

Банк Русский Стандарт Боятся... Может, напрасно?

- Банк Русский Стандарт (БРС; S&P: BB-, Moody's: Ba2, Fitch: BB) четвертого сентября опубликовал отчетность за первое полугодие по МСФО.
- В целом опубликованная отчетность производит позитивное впечатление: несмотря на ожидаемое снижение чистой процентной маржи, прибыльность банка осталась очень высокой, а достаточность капитала даже повысилась благодаря замедлению темпов роста кредитного портфеля.
- Среди негативных моментов отметим существенное снижение активности по предоставлению кредитов по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и значительные объемы списания просроченных кредитов.
- Опасения участников рынка относительно рисков рефинансирования представляются нам преувеличенными. Чистый избыток ликвидности БРС на горизонте трех месяцев составляет 80 млрд руб., а краткосрочные потребности в рефинансировании можно считать относительно небольшими (до конца года необходимо погасить только еврооблигации на сумму USD300 млн). Однако банку, на наш взгляд, все же предстоит привлечь заемный капитал для фондирования ожидаемого ближе к концу года роста ссудной задолженности.
- По фундаментальным показателям Банк Русский Стандарт, по нашему мнению, является сильнейшим среди российских банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, о чем в частности свидетельствуют высокие кредитные рейтинги (BB-/Ba2/BB). В ближайший год мы не прогнозируем существенного ухудшения кредитного качества заемщика.
- Недавняя массивная распродажа облигаций банка была спровоцирована, на наш взгляд, сокращением ликвидности в глобальном масштабе, повышением уровня восприятия рисков и колоссальным предложением обязательств банка в течение длительного времени. Тем не менее, расширение спрэдов с 250-300 б. п. до 700 б.п. и более вряд ли можно назвать рациональной реакцией рынка.
- С точки зрения фундаментальных характеристик кредитного качества эмитента облигации Банка Русский Стандарт представляются недооцененными, однако, учитывая эмоциональную природу распродажи, можно предположить, что период «охлаждения» инвесторов к обязательствам Банка Русский Стандарт может оказаться довольно продолжительным, а котировки облигаций опустятся даже ниже текущих уровней.
- Для инвесторов, придерживающихся стратегии длинного горизонта, облигации банка могут стать удачным вложением (особенно выпуски, включенные в перечень ценных бумаг, принимаемых Банком России в обеспечение по сделкам РЕПО).

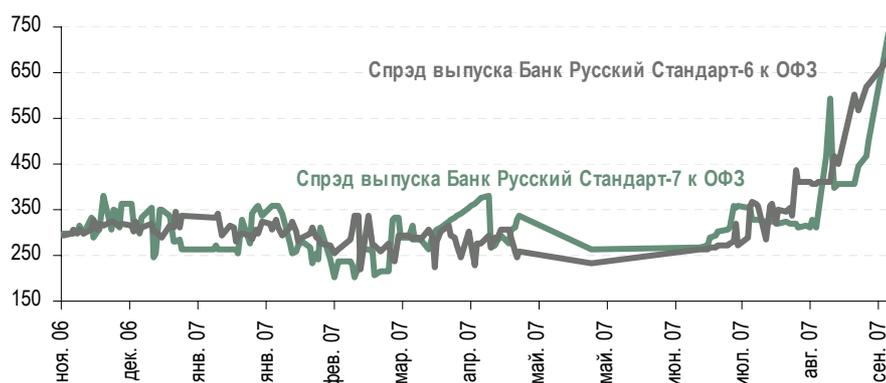
РСБ: основные показатели по МСФО

	1 пол. 2007	1 пол. 2006	Изменение
Валовая ссудная задолженность, млрд руб.	187.9	181.6	3.47%
Просроченные кредиты*, %	4.75%	4.64%	+ 0.11 п. п.
Капитал/Активы	17.4%	13.1%	+4.3 п. п.
Чистая процентная маржа, %	35.7%	39.4%	-3.7 п. п.
ROAA, %	10.3%	9.5%	+ 0.8 п. п.
ROE, %	67.3%	78.0%	-10.7 п. п.

* к ссудной задолженности

Источники: БРК, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Динамика спрэдов рублевых облигаций Банка Русский Стандарт



Ключевые выводы по отчетности за первое полугодие

С нашей точки зрения, **замедление темпов роста кредитного портфеля** в отчетном периоде (+3.5% против +30% в январе-июне прошлого года) обусловлено главным образом двумя факторами:

- 1) прошлогодний результат следует рассматривать в качестве исключительного, так как в начале 2006 г. банк проводил агрессивную политику привлечения новых заемщиков;
- 2) на результатах первого полугодия 2007 г. сказалось давление со стороны регуляторов и разработка новых продуктов банка.

