



ДОЛГОВОЙ РЫНОК Облигации Собинбанка: два бизнеса в одном

Дата публикации

7 апреля 2006 г.

Павел Мамай
PMamai@rencap.com
Наргиз Садыкова

258 7708

- Собинбанк планирует во второй половине апреля разместить трехлетние облигации с полуторогодовой офертой объемом 1 млрд руб.
- Собинбанк входит в число 30-ти крупнейших российских банков и имеет аудированную отчетность по МСФО. Контролирующими акционерами банка являются его топ-менеджеры С. Кириленко и К. Беков.
- Мы рассматриваем Собинбанк как комбинацию двух достаточно независимых бизнес-сегментов: коммерческого банка и инвестиционного фонда недвижимости (около 40% активов банка приходится на недвижимость, в основном – земельные участки в подмосковье).
- С нашей точки зрения, инвесторы должны оценивать облигации Собинбанка, исходя из кредитного анализа только банковского сегмента, и рассматривать наличие сегмента недвижимости как дополнительный фактор, улучшающий кредитоспособность банка.
- В банковском сегменте основными направлениями деятельности Собинбанка являются розничный бизнес (в особенности – автокредитование), кредитование малого и среднего бизнеса, обслуживание крупных корпоративных клиентов.
- В течение последних двух-трех лет бизнес-модель банка была практически полностью перестроена: вместо структурированных сделок и связанных с ними рисков, негативно влиявших на имидж банка, был построен прибыльный банковский бизнес.
- Коэффициент достаточности капитала Собинбанка находится на уровне 16%, что мы считаем более чем достаточным.
- Кредитный портфель отличается высокой диверсификацией, низким уровнем просроченных кредитов (0.7%) и консервативным уровнем резервирования. Доля самого крупного кредита в портфеле составляет менее 5%.
- Собинбанк традиционно отличается высокой рентабельностью (RoE около 20%), что обусловлено высокой процентной маржой, а также постоянно растущей долей комиссионных доходов.
- Несмотря на улучшение структурной ликвидности за последний год и постепенное свертывание вескельной программы, сохраняется зависимость банка от рынков МБК и долговых инструментов.
- Поскольку банк заинтересован в расширении клиентской базы физических лиц с доходами выше среднего, сравнительно высокие ставки по крупным депозитам для физических лиц не должны быть интерпретированы как индикатор ликвидности банка. Средневзвешенная ставка по всем средствам клиентов банка не превышает 5%.
- С нашей точки зрения, справедливый кредитный спрэд облигаций Собинбанка должен быть на 150 б. п. шире спрэда инструментов Сибкакадембанка и Пробизнесбанка, и на 100 б. п. уже спрэда облигаций Юниаструм Банка.
- Таким образом, мы оцениваем справедливую доходность к оферте долговых обязательств Собинбанка в диапазоне 11.5-12.2% без учета возможной премии на первичном размещении.
- Ситуация на рынке рублевых долговых обязательств на момент размещения облигаций может значительно отличаться от текущей, поэтому мы произвели оценку справедливых спрэдов и доходностей по состоянию на сегодняшний день. Фактические результаты размещения могут существенно отличаться от наших расчетов.

Оценка справедливого кредитного спреда и доходности

Собинбанк планирует размещение облигаций объемом 1 млрд руб. во второй половине апреля. Банк принял решение разместить половину зарегистрированного выпуска. Срок обращения облигаций составит три года, однако купонная ставка будет определена только до полуторагодовой оферты. Оценочная дюрация инструмента составит 1.25 лет.

Для оценки справедливой доходности облигаций Собинбанка мы сравниваем их с инструментами наиболее сопоставимых эмитентов в банковском сегменте – облигациями Сibaкадембанка и Пробизнесбанка. Кроме того, мы сравниваем инструменты Собинбанка с облигациями Юниаструм Банка, которые были размещены 21 февраля 2006 г.

Таблица 1. Оценка справедливого спреда облигаций Собинбанка

	Собинбанк*	Сibaкадембанк-2	Юниаструм	Пробизнесбанк-5
Спред к ключевой кривой, б. п.	580-650	426	752	451
Дюрация, лет	1.25	1.14	0.85	1.24
Доходность	11.5-12.2%	9.89%	12.85%	10.22%
Объем выпуска, млн руб.	1000	1500	1000	1000
Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	н.р./н.р./н.р.	н.р./B1/B-	н.р./ н.р./ н.р.	н.р./ н.р./B-
Дата финансовой отчетности	9 мес. 2005 г.	9 мес. 2005 г.	2005 г.	6 мес. 2005 г.
Валюта баланса, USD млн	852	721	498	622
Капитал, USD млн	132	55	66	72
Достаточность капитала	16.2%	7.6%	13.3%	11.6%
RoE	19.6%	34.0%	7.9%	17.5%
RoA	3.9%	3.0%	1.4%	2.0%

*Финансовые показатели Собинбанка – только для банковского сегмента.

