР (25%), которые вошли в капитал банка в 2001 и 2007 г. соответственно. Ключевым бенефициаром Группы «Синара» является Дмитрий Пумпянский, контролирующий также ОАО «ТМК» – одну из крупнейших мировых трубных компаний и ведущего поставщика трубной продукции для нефтегазового сектора. С момента входа в капитал банка оба акционера неоднократно поддерживали СКБ, предоставляя ему субординированные кредиты и выкупая доэмиссии акций. Кроме того, ЕБРР помогал банку в совершенствовании систем кредитования и управления рисками.

Рейтинги. СКБ-банк имеет рейтинги от Moody's и Fitch на уровне «В1» и «В» соответственно, прогноз по обоим рейтингам «Стабильный». Примечательно, что СКБ стал одним из немногих банков, чьи рейтинги в кризис не были снижены (были снижены лишь прогнозы по рейтингам), зато в 2011 и 2010 гг. они были повышены на одну ступень до текущих уровней, что стало отражением заметного укрепления финансового профиля банка. Основным ограничивающим фактором для дальнейшего повышения рейтингов СКБ является относительно низкая достаточность капитала, увеличивать которую исключительно за счет собственных средств банк пока не способен. Политика акционеров СКБ, в свою очередь, такова, что они регулярно пополняют капитал банка в объемах, лишь минимально необходимых для поддержания достаточности капитала на приемлемом уровне, предпочитая максимизировать отдачу на вложенный капитал. Таким образом, в обозримом будущем на повышения рейтингов СКБ до категории «ВВ» едва ли стоит рассчитывать.

Непрерывный рост доходов отражает активное развитие бизнеса. В предкризисные 2006–2008 гг. чистые процентные доходы СКБ росли среднегодовыми темпами, превышающими 60% в год, что отражало высокие темпы прироста портфеля. В кризис, что вполне естественно, темпы прироста портфеля снизились, однако снижение темпов прироста процентных доходов стало еще более существенным из-за падения маржи. Так, если в 2006–2008 гг. ЧМП составляла 7,0–8,5%, то в 2009г. она снизилась до 6,0%, в результате чего темпы прироста процентных доходов замедлились до 9,7%. В 2010 г. маржа снизилась еще на 0,4 п.п., однако за счет роста портфеля темпами, опережающими отраслевые, чистый процентный доход банка увеличился на 28,4%. В 2011 г. за счет активного развития розницы и кредитования МСБ банку удалось увеличить маржу до 7,7%, что, впрочем, существенно уступает аналогичному показателю у чисто розничных банков (16–20%) и чуть превышает показатель универсальных банков. Как следствие, процентные доходы СКБ практически удвоились – до 6,6 млрд руб. На фоне развития розничного бизнеса банку удавалось в последние годы наращивать комиссионные доходы темпами больше чем 30% в год; как следствие, совокупные операционные доходы также непрерывно росли, что выгодно отличает банк от большинства конкурентов. Среди негативных особенностей финансового профиля СКБ отметим невысокую операционную эффективность – отношение Расходы/Доходы стабильно превышает 55%, что, впрочем, отчасти объясняется активной региональной экспансией в 2010–2011 гг. Расходы на резервирование у СКБ в кризис были даже ниже, чем у большинства конкурентов (стоимость риска в 2008–2009 гг. составила 4–5%), но накопленные резервы всегда покрывали просрочку. Это – одна из причин того, что банк даже тогда оставался прибыльным. В 2011 г. банк увеличил отчисления в резервы в 3,6 раза, а стоимость риска выросла на 2,1 п.п. до 3,56%, что было полностью оправдано увеличением доли высокорискового розничного бизнеса. Даже несмотря на это, СКБ обновил свой рекорд по чистой прибыли, заработав 949 млн руб. (соответствует средним для отрасли показателям ROAA и ROAE в размере 1,0% и 13,6% соответственно). В 2012 г. в планах банка значится удвоение прошлогодней прибыли, что, исходя из российской отчетности за 1 п/г 2012 г., вполне ему по силам. Отметим благоприятную структуру доходов СКБ – на процентные и комиссионные доходы приходится более 90% совокупного операционного дохода. Это подтверждает низкую зависимость банка от волатильных доходов от трейдинга.

Непрерывный рост доходов отражает активное развитие бизнеса

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млн руб.

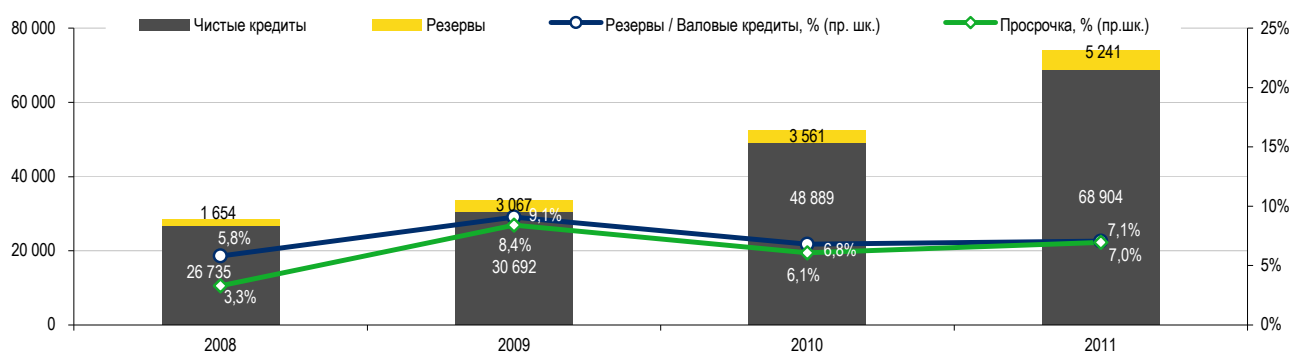


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Активный рост портфеля не прекращался даже в кризис. Особенностью активной части баланса СКБ является высокая доля ликвидных активов – на протяжении последних лет совокупная доля денежных средств и средств в других банках составляла 18–23%. В 2009 г. банк также увеличил долю ценных бумаг на балансе – с 5,6% до 18,3%. Сделано это было с целью управления ликвидностью. В последствии номинальный объем ценных бумаг у СКБ стабилизировался на уровне 13 млрд руб., что эквивалентно 12-процентной доле на конец 2011 г. По мере роста активов банка эта доля и дальше будет снижаться. Учитывая вышесказанное, доля кредитного портфеля в активах банка никогда не была высокой, максимальная за последние годы величина была отмечена в 2008 г. – 68%, а в 2011 г. она равнялась 63%. В случае СКБ столь высокая доля ликвидных активов на балансе вызвана необходимостью, поскольку, в отличие от розничных конкурентов, кредитный портфель которых характеризуется высокой оборачиваемостью, у СКБ довольно существенная доля длинных кредитов (на срок пять – семь лет), для чего ему и приходится держать большой запас денежных средства. Отсюда у банка довольно низкая для таких объемов розничного бизнеса маржа, и отношение Кредиты/Депозиты заметно меньше 100%. Что касается динамики активов, то они в 2009–2011 гг. увеличивались средними темпами 40,5% в год, при этом кредитный портфель банка, за исключением 2009 г., рост опережающими темпами – на 55,4% в 2010 г. и 41,4% – в 2011 г. На нынешний год СКБ планирует 30-процентное увеличение портфеля, что незначительно выше прогноза для российской банковской системы в целом. Качество портфеля является приемлемым с долей просрочки 7,0%, ее увеличение с 6,1% в 2010 г. связано с увеличением доли высокорискового розничного бизнеса. При этом накопленные резервы полностью покрывают неработающие кредиты, хотя коэффициент покрытия и снижался в последнее время – со 111,4% в 2010 г. до 101,4% в 2011 г. Несмотря на аффилированность с ТМК, кредиты связанным сторонам составляют лишь 2,4% валового портфеля СКБ и в абсолютном выражении не превышают обязательств банка перед его акционерами. Отраслевая диверсификация портфеля является высокой при максимальной доле каждого сектора экономики не выше 4,5%.

Активный рост портфеля не прекращался даже в кризис

Кредитный портфель СКБ-банка, млн руб.