Показатели прибыльности остаются очень высокими: рентабельность активов (ROAA) составила 10.3%, рентабельность собственного капитала (ROE) – 63.7%, а чистая процентная маржа превышала 35%. По рентабельности Банк Русский Стандарт остается одним из лидеров банковского сектора страны.

На фоне замедления темпов роста кредитного портфеля **коэффициент достаточности капитала** возрос до 17.4%. Такой уровень представляется приемлемым, чтобы безболезненно пережить даже неожиданные кредитные потери.

Доля **просроченных долгов** в кредитном портфеле **осталась** на уровне 4.75% (по состоянию на конец прошлого года составляла 4.64%). Политику формирования резервов можно назвать достаточно консервативной (коэффициент покрытия просроченных кредитов составил 100%, а остальной части ссудной задолженности – 4.3%).

Следует обратить внимание на **рекордно высокий объем списания просроченных кредитов** (13.5 млрд руб. в январе-июне 2007 г. против 11.4 млрд руб. за весь прошлый год). Возможно, такая динамика является признаком ухудшения качества активов. Однако мы склонны считать этот факт следствием агрессивной политики банка по привлечению новых клиентов с середины 2005 г. по середину 2006 г., когда были несколько снижены требования, предъявляемые к заемщикам. Вместе с тем, просроченная задолженность была списана на счет резервов, то есть, по сути, банк не понес неожиданных убытков.

Источники риска

Риски рефинансирования. С нашей точки зрения, опасения относительно рисков рефинансирования для БРС сильно преувеличены. До конца текущего года банку предстоит погасить только еврооблигации на сумму USD300 млн, что соответствует всего 4% от суммы активов. У финансовых институтов, специализирующихся на потребительском кредитовании, традиционно сильная ликвидная позиция, поскольку основная часть их кредитного портфеля представляет собой краткосрочные активы. Приведем основные показатели ликвидности Банка Русский Стандарт на 30 июня:

- чистый избыток ликвидности на горизонте трех месяцев – 80 млрд руб. (48% к сумме финансовых обязательств);
- доля кредитов со сроком погашения менее трех месяцев – 59% от ссудной задолженности;
- денежные средства и краткосрочные межбанковские активы – 19 млрд руб.

Принимая во внимание приведенные показатели, мы полагаем, что БРС не испытывает необходимости в привлечении заемного капитала для рефинансирования обязательств. Такая необходимость, скорее, может быть продиктована соображениями финансирования традиционного роста портфеля ближе к концу года. Насколько мы понимаем, до конца текущего года банку придется привлечь значительный заемный капитал, а новые долги могут удержать рынок от переоценки ранее выпущенных облигаций.

Снижение рентабельности. С точки зрения финансовых результатов БРС наши основные опасения связаны с возможным снижением рентабельности по причине недавно принятого банком решения об отказе от комиссий по потребительским кредитам и изменению структуры доходов. На данный момент количественно оценить воздействие этих факторов на рентабельность банка не представляется возможным. С одной стороны, в отчетности по МСФО отрицательный эффект оценивается в 6.2-6.7 млрд руб., что на фоне чистой прибыли за первое полугодие в размере 10.2 млрд руб. все еще является приемлемым уровнем упущенной выгоды. С другой стороны, оценка плохо согласуется с управленческими прогнозами, согласно которым до конца года чистая процентная маржа в результате отказа от комиссий снизится на 3 п. п. Пока, впрочем, преждевременно делать какие-либо однозначные выводы, но следует отметить актуальность вопроса не только для Банка Русский Стандарт, но и для большинства банков, вовлеченных в бизнес потребительского кредитования.

Другой причиной снижения рентабельности может стать удорожание денег, спровоцированное распродажей долговых инструментов, которая наблюдается в настоящее время.

В случае развития ситуации по пессимистическому сценарию (в силу снижения доступности и роста стоимости заемных ресурсов) у акционеров банка остается вариант продажи части своей доли в капитале банка стратегическому инвестору. С учетом лидирующих позиций Банка Русский Стандарт на российском рынке потребительского кредитования, интерес инвесторов к акциям кредитной организации не вызывает у нас сомнений.

В нынешних условиях нестабильности нельзя сбрасывать со счетов вероятность того, что финансовое состояние банка могло существенно измениться за два месяца, прошедших с момента окончания отчетного периода. Однако отчетность по РСБУ по состоянию на конец июля не свидетельствует об ухудшении ликвидной или денежной позиции банка (при этом следует помнить о различиях в учетной политике).