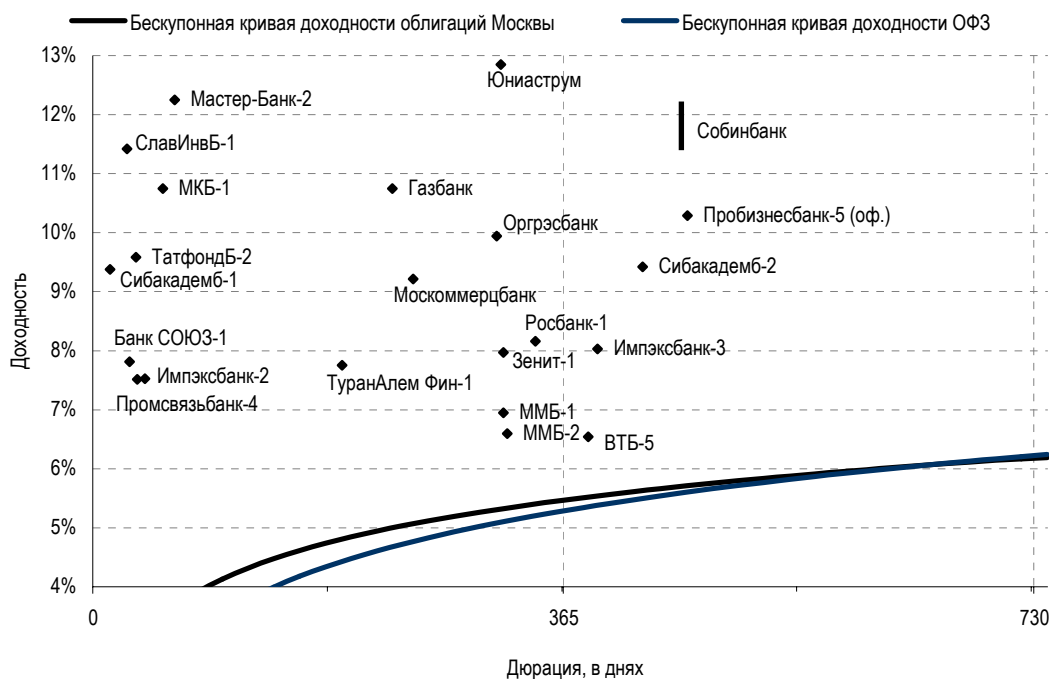
Источник: данные банков, оценка Ренессанс Капитала

- Сibaкадембанк и Собинбанк объединяют высокая рентабельность и развитый розничный бизнес. Кроме того, контролирующими акционерами в обоих случаях являются топ-менеджеры банков. Однако розничный бизнес Сibaкадембанка развит лучше – банк лидирует в этом бизнесе (после Сбербанка) в большинстве регионов, где он представлен. С одной стороны, преимущество в структурной ликвидности Сibaкадембанка, наличие кредитного рейтинга агентств Moody's и Fitch, а также ЕБРР в качестве одного из акционеров (доля около 30%) являются позитивными для инвесторов факторами. С другой стороны, коэффициент достаточности капитала Собинбанка и качество кредитного портфеля – выше. По нашему мнению, справедливый кредитный спред облигаций Собинбанка должен быть на 150 б. п. шире спреда инструментов Сibaкадембанка.
- В стратегии Собинбанка и Пробизнесбанка много общего, в том числе ориентированность на розничный бизнес и на сектор недвижимости. Однако в то время как Собинбанк инвестирует в недвижимость, Пробизнесбанк занимается кредитованием данного сектора, что мы рассматриваем как более рискованную стратегию. Кроме того, у Пробизнесбанка сопоставимая (хотя и немного более низкая по сравнению с Собинбанком) рентабельность. Достаточность капитала Собинбанка выше, а эффективность с точки зрения расходов – ниже. Пробизнесбанк более активно развивает розничный бизнес, в частности путем покупки банков в регионах. С одной стороны, это повышает операционные риски, а с другой – улучшает структурную ликвидность. Кроме того, Пробизнесбанк выигрывает за счет наличия кредитного рейтинга В- от Fitch, и высокой вероятности вхождения ЕБРР в капитал банка. В целом Пробизнесбанк менее зависим от привлеченных на МБК и финансовых рынках средств, и, по нашей оценке, справедливый спред облигаций Собинбанка должен быть шире спреда сопоставимых инструментов Пробизнесбанка на 150 б. п.

- Несмотря на определенные сходства (структура акционеров, ориентированность на