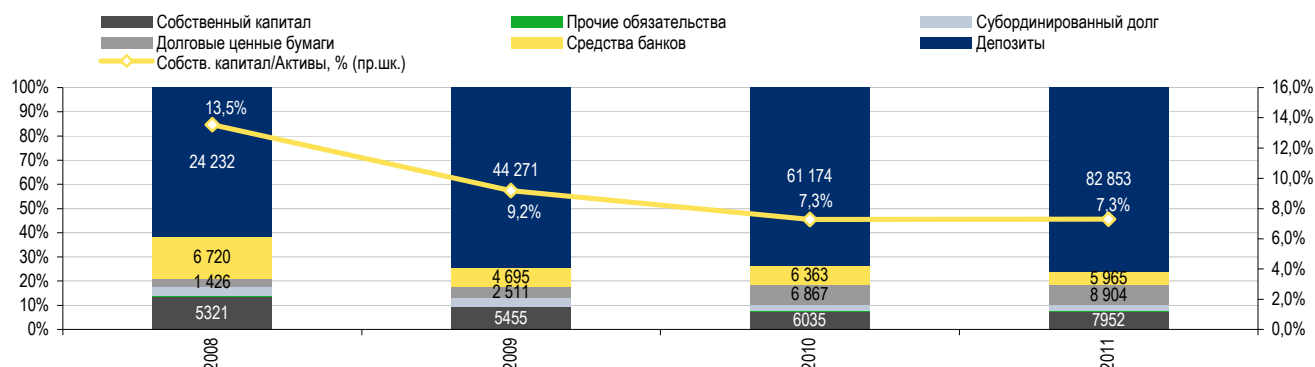


Источники: отчетность банка, оценка УРАЛСИБа

Низкая зависимость от оптового фондирования. В последние три года доля депозитов клиентов в пассивах банка неуклонно росла, и на конец 2011 г. составляла 76,1%. Вторым по значимости источником средств для СКБ являются долговые ценные бумаги, доля которых в последние два года выросла вдвое до 8,3%. Остальное примерно поровну распределено между средствами других банков (в том числе субординированные кредиты от акционеров) и собственным капиталом. При этом мы все равно оцениваем зависимость СКБ от рынков капитала как низкую – банк рассматривает выпуск облигаций в основном как способ диверсификацию источников фондирования и при необходимости может заменить их депозитами клиентов. Кроме того, имеющийся у банка на балансе объем ликвидных активов более чем вдвое превышает объем выпущенных им облигаций. Практически единственным слабым местом в финансовом профиле СКБ является низкая достаточность капитала: 13,2% по Базелю, отношение Собственный капитал/Активы – 7,3%. Как уже было сказано выше, акционеры регулярно докапитализируют банк (только в 2011 г. они выкупили допэмиссию на 1 млрд руб. и предоставили субординированный кредит на 1,4 млрд руб.), но делают это в объемах, позволяющих им получить максимальную отдачу на вложенные средства. Так что ежегодных взносов, наряду с получаемой банком чистой прибылью, лишь с небольшим запасом хватает для выполнения нормативов по достаточности капитала, поскольку активы банка растут высокими темпами. На текущий год банком также запланировано пополнение капитала – за счет взноса на 400 млн руб. от Группы «Синара» и субординированного кредита на 1 млрд руб., который предполагается привлечь на рынке. Этих средств наравне с полученной прибылью должно хватить для обеспечения роста активов на 30%, однако в следующем году СКБ, скорее всего, снова столкнется с проблемой поиска дополнительного капитала.

Низкая зависимость от оптового фондирования

Структура фондирования СКБ-банка, млн руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели СКБ-банка, млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011
Чистые процентные доходы	2 449	2 687	3 450	6 613
Чистые комиссионные доходы	553	726	1 001	1 343
Доход от торговых операций	(68)	762	293	(352)
Суммарные операционные доходы	3 278	4 087	4 533	7 676
Операционные расходы	(2 110)	(2 297)	(2 983)	(4 240)
Резервы	(1 086)	(1 609)	(627)	(2 256)
Чистая прибыль	19	156	712	949
Денежные средства и эквиваленты	4 192	7 038	8 960	8 387
Средства в банках	3 125	6 782	6 024	11 581
Ценные бумаги	2 208	10 877	13 850	13 048
Кредиты и авансы клиентам	26 735	30 692	48 889	68 904
Основные средства	2 768	2 439	2 666	3 087
Прочие активы	405	1 564	2 508	3 862
Активы	39 433	59 391	82 897	108 868
Средства банков	6 720	4 695	6 363	5 965
Средства клиентов	24 232	44 271	61 174	82 853
Долговые ценные бумаги	1 426	2 511	6 867	8 904
Прочие обязательства	208	264	281	354
Субординированные займы	1 384	2 193	2 179	2 835
Собственный капитал	5 321	5 455	6 035	7 952
Коэффициенты				
Чистая процентная маржа, %	8,1	6,0	5,6	7,7
ROAA, %	0,1	0,1	1,0	1,0
ROAE, %	0,5	2,9	12,4	13,6
Просроченная задолженность, %	3,3	8,4	6,1	7,0
Норма резервирования, %	5,8	9,1	6,8	7,1
Достаточность капитала, %	20,0	17,1	12,8	13,2
Кредиты / Депозиты, %	110,3	69,3	79,9	83,2
Расходы / Доходы, %	64,4	56,2	65,8	55,2

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

НЕБОЛЬШОЙ, НО ДИНАМИЧНО РАЗВИВАЮЩИЙСЯ РОЗНИЧНЫЙ БАНК

На наш взгляд, кредитное качество ТКС Банка достаточно устойчивое. Благодаря дистанционной стратегии банк демонстрирует впечатляющие темпы роста активов, а высокая прибыльность компенсирует и без того достаточно низкую долю просрочки. К слабым сторонам банка мы относим относительно рискованную структуру фондирования, а именно существенную долю оптового финансирования. Банк предлагает самую высокую доходность (на уровне 14%) среди банковских бумаг с рейтингами категории «В», торгуясь с премией к кривой ОФЗ в размере около 770 п.п. Однако даже несмотря на отсутствие бумаг ТКС Банка в ломбардном списке ЦБ, мы считаем их очень привлекательными и отмечаем потенциал снижения доходности в размере около 50 б.п. Особенно интересно выглядит сравнительно короткий ТКС Банк БО-6 (УТР 13,94%) и немного более длинный ТКС Банк БО-2 (УТМ 14,54%). Евробонды АКНВС'14 и '15 торгуются с доходностью в районе 10% (самой высокой в отрасли) и предлагают избыточную, на наш взгляд, премию к бумагам с рейтингом «В+» в размере около 200 б.п. Мы считаем эти бумаги очень привлекательными ввиду потенциального снижения премии примерно на 100 б.п.

Общая информация. Банк «Тинькофф Кредитные Системы» – проект известного предпринимателя Олега Тинькова, запущенный в 2006 г. Банк работает в сегменте кредитных карт по уникальной для России бизнес-модели дистанционного обслуживания. ТКС Банк привлекает клиентов, рассылая предложения по почте на основе баз данных, предоставленных партнерами, а также широко используя другие каналы продаж, в том числе интернет, социальные сети и ТВ. Так, с начала активной работы в 2007 г. по состоянию на середину 2012 г. было выпущено порядка 2,2 млн кредитных карт. При этом банк занимает пятое место в России по объему портфеля кредитных карт, а по размеру активов, согласно рейтингу Интерфакса, ТКС Банк на конец 1 п/г 2012 г. находился на 92-м месте по сравнению со 105-м по итогам 2011 г. и 167-м в 2010 г. В связи с отсутствием территориальных офисов и представительств география присутствия банка не ограничена, доля каждого региона в общем портфеле не превышает 6%. Отсюда вытекает одно из конкурентных преимуществ банка – возможность работы даже в небольших населенных пунктах с низким уровнем проникновения банковских услуг. В таких местах открывать полноценные банковские офисы нерентабельно, и уровень конкуренции еще долгое время будет оставаться невысоким. Уровень проникновения кредитных карт в России ниже, чем в развитых странах, и мы считаем, что потенциал роста у ТКС в ближайшие годы достаточно высокий.

Акционеры. Единственным бенефициаром ТКС Банка является компания EGIDACO Investments Plc, зарегистрированная на Кипре. Ее основным акционером по состоянию на сентябрь 2012 г. был основатель банка Олег Тиньков с долей 63,2%. Кроме этого среди миноритарных акционеров банка числятся крупные международные

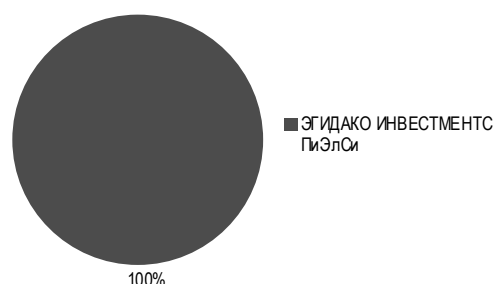
Обращающиеся выпуски

АКВНС (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
TCS B '14	175 \$	11,50	21 апр 14	9,68
TCS B '15	250 \$	10,75	18 сен 15	10,73
ТКС Б БО-4	1500 R	13,25	22 апр 13	13,82
ТКС Б БО-6	2000 R	13,90	18 июл 13	13,94
ТКС Б-2	1400 R	20,00	28 июл 13	13,70
ТКС Б БО-1	1600 R	14,22	20 сен 13	12,27
ТКС Б БО-2	1500 R	16,50	26 ноя 13	14,54
ТКС Б БО-3	1500 R	14,00	18 фев 14	14,36

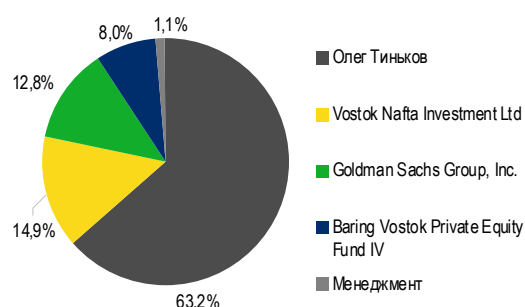
Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБА