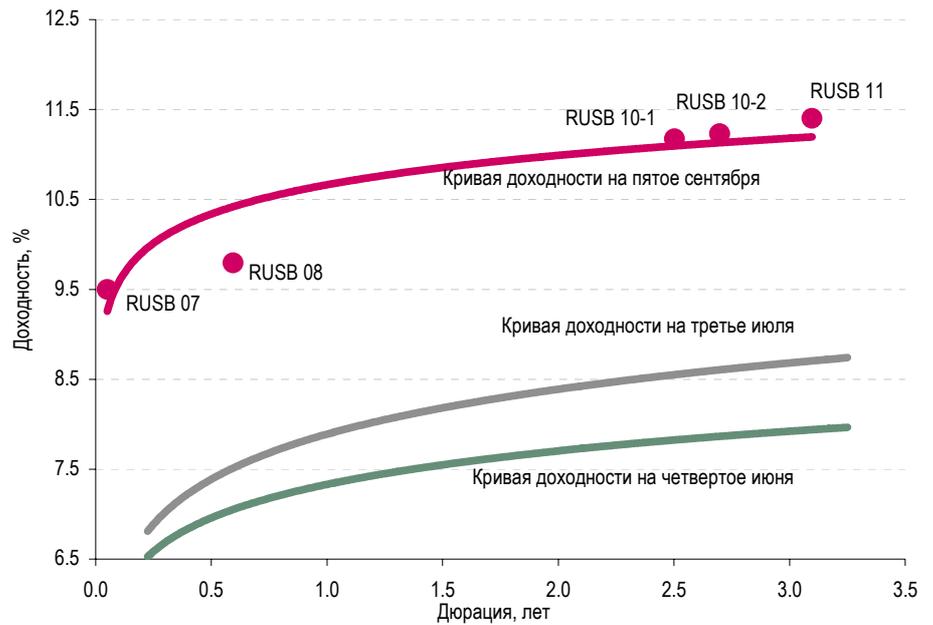
Чего ожидать от облигаций банка?

С точки зрения фундаментальных показателей кредитное качество БРС отнюдь нельзя назвать критическим, и в перспективе мы не ожидаем его существенного ухудшения. Вместе с тем, сейчас мы наблюдаем агрессивные продажи облигаций банка, что, по нашему мнению, связано с резко возросшим уровнем восприятия рисков БРС, возможно, спровоцированным политическими соображениями, а также колоссальным предложением долговых инструментов в течение длительного времени. Наиболее логически обоснованным решением проблемы стала бы надбавка к премии, которую банк выплачивает на первичном рынке. Но даже если согласиться с такой точкой зрения, нынешние спреды рублевых облигаций эмитента, превышающие 700 б. п. (рис. 1), по всей видимости, имеют мало общего с фундаментальным кредитным качеством заемщика. Следовательно, облигации БРС могут представлять интерес для инвесторов с достаточно высокой степенью толерантности к риску, хотя общий настрой участников рынка может остаться негативным непредсказуемо продолжительное время.

Мы не исключаем возможности продолжения продаж инструментов БРС, а значит, потенциал спекулятивной игры серьезно ограничен. Однако с точки зрения инвесторов с длинным инвестиционным горизонтом, не опасющихся временного снижения котировок, рублевые обязательства банка при доходности в 12% и выше могут выглядеть очень привлекательными. Особенно интересным вариантом мы считаем выпуски Русский Стандарт 3, 4, 5, которые включены в перечень ценных бумаг, принимаемых Банком России в обеспечение по сделкам РЕПО, что подразумевает гарантированную возможность привлечения средств под 6%. Таким образом, покупка указанных выпусков представляется одной из наиболее привлекательных возможностей по соотношению «риск/доходность».

Аналогичная ситуация наблюдается и на рынке еврооблигаций БРС – за последние три месяца их доходность выросла на 2-3.5 п. п., а толчком к росту доходности послужили дискуссии с регулирующими органами по поводу комиссий по потребительским кредитам. Согласно официальным заявлениям сторон, в настоящее время регулирующие органы не имеют претензий к банку, а значит, внешние инструменты вновь становятся привлекательными.

Рисунок 2. Кривые доходности еврооблигаций Банка Русский Стандарт



Примечание: RUSB - Банк Русский Стандарт

Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал
125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель
аналитического управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

**Начальник отдела анализа
долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеевкова
Malexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Компании второго эшелона
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
Efaritov@rencap.com

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев
Виктор Дима

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
Ayazykov@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7777
Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Дэвид Фергусон
Иван Ким

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Юлия Голуцова
Владислав Носик

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
Pgrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Наргиз Садыхова

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
Ostepanova@rencap.com
Юлия Попова

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Трэвис Джонс

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергают риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100