Структура акционеров ТКС Банка



Источники: данные банка

Бенефициары ТКС Банка



Источники: данные банка

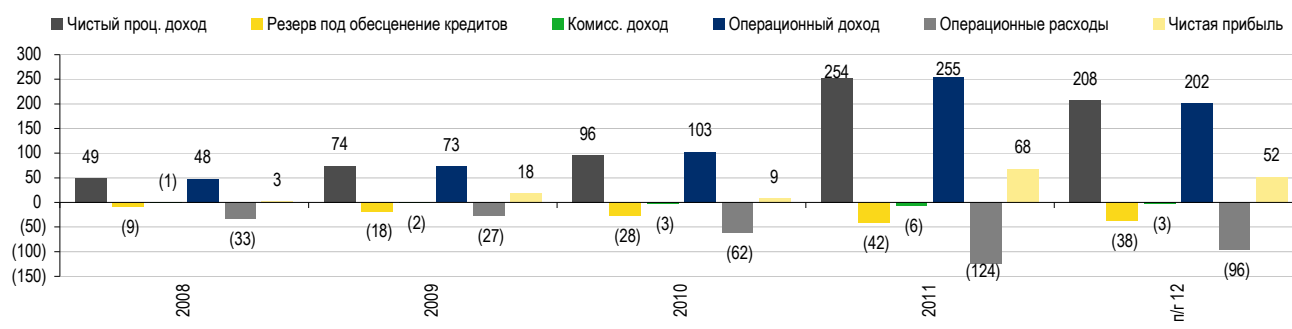
институты, такие как Vostok Nafta (14,9%) и Goldman Sachs (12,8%), в мае текущего года долю в банке приобрел Baring Vostok Private Equity Fund IV (8%). По нашему мнению, присутствие известных финансовых организаций в акционерном капитале способствует повышению качества корпоративного управления и прозрачности бизнеса.

Рейтинги. Международные агентства обратили внимание на ТКС Банк в середине 2010 г., когда ему были присвоены рейтинги на уровне «В-» и «В3» от Fitch и Moody's соответственно. В 2011 г. оба агентства повысили рейтинги банка на одну ступень, и теперь они находятся на уровне «В»/«Позитивный» (Fitch) и «В2»/«Стабильный» (Moody's). По мнению агентств, рейтингам банка может угрожать стагнация бизнеса, увеличение рисков ликвидности или давление на качество активов.

Маржа одна из самых высоких в отрасли. ТКС банк является монолайнером, его основной продукт – кредитные карты. Как следствие, получаемые по ним проценты представляют собой практически единственный доход банка, который формирует почти 100% операционной прибыли, в то время как другие статьи (комиссионные доходы, доходы от торговли валютной) оказывают на результат незначительное влияние. Валовая доходность портфеля кредитных карт на уровне 70% – одна из самых высоких в отрасли, что обеспечивается достаточно высокими процентными ставками, а также тем, что в течение беспроцентного периода задолженность гасит довольно малая часть клиентов (порядка 5%). С увеличением доли депозитов в источниках финансирования Банк смог усилить контроль над стоимостью фондирования, что выразилось в резком росте чистого процентного дохода (ЧПД) в последние годы: в 2011 г. показатель поднялся на 165% до 254 млн долл., а в 1 п/г 2012 г. – на 109% до 207 млн долл. На этом фоне чистая процентная маржа в посткризисные годы поднялась до одного из самых высоких уровней в отрасли: 45% в 2011 г. и 43% в 1 п/г 2012 г. Стоимость риска у банка последние годы снижалась и стабилизировалась на достаточно комфортном для розничного банка уровне (около 2% по итогам 1 п/г 2012 г.) за счет относительно высокого качества кредитного портфеля и регулярной продажи проблемных кредитов коллекторам. Благодаря выбранной модели дистанционного обслуживания операционная эффективность находится на вполне комфортных уровнях – отношение Расходы/Доходы составило 48% по итогам 1 п/г 2012 г. При этом стоит отметить, что динамика основных статей операционных расходов (затраты на персонал и маркетинг) в целом примерно соответствует темпам роста кредитного портфеля. Это позволило банку остаться прибыльным даже в кризис, хотя ощутимое повышение прибыльности началось лишь в 2011 г. на фоне снижения стоимости риска и, соответственно, замедления роста отчислений в резервы, а также за счет повышения операционной эффективности. Все перечисленные факторы позволяют банку по-прежнему находиться в числе лидеров сектора по уровню рентабельности: ROAA и ROE в 2011 г. составили 10% и 85% соответственно (10% и 66% в 1 п/г 2012 г.). По нашему мнению, в ближайшее время ТКС Банк сохранит темпы роста прибыли, однако по мере усиления конкуренции и насыщения рынка кредитных карт мы не исключаем замедления роста кредитного портфеля и снижения маржинальности банка на горизонте полутора-двух лет.

Внушительные темпы роста прибыли

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млн долл.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

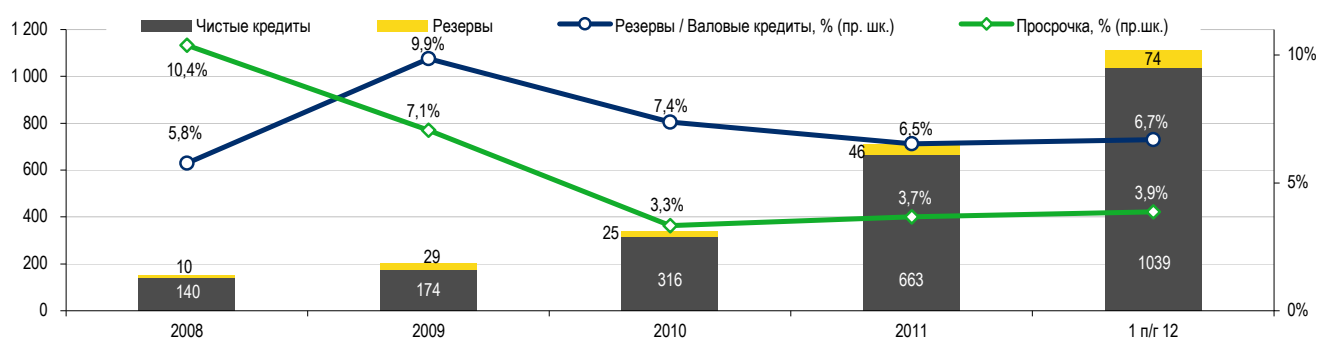
Основу быстрорастущего и достаточно качественного кредитного портфеля составляют кредитные карты.

С момента своего создания банк демонстрировал достаточно высокие темпы роста: с конца 2008 г. по середину 2012 г. активы увеличились более чем в шесть раз до 1,3 млрд долл., небольшое замедление наблюдалось лишь в кризисный 2009 г. Главным катализатором роста был кредитный портфель, доля которого составляет немногим менее 90% баланса. В то же время практически единственным продуктом банка являются кредитные карты, объем задолженности по которым с конца 2008 г. по середину 2012 г. поднялся почти в семь с половиной раз до 1,1 млрд долл. Внушительный рост кредитного портфеля обусловлен бизнес-моделью – в начале банк активно рассылал предложения клиентам по почте, позднее были подключены другие каналы продаж и продвижения продуктов: интернет (в том числе социальные сети), ТВ, кобрендовые проекты и другие. Как отмечено выше, портфель ТКС Банка достаточно хорошо диверсифицирован географически, кроме того, в силу достаточно небольших размеров открываемых кредитных лимитов концентрация риска по заемщикам также достаточно низкая. С другой стороны, зависимость от одного продукта, тем более такого риско-

ванного, хотя и прибыльного, как кредитные карты, несет определенную опасность для банка. Так, в случае ухудшения экономической ситуации этот сегмент кредитования будет одним из наиболее пострадавших, и просрочка в нем может начать расти опережающими темпами. Тем не менее, за последние годы банку удалось существенно улучшить качество активов, которое пока остается одним из лучших в отрасли: доля просрочки свыше 90 дней на конец 2009 г. составляла 7,1%, а по итогам 1 п/г 2012 г. сократилась до 3,9%, что существенно ниже среднего уровня для розничных банков. Этому способствует достаточно жесткий скоринг по кредитным картам – пока конкуренция относительно невысокая, банк имеет возможность отбирать лучших заемщиков, однако по мере усиления конкурентного давления со стороны других банков, особенно государственных, качество клиентской базы ТКС Банка будет постепенно снижаться. Об этом косвенно свидетельствует тот факт, что даже при более чем трехкратном росте кредитного портфеля с конца 2010 г. доля проблемных кредитов выросла с 3,3% до 3,9% по итогам 1 п/г 2012 г. Кроме этого, поддержанию низкого уровня просрочки способствует и активная работа банка с коллекторами, что подтверждается и достаточно скромной долей просроченных более чем на 180 дней кредитов. Покрытие просрочки достаточно консервативное – резервы превышают объем просрочки более чем в полтора раза, коэффициент покрытия на 1 июля 2012 г. составлял около 6,7%. Доля ликвидных активов на конец 1 п/г 2012 г. снизилась до 17%, что, учитывая достаточно короткий срок портфеля, мы находим вполне комфортным значением. Портфель финансовых активов относительно небольшой, порядка 4% активов, и не оказывает существенного влияния на финансовый результат. Остальное – остатки денежных средств на счетах в объеме около 156 млн долл. на конец 1 п/г 2012 г. Банк планирует увеличить кредитный портфель к концу 2014 г. до 2,5 млрд долл., что представляется нам вполне достижимой целью.

Стремительный рост кредитного портфеля при достаточно низкой просрочке

Кредитный портфель ТКС Банка, млн долл.

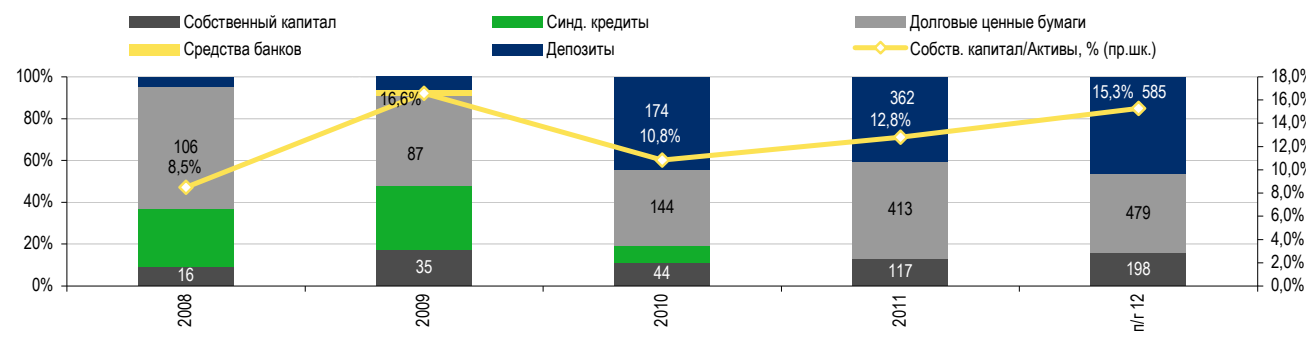


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Высокая зависимость от оптовых источников финансирования. База фондирования ТКС Банка выглядит довольно рискованно. И хотя за последние пару лет с развитием депозитов банку удалось значительно уменьшить зависимость от долговых рынков, их доля все еще остается высокой – порядка 37% по итогам 1 п/г 2012 г. (52% в 2010 г.), при этом основная часть обязательств относительно короткие (примерно 60% пассивов имеют срочность до одного года). До конца следующего года банку предстоит пройти оферты и погашения на общую сумму примерно 270 млн долл. С другой стороны, банк достаточно успешно работает над удлинением пассивной базы – в обращении находится уже два выпуска еврооблигаций с погашением в 2014 г. и в 2015 г. (на 175 млн долл. и 250 млн долл. соответственно). В 2010 г. банк начал активно привлекать средства населения через интернет и почту и уже к середине 2012 г. довел их долю в балансе до 45% (585 млн долл.) с порядка 6% в 2009 г. Однако, на наш взгляд, этот источник финансирования нельзя назвать устойчивым: вкладчики интернет-депозитов довольно мобильны и мы отмечаем высокие риски вывода средств в случае ухудшения ситуации на рынке. Тем не менее риски ликвидности банка в краткосрочной перспективе мы оцениваем как низкие. В силу достаточно коротких сроков кредитного портфеля банк при необходимости может достаточно оперативно снизить выдачу новых кредитов, а также прекратить повышение лимитов по старым картам и таким образом накопить требуемую ликвидность. Так, к примеру, среднемесячный процентный доход в 1 п/г составлял порядка 45 млн долл. А учитывая небольшую долю погашения в беспроцентный период и минимальный платеж по карте на уровне 6%, ежемесячный поток средств на погашение задолженности по карте может составлять порядка 65 млн долл. Ситуация с достаточностью капитала в последние два года улучшилась. В начале своей деятельности, пока банк получал достаточно скромную чистую прибыль, капитализация оставалась низкой: в 2008 г. отношение Капитал/Активы составило 9%. В то же время с 2011 г. показатели капитализации существенно выросли, чему способствовали как помощь акционеров в виде вливаний в капитал, так и солидный рост чистой прибыли. На этом фоне отношение Капитал/Активы по итогам 1 п/г 2012 г. достигло 15%, а достаточность совокупного капитала повысилась до уровня порядка 16%. По нашей оценке, учитывая достаточно высокую текущую рентабельность банка, вопрос о дополнительных вливаниях в капитал перед банком встанет не скоро. Однако определенную угрозу может нести ухудшение качества активов, и, соответственно, увеличения отчислений в резервы.

Достаточная капитализация, паритет между депозитам и долговыми бумагами

Структура фондирования ТКС Банка, млн долл.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели ТКС Банка, млн долл.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 п/г 12
Чистый процентный доход	49,2	73,7	95,6	253,7	207,5
Чистые комиссионные доходы	(0,9)	(1,6)	(2,7)	(6,3)	(3,4)
Продажа плохих кредитов	-	1,4	2,3	2,7	0,8
Доходы от операций с валютой и металлами	(0,2)	(3,9)	6,2	(0,2)	(3,5)
Суммарные операционные доходы	48,0	72,5	103,0	254,8	201,5
Операционные расходы	(32,8)	(27,1)	(62,1)	(124,2)	(96,3)
Резервы	(9,3)	(18,3)	(28,0)	(41,9)	(37,9)
Чистая прибыль	2,7	18,2	9,1	68,4	52,3
Денежные средства и эквиваленты	30,9	18,9	50,9	163,2	156,5
Средства в ЦБ РФ	0,3	1,2	2,5	7,0	13,2
Кредиты и авансы клиентам	140,1	173,7	316,4	663,4	1038,7
Средства в банках	-	1,9	2,3	2,2	4,8
Ценные бумаги	6,3	5,6	23,1	46,0	46,4
Основные средства	9,2	7,9	9,1	12,2	21,5
Активы	193,9	211,6	405,1	915,1	1296,9
Средства клиентов	8,4	12,6	174,1	361,7	585,0
Долговые ценные бумаги	105,7	86,6	143,6	412,9	478,9
Синдицированные кредиты	50,2	60,4	31,4	-	-
Средства банков	-	5,0	-	-	-
Собственный капитал	16,5	35,0	43,9	117,1	198,2
Коэффициенты, %					
Чистая процентная маржа	1,9	2,7	33,9	45,2	43,2
ROAA	2,8	16,7	3,0	10,4	9,5
ROAE	11,9	70,8	23,1	85,0	66,3
Просроченная задолженность*	10,4	7,1	3,3	3,7	3,9
Норма резервирования	5,8	9,9	7,4	6,5	6,7
Достаточность капитала	6,6	12,7	11,8	15,6	16,4
Капитал/Активы	8,5	16,6	10,8	12,8	15,3
Кредиты/Депозиты	1,5	9,9	1,8	1,8	1,8
Расходы/Доходы	68,3	37,4	60,3	48,7	47,8

* Кредиты, просроченные более чем на 90 дней

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

НАШ ФАВОРИТ В СЕКТОРЕ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ

Кредитное качество ХКФБ достаточно высокое. Из года в год банк демонстрирует сильные финансовые результаты, продолжая укреплять свои позиции на российском рынке потребительского кредитования и наращивать портфель темпами, существенно превышающие средние по отрасли. Самостоятельная кредитоспособность банка основывается на высоких показателях прибыльности (ROEA 40,2%, ROAA 7,2% в 1 п/г 2012 г.), достаточном запасе ликвидности и комфортных уровнях капитализации (TCAR 17,2% на 30 июня 2012 г.), традиционно поддерживаемых за счет генерируемой прибыли. Среди негативных факторов стоит отметить относительно высокую долю проблемных кредитов (NPL 6% по итогам 1 п/г 2012 г.) в сочетании с планами продолжать рост и, как следствие, большими отчислениями в резервы, увеличении стоимости риска (11,9% в 1 п/г 2012 г.) и давлении на рентабельность бизнеса. Рублевые выпуски эмитента по большей части неликвидны и торгуются на справедливых уровнях. Интерес представляет лишь ХКФБ-7 (YTM 10,15%), предлагающий премию в 310 б.п. к кривой ОФЗ. Единственный евробонд HCFB'14 (YTM 4,33%) торгуется со справедливой премией к бумагам других частных банков со сходными рейтингами. Таким образом, потенциал дальнейшего сужения спреда ограничен.

Общая информация. Хоум Кредит Финанс банк (ХКФБ) – один из крупнейших операторов потребительского кредитования в России. Пионер в области экспресс-кредитования (POS), банк и на сегодняшний день остается лидером в данном направлении с долей рынка 23% на конец 2011 г. согласно оценке менеджмента. Кроме того, ХКФБ сохраняет устойчивые позиции в сегменте кредитных карт (доля рынка – 4% на конец 2011 г.), где лидерами являются Русский Стандарт (16% за тот же период) и Сбербанк (15%). По состоянию на 1 июля 2012 г. ХКФБ входил в ТОП-50 российских банков по величине активов и собственному капиталу согласно рэнкингу Интерфакса, а по объему кредитования население занимал шестое место. Банк обладает большим опытом работы на отечественном рынке (с 2002 г.) и имеет обширную филиальную сеть, насчитывающую более 1200 офисов и свыше 59 тыс. точек продаж, что позволяет ему находиться в первой десятке по региональному охвату банковской сети. Стратегические цели ХКФБ – удержание лидирующих позиций в ключевых для банка сегментах рынка, а также усиление позиций в потребительском кредитовании посредством расширения спектра услуг в сегментах банковских карт и кредитов наличными.

Акционерная структура. ХКФБ входит в состав международной банковской группы Home Credit Bank, принадлежащей чешскому холдингу PPF Group N.V., возглавляемому Петром Келлером. Совокупная стоимость активов PPF Group по итогам 2011 г. оценивалась в 14,4 млрд евро, а собственные средства – в 4,5 млрд евро. Холдинг отличается хорошей географической и отраслевой диверсификации бизнеса: помимо российского ХКФ Банка, ему принадлежит доля в золотодобывающей компании «Полиметалл» (24,82%), розничном

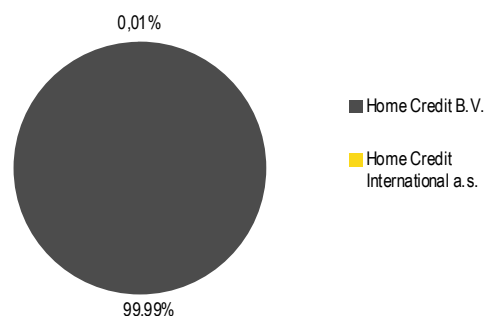
Обращающиеся выпуски

HCFBRU (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
HCFB '14	500 \$	7,00	18 мар 14	4,33
ХКФБ-6	5 000 R	7,75	14 дек 12	7,95
ХКФБ-5	4 000 R	8,50	17 апр 13	8,62
ХКФБ БО-3	4 000 R	7,90	25 окт 13	8,13
ХКФБ БО-1	3 000 R	7,79	22 апр 14	
ХКФБ-7	5 000 R	9,75	23 апр 15	10,15

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров ХКФ Банка



Источники: данные банка

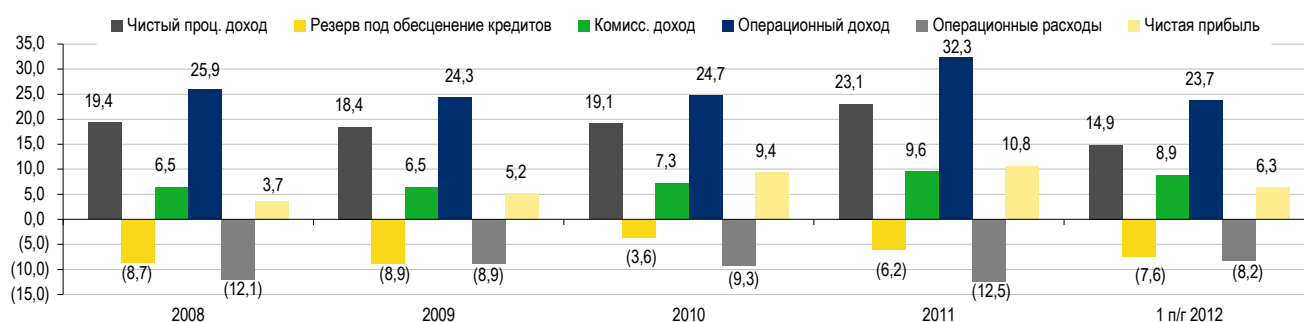
продавце электроники «Эльдорадо» (50%+1 акция), а также в ряде активов в Центральной и Восточной Европе и Азии, крупнейшими из которых являются розничные банки Home Credit (100%) и страховая компания Generali PPF (49%). По данным СМИ, в 2011 г. PPF Group рассматривала возможность продажи до 25% акций ХКФБ в ходе IPO и/или привлечения стратегического инвестора в лице Сбербанка либо Группы ВТБ (намеревавшейся купить до 10% акций Home Credit BV). Хотя недавно PPF Group продала 26-процентный пакет акций НОМОС-Банка, мы уверены, что группа по-прежнему заинтересована в развитии своего российского банковского бизнеса. По заявлению менеджмента PPF, деятельность российского подразделения является приоритетом для материнской структуры, на его долю приходилось порядка 87% совокупных активов банковской группы НСВВ по состоянию на конец 2011 г. Мы полагаем, что при благоприятной рыночной конъюнктуре акционеры вернутся к вопросу привлечения новых инвесторов (при сохранении контроля в своих руках), в том числе посредством публичного размещения акций, что, с нашей точки зрения, будет благоприятным развитием событий для банка.

Рейтинги. ХКФ Банку присвоены рейтинги от Moody's и Fitch на уровне «Ba3/стабильный» и «BB-/RW позитивный» соответственно. Стоит отметить, что Moody's даже в период кризиса не понижало и не пересматривало свою оценку, а в феврале текущего года подтвердило рейтинг банка на текущем уровне. В свою очередь, агентство Fitch, анализирующее банк с 2011 г., поместило долгосрочный рейтинг эмитента в список RW «Позитивный». Как отмечают представители агентства, для повышения рейтинга уже есть все основания, однако соответствующие действия могут быть произведены лишь после анализа финансов контролирующего акционера ХКФБ. Учитывая вполне достойные результаты Группы PPF Group N.V. по итогам 2011 г., а также отсутствие необходимости в рефинансировании обязательств в краткосрочной перспективе, вероятность дальнейшего повышения рейтинга ХКФБ в ближайшие месяцы, по нашему мнению, достаточно велика. При этом нынешние рейтинги банка, как указывается в отчете Fitch, не отражают такое его преимущество, как возможность получения поддержки со стороны акционеров, хотя вероятность такой поддержки в случае возникновения необходимости мы оцениваем как высокую, учитывая важность российского бизнеса для материнской компании и оказанную группой помощь банку в период кризиса (взнос в капитал в размере 3 млрд руб. и открытие кредитной линии на 500 млн евро в качестве предупредительных мер).

Высокие показатели рентабельности, несмотря на увеличение отчислений в резервы. На протяжении последних нескольких лет ХКФБ показывает достаточно сильные финансовые результаты. Даже в кризис эмитент оставался прибыльным и демонстрировал высокую доходность (ROE 21,8% и ROA 4,9% за 2009 г.). Традиционно треть операционной прибыли банка до вычета резервов (по МСФО) приходится на долю чистых процентных доходов, составивших по итогам 1 п/г 2012 г. 14,9 млрд руб. Отдельно стоит отметить растущий вклад комиссионных доходов (преимущественно комиссии страховых агентов), увеличившийся с 25% (6,5 млрд руб.) в 2009 г. до 34% (8,9 млрд руб.) по результатам 1 п/г 2012 г. Чистая процентная маржа банка в последние годы оставалась на среднем для розничной кредитной организации уровне – около 21%, а по итогам 1 п/г 2012 г. составила 18,5%. Увеличение отчислений в резервы (7,5 млрд руб. за 1 п/г 2012 г. против 6,2 млрд руб. за весь 2011 г.) отчасти компенсируется эффективным управлением издержками (коэффициент Расходы/Доходы в последние три года не превышает 38% – одно из самых низких значений в секторе), что позволяет сохранять высокие показатели рентабельности (ROEA 40,2% и ROAA 7,2% в среднем) и генерировать стабильно высокую прибыль (6,3 млрд руб. в 1 п/г 2012 г. и 10,7 млрд руб. за 2011 г.). В дальнейшем мы ожидаем, что рост показателей рентабельности и прибыльности банка будет сдерживаться не только увеличивающейся стоимостью фондирования, но и продолжающимися списаниями и отчислениями в резервы, однако ЧПМ при этом будет оставаться на вполне достойном уровне.

Уверенное генерирование доходов

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.

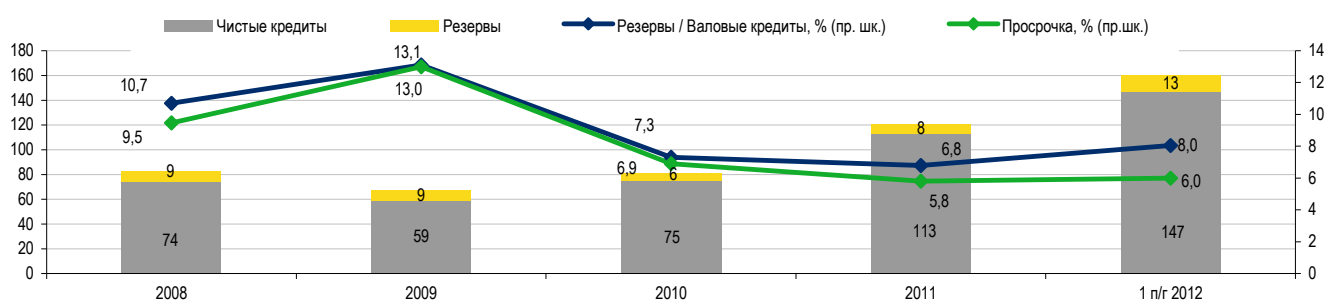


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Интенсивный рост и нацеленность на диверсификацию бизнеса. Структура активов ХКФБ довольно типична для оператора потребительского кредитования. Основная часть активов представлена кредитами, суммарный объем которых в валюте баланса на протяжении последних двух лет оставался практически неизменным – в среднем около 70% (146 млрд руб. на конец 1 п/г 2012 г.). В свою очередь, вложения в ценные бумаги никогда не играли для ХКФБ существенной роли (9% совокупных активов по итогам 1 п/г 2012 г.), что при столь нестабильной рыночной конъюнктуре преимущество, поскольку подразумевает меньшие риски. Возобновив кредитную экспансию во 2 п/г 2010 г., банк увеличил кредитный портфель на 49% по итогам 2011 г., превзойдя средние по сектору темпы, составляющие 36%. Среди основных продуктов ХКФБ – экспресс-кредиты и кредиты наличными, формирующие три четверти (85% на конец 1 п/г 2012 г.) кредитного портфеля и являющиеся главными источниками роста банка на протяжении последних двух лет. Кредитование в точках продаж (POS) согласно стратегии развития ХКФБ будет оставаться приоритетным направлением для банка, однако по мере насыщения рынка и появления признаков стагнации менеджмент готов более активно развивать сегменты кредитных карт и кредитов наличными как для новых, так и для существующих клиентов в свете расширения филиальной сети и появления новых каналов продаж. Несмотря на быстрый рост, качество активов банка постепенно улучшается по всем направлениям бизнеса, что является следствием ужесточения процедур андеррайтинга, активной коллекторской работы после кризиса, а также списания существенных объемов просроченных кредитов. Так, доля проблемных кредитов (просроченных более чем на 90 дней) на конец 1 п/г 2012 г. снизилась у ХКФБ до 6% с пиковых 13% на конец 2009 г. Подход ХКФБ к резервированию традиционно консервативный, и с начала текущего года банк продолжил наращивать резервы на возможные потери по ссудам (стоимость риска возросла с 6,9 в 2011 г. до 11,9 по итогам 1 п/г 2012 г.), повысив тем самым коэффициент покрытия с 117% до 134%. Мы ожидаем, что до конца текущего года доля проблемных кредитов у ХКФБ все же стабилизируется вблизи текущих уровней, тогда как роспуска резервов мы не прогнозируем, в особенности при увеличении доли необеспеченных кредитов в портфеле (кредиты наличными и кредитные карты) и экспансии в регионах с низкой степенью проникновения банковских услуг.

Стабилизация качества активов при сохранении высоких темпов роста бизнеса

Кредитный портфель, млрд руб., просрочка и норма резервирования

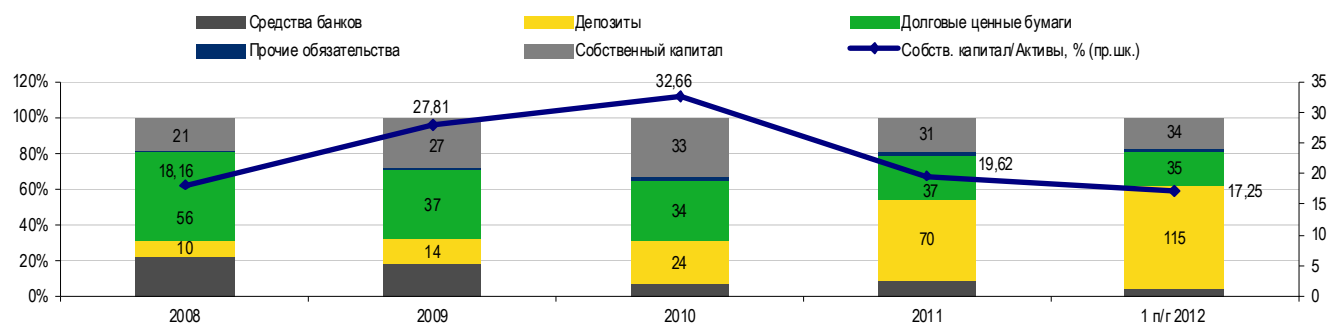


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Оптимальная структура фондирования и комфортный график погашения. После кризиса ХКФБ сосредоточился на оптимизации пассивов, основную часть которых составляли оптовые обязательства. В 2008–2011 г. структура фондирования была заметно диверсифицирована – преимущественно за счет развития депозитной базы и привлечения средств физлиц, доля которых в совокупных обязательствах банка на конец 1 п/г 2012 г. достигла 71% (115 млрд руб.) против 10% (10 млрд руб.) на конец 2008 г. Возможность предлагать выгодные условия по депозитам и широкая филиальная сеть в регионах, по нашему мнению, позволяют банку рассчитывать на формирование стабильной базы клиентов и ее дальнейшую диверсификацию. В результате принятых мер доля средств других банков и публичных обязательств в структуре пассивов снизилась за указанный выше период с 88% до 26%, а график погашения оптового долга по выпущенным ценным бумагам (с учетом оферт по рублевым выпускам) стал более комфортным. До конца текущего года банку предстоит пройти лишь оферту по выпуску ХКФ-6 на сумму 5 млрд руб., а в 2013 г. ХКФБ необходимо выполнить обязательства на общую сумму 8 млрд руб. (с учетом оферт и погашений), что даже с учетом снижения доли денежных средств в совокупных активах до 5% (10 млрд руб.) не должно вызвать серьезных проблем. Поддержать ликвидность в случае необходимости банк сможет за счет беззалоговых ценных бумаг (около 17% клиентских депозитов), также ему поможет высокая оборачиваемость кредитного портфеля. Возможность генерировать капитал за счет прибыли позволяет банку сохранять высокие показатели капитализации, даже несмотря на выплату внушительных дивидендов (13,2 млрд руб. по итогам 2010 г. и 3 млрд руб. по итогам 2011 г.), что является одним из основных достоинств кредитного профиля ХКФБ. Текущие показатели капитализации (Капитал/Активы 17,2% и TCAR 17,1% на конец 1 п/г 2012 г.) мы считаем достаточными с учетом способности банка генерировать прибыль даже в кризисных условиях, нынешнего качества его активов и нынешних темпов роста.

Диверсификация структуры фондирования – значительное увеличение доли средств клиентов

Структура фондирования ХКФ Банка, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Основные финансовые показатели ХКФ Банка, млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 n/r 2012
Чистые процентные доходы	19 362	18 446	19 114	23 098	14 910
Чистые комиссионные доходы	6 494	6 484	7 330	9 591	8 919
Суммарные операционные доходы	25 919	24 345	24 706	32 342	23 723
Операционные расходы	(12 062)	(8 911)	(9 281)	(12 547)	(8 159)
Резервы	(8 678)	(8 873)	(3 567)	(6 163)	(7 563)
Чистая прибыль	3 657	5 179	9 411	10 754	6 349
Денежные средства и эквиваленты	22 574	13 330	7 416	15 972	9 847
Средства в банках	289	109	4 314	2 865	7 231
Ценные бумаги	7 141	15 698	5 855	12 469	19 519
Кредиты и авансы клиентам, нетто	73 820	58 929	75 275	112 833	146 797
Основные средства	7 061	6 993	6 653	7 805	9 110
Прочие активы	2 562	1 417	1 586	3 745	4 827
Активы	113 447	96 476	101 099	155 689	197 331
Средства банков	25 039	17 213	7 467	14 128	7 161
Средства физических лиц	6 017	11 925	21 641	61 776	109 558
Средства корпоративных клиентов	3 628	1 653	2 144	8 522	6 298
Долговые ценные бумаги	56 473	36 988	34 152	37 450	35 612
Субординированные займы	-	-	-	-	-
Собственный капитал	20 598	26 832	33 019	30 547	34 038
Коэффициенты, %					
Чистая процентная маржа	23,9	21,2	21,8	20,3	18,5
ROAA	3,8	4,9	10,1	9,1	7,2
ROAE	20,6	21,8	31,8	38,4	40,2
Просроченная задолженность*	9,5	13,0	6,9	5,8	6,0
Норма резервирования	10,7	13,1	7,3	6,8	8,0
Достаточность капитала (TCAR)	20,6	36,4	33,5	20,5	17,1
Капитал/Активы	18,2	27,8	32,7	19,6	17,2
Кредиты/Депозиты	765,3	434,0	316,5	160,5	126,7
Расходы/Доходы	46,5	36,6	37,6	38,8	34,4

* Кредиты, просроченные более чем на 90 дней

Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

В ТЕСНОЙ СВЯЗИ С UNICREDIT GROUP

Финансовый профиль ЮниКредит Банка выглядит неоднозначно. С одной стороны, качество активов достаточно высокое, что помогает банку показывать довольно неплохую рентабельность. С другой стороны, ЮниКредит Банк осуществляет большой объем операций со связанными сторонами и в последнее время является нетто-поставщиком ликвидности для своей материнской группы, что не может не беспокоить инвесторов. Облигации банка не обладают высокой ликвидностью и торгуются с премией порядка 20–30 б.п. к выпускам российских госбанков и дисконтом около 20 б.п. к бумагам Альфа-Банка, которым мы в результате отдаем предпочтение, несмотря на более сильную комбинацию кредитных рейтингов ЮниКредита.

Общая информация. Российский ЮниКредит Банк является седьмым по размеру активов (755 млрд руб.) российским банком (если не учитывать дочерние банки Группы ВТБ) и третьим в России частным банком после Альфа-Банка и объединенного Росбанка. ЮниКредит Банк работает на российском рынке с 1989 г., до покупки Группой UniCredit в 2007 г. – под брендом Московский Международный Банк. Филиальная сеть ЮниКредит Банка насчитывает 106 отделений в РФ и одно представительство в Республике Беларусь. Банк является универсальным, предоставляя широкий спектр услуг юридическим лицам и являясь одновременно заметным игроком на рынке розничных банковских услуг, в частности, ипотечного кредитования. Соотношение корпоративного и розничного портфеля составляет 80:20.

Акционеры. ЗАО «ЮниКредит Банк» на 100% принадлежит UniCredit Bank Austria AG, который, в свою очередь, подконтролен итальянской UniCredit Group (BBB+/Baa2/A-), входящей в десятку крупнейших финансовых холдингов в Европе с активами порядка 955 млрд евро. Данная акционерная структура объясняется тем, что UniCredit Bank Austria AG контролирует банковский бизнес группы в Центральной и Восточной Европе. Финансовое состояние Группы UniCredit нельзя назвать безоблачным, и, несмотря на очевидные улучшения в последние полгода, риски для группы еще высоки. В 2011 г. UniCredit получил убыток в размере 9,2 млрд евро (в основном за счет списания гудвила), негативное влияние которого на капитал пришлось компенсировать за счет доэмиссии на 7,5 млрд евро, проведенной в январе 2012 г. В 1 п/г 2012 г. чистая прибыль составила уже 1,5 млрд евро, однако условия на финансовых рынках в данный период были относительно благоприятными, и если бы повторилась ситуация конца 2011 г., результат был бы менее впечатляющим. Основные риски для Группы, на наш взгляд, заключаются в двух факторах: высокая доля доходов, получаемых в Италии, и большой объем облигаций проблемных стран на балансе. Так, на Италию, экономика которой уже

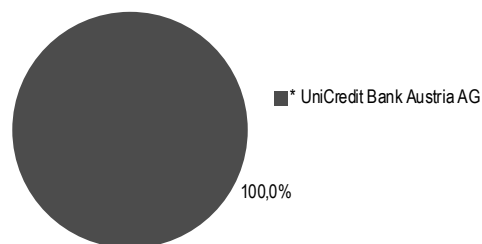
Обращающиеся выпуски

BACA (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
ЮниКредит-4	10 000 R	7,00	16 ноя 12	8,77
ЮниКредит БО-2	5 000 R	8,50	4 сен 13	8,60
ЮниКредит-5	5 000 R	7,50	6 сен 13	8,30
ЮниКредит БО-3	5 000 R	8,50	9 сен 13	8,36
ЮниКредит БО-1	5 000 R	9,00	16 дек 13	
ЮниКредит-ИИП	5 000 R	8,20	7 сен 16	9,01

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Структура акционеров ЮниКредит Банка



* В интересах UniCredit Group

Источники: данные банка

несколько кварталов находится в рецессии, приходится свыше 40% совокупных операционных доходов группы, тогда как доля более благополучных стран Центральной и Восточной Европы (в основном это Польша, Турция и Россия) составляет лишь 25%.

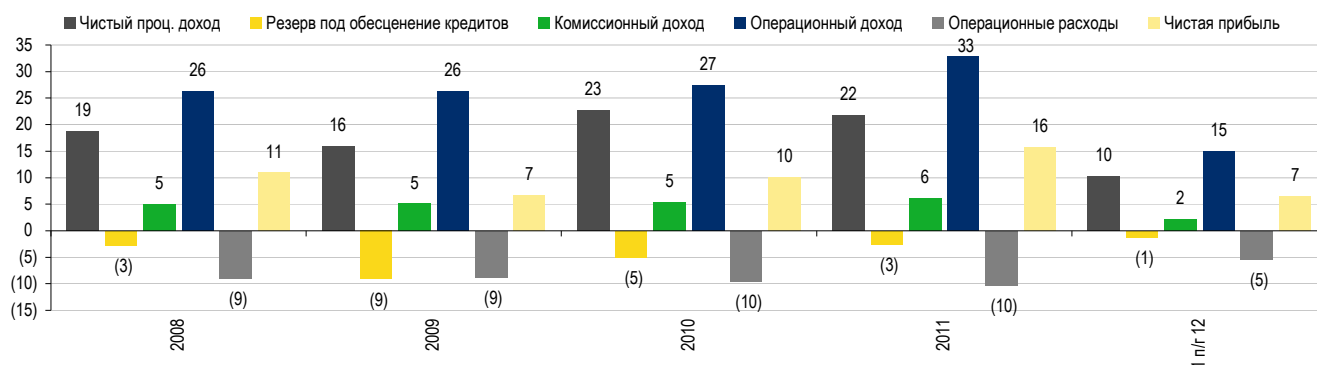
Кроме того, у банка на балансе находятся ценные бумаги на 225,7 млрд евро, что составляет весьма внушительную часть (23,6%) его активов. Из них вложения в итальянские суверенные бонды – 41 млрд евро, или 67% от собственного капитала UniCredit. Качество активов Группы также нельзя назвать высоким – доля «просрочки» составляет 7,8%. При этом группа обладает довольно существенной подушкой ликвидности в размере 116 млрд евро, которой ей должно с запасом хватить для погашения всех долговых обязательств в ближайшие 12 месяцев, что несколько сглаживает такой негативный фактор, как невысокая достаточность капитала (10,9% – достаточность капитала первого уровня, 13,5% – совокупная достаточность капитала). Активы российского банка составляют лишь 1,9% совокупных активов группы, также на ЮниКредит Банк приходится лишь 2,7% ее суммарного операционного дохода. Таким образом, российский банк не обладает статусом «ключевой дочки» («core subsidiary»). При этом мы полагаем, что если UniCredit столкнется с необходимостью продажи зарубежных активов, российский банк будет в данном списке на одном из последних мест, поскольку потенциал его роста и прибыльность значительно выше, чем у европейских активов. Как подтверждение, на ЮниКредит Банк пришлось 8,2% доналоговой прибыли Группы в 1 п/г 2012 г. Более того, в середине июля 2012 г. было принято решение об увеличении собственного капитала российского банка за счет средств материнской структуры.

Рейтинги. Российский банк имеет рейтинги на уровне «BBB»/Стабильный и «BBB+»/Негативный от S&P и Fitch соответственно. Рейтинги банка находятся в прямой зависимости от рейтингов итальянской материнской группы и обычно пересматриваются вслед за аналогичными действиями с рейтингами UniCredit Group, что отражает высокую степень взаимосвязанности материнского и дочернего банков.

Структура доходов волатильна, ключевые доходы стагнируют. Несмотря на довольно высокую долю чистых процентных и комиссионных доходов в совокупном операционном доходе ЮниКредит Банка (порядка 80–85%), мы не можем назвать структуру его доходов полностью благоприятной. Банк проявляет повышенную активность в операциях с валютой и деривативами, которые в 2010 г. принесли ему убыток в 1,4 млрд руб. Хотя в остальные годы (особенно в 2009 г.) торговые операции были для ЮниКредита более успешными и порой составляли до 20% совокупного дохода, что подтверждает в целом высокую волатильность его доходов. Поскольку доля ценных бумаг и деривативов на балансе банка в последние годы остается неизменной, мы ожидаем, что волатильность доходов банка также сохранится. Что касается дохода от основных операций, то в последние годы этот показатель стагнирует: процентные доходы остаются на уровне 22–23 млрд руб., а комиссионные составляют 5–6 млрд руб. Слабая динамика доходов отражает колебания кредитного портфеля и ЧПМ. Маржа банка довольно низкая и находится в диапазоне 3,2–4,5%, что объясняется большим объемом средств, которые ЮниКредит размещает в других банках (преимущественно, в банках группы) вместо того, чтобы направлять их на кредитование. Кроме того, процентные расходы ЮниКредит Банка за прошедший год выросли практически вдвое. В то же время расходы на резервирование у банка в последние годы были заметно ниже, чем у основных конкурентов (максимальная стоимость риска была зафиксирована в 2009 г. и составила 2,4%, в 1 п/г 2012 г. она снизилась уже до 0,25%), а операционная эффективность (отношение Расходы/Доходы находится в диапазоне 32–36%) – выше, что даже в самые тяжелые годы позволяло банку показывать весьма неплохую прибыльность (ROAA в размере 1,2–2,5%, а ROAE на уровне 11,8–24,8%). По размеру полученной прибыли ЮниКредит находится в числе лидеров среди российских банков (шестое место по итогам 1 п/г 2012 г.). Однако стоит отметить, что добиться этого банк смог за счет небольших отчислений в резервы, объем которых не покрывает «просрочку» в полном объеме.

Процентный и комиссионный доходы стагнируют, но прибыльность высокая

Основные статьи отчета о прибылях и убытках, млрд руб.

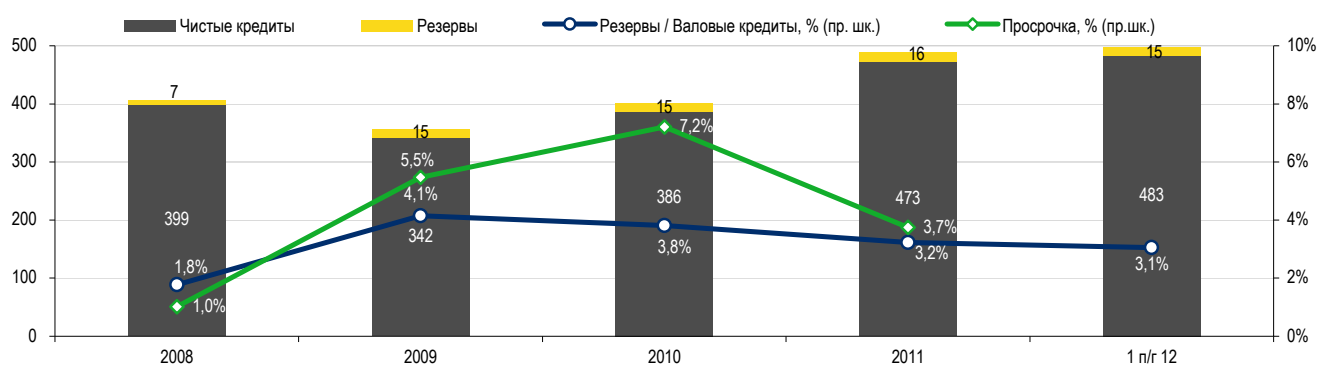


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Существенный объем ликвидности размещается в банках группы. Особенностью структуры активной части баланса ЮниКредит Банка является увеличение доли ликвидных активов (преимущественно средств, размещенных в других банках) за счет сокращения доли кредитного портфеля. Так, доля кредитного портфеля сократилась с 71% в 2009 г. до 61% в 2011 г., при этом доля средств в других банках в соответствующий период возросла с 14% до 26%. Как следствие, темпы прироста кредитного портфеля в последнее время уступали темпам увеличения активов банка, но в целом соответствовали динамике кредитования в российской банковской системе. В частности, размер кредитного портфеля уже в 2010 г. достиг уровня 2008 г. после снижения в 2009 г. За счет свободной ликвидности ЮниКредит в основном кредитует банки материнской структуры: на конец 1 п/г 2012 г. на эти банки приходилось 88% средств ЮниКредит Банка, размещенных в других банках (81% в 2011 г.). Совокупная доля ценных бумаг и деривативов в активах банка исторически находится в диапазоне 9–10%, то есть на уровне остальных крупных банков. Качество кредитного портфеля ЮниКредит Банка также соответствует среднему для универсальных банков уровню: доля «просрочки» опустилась с 7,2% в 2010 г. до 3,7% в 2011 г. Однако политику резервирования нельзя назвать комфортной, поскольку на конец 2011 г. покрытие просроченной задолженности резервами составляло лишь 86%, а в 2010 г. и вовсе равнялось 53%. Неполное покрытие мы объясняем желанием банка сохранить и пополнить капитал, поскольку, по нашим расчетам, в случае достижения 100-процентного покрытия ЮниКредит Банку пришлось бы по крайней мере в 2010 г. зафиксировать чистый убыток. Отраслевая диверсификация кредитного портфеля довольно хорошая: среди кредитруемых секторов экономики в портфеле ЮниКредит Банка преобладают металлургия (14,5% всех выданных кредитов), торговля (10,8%) и энергетика (9,0%). В то же время достаточно высока концентрация по клиентам – на десять крупнейших заемщиков приходится 16% валового кредитного портфеля банка.

Объем портфеля быстро восстановился после кризиса, но уровень резервирования ниже комфортного

Кредитный портфель ЮниКредит Банка, млрд руб.

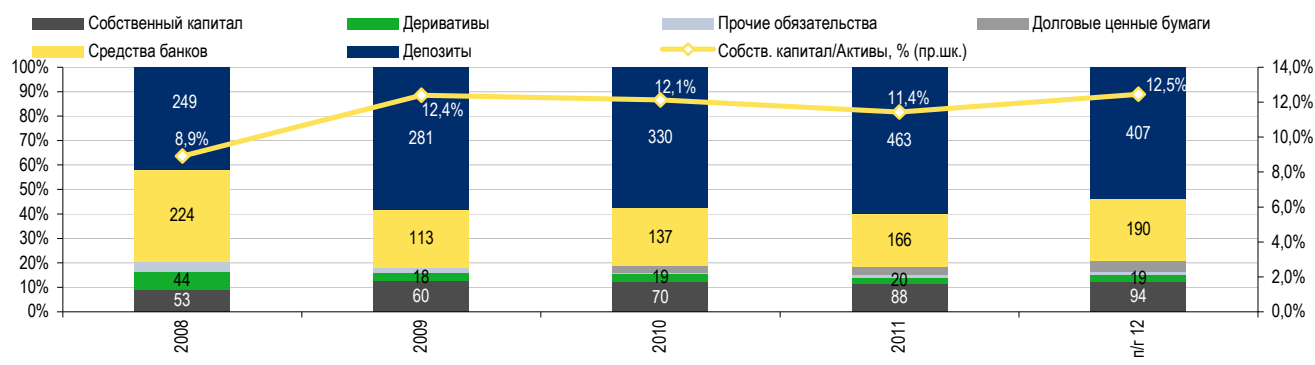


Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Высокая зависимость от средств небольшого числа крупных клиентов. На депозиты клиентов приходится 54–60% пассивов банка, вторым по значимости источником фондирования являются средства других банков (21–25%), тогда как на оптовое фондирование приходится менее 5% пассивов банка. В то же время структура фондирования ЮниКредит Банка далека от комфортной – ввиду значительной зависимости от средств крупных клиентов. Так, на десять крупнейших клиентов на конец 1 п/г 2012 г. приходилось 52% всех клиентских депозитов. Кроме того, 6,2% пассивов (47,0 млрд руб.) составляли средства ЦБ. Доля собственных средств в пассивах банка в последние несколько лет находилась в диапазоне 11,4–12,5%, что является средним уровнем для крупных универсальных банков. В ближайшем будущем материнская структура намерена внести в капитал дочернего российского банка еще 10 млрд руб., что должно увеличить его собственный капитал приблизительно на 10% – это очередной раз подтверждает значимость российского бизнеса для группы. В то же время эти 10 млрд руб. являются небольшой суммой по сравнению с объемом ликвидности, который группа смогла привлечь в последнее время с российского рынка. Так, на конец 1 п/г 2012 г. разница между размещенными в банках группы и привлеченными от группы средствами составляла порядка 87 млрд руб. (74 млрд руб. в 2011 г.), так что де-факто ЮниКредит Банк все еще является нетто-кредитором материнской структуры, передавая ей привлеченные у клиентов и ЦБ средства.

Высокая зависимость от средств небольшого числа крупных клиентов

Структура фондирования ЮниКредит Банка, млрд руб.



Источники: данные банка, оценка УРАЛСИБа

Ключевые финансовые показатели ЮниКредит Банка, млн руб.

МСФО	2008	2009	2010	2011	1 н/г 12
Чистые процентные доходы	18 827	15 827	22 625	21 772	10 298
Чистые комиссионные доходы	4 985	5 067	5 304	6 109	2 201
Доходы от операций с ценными бумагами	(2 228)	1 165	1 061	32	(50)
Доходы от операций на денежном рынке	(2 569)	3 665	(2 145)	(1 141)	(709)
Доходы от переоценки иностранной валюты	7 472	553	718	2 557	3 053
Суммарные операц. доходы	26 252	26 253	27 454	32 785	14 959
Операционные расходы	(9 005)	(8 849)	(9 530)	(10 289)	(5 379)
Резервы	(2 816)	(9 059)	(5 086)	(2 662)	(1 254)
Чистая прибыль	10 944	6 684	10 095	15 788	6 567
Денежные средства и эквиваленты	68 082	22 899	31 207	24 492	11 129
Средства в банках	53 601	68 757	93 968	200 143	177 208
Ценные бумаги	17 298	21 658	35 818	45 826	58 631
Деривативы	46 466	18 900	18 227	16 644	13 566
Кредиты и авансы клиентам	399 392	341 661	386 216	472 698	482 504
Основные средства	4 071	4 594	4 540	6 584	6 506
Прочие активы	6 850	8 420	5 031	5 590	5 540
Активы	595 760	482 313	575 006	771 977	755 083
Средства банков	223 877	113 395	137 144	165 827	189 641
Деривативы	43 910	17 922	18 637	20 167	19 474
Средства физических лиц	53 460	61 690	65 619	82 955	89 559
Средства корпоративных клиентов	195 405	219 743	264 795	379 967	317 425
Долговые ценные бумаги	167	189	15 434	25 833	36 134
Прочие обязательства	25 857	9 587	3 621	8 919	8 816
Собственный капитал	53 083	59 787	69 757	88 308	94 035
Коэффициенты, %					
Чистая процентная маржа	4,3	3,2	4,5	3,5	4,2
ROAA	2,5	1,2	1,9	2,3	1,7
ROAE	24,8	11,8	15,6	20,0	14,4
Просроченная более чем 90 дней задолженность	1,0	5,5	7,2	3,7	н.д.
Норма резервирования	1,8	4,1	3,8	3,2	3,1
Достаточность капитала	14,3	16,2	14,5	12,8	н.д.
Достаточность капитала I уровня	10,6	12,5	11,7	10,9	12,5
Кредиты/депозиты	160,5	121,4	116,9	102,1	118,6
Расходы/Доходы	34,3	33,7	34,7	31,4	36,0

Источники: данные банка, 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@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, samojlovaa@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 Мырסיкова, 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

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@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 2012

ООО «УРАЛСИБ Кэпитал»

119048, Москва

Ул. Ефремова, 8

+7 (495) 788-08-88

uralsib_research@uralsib.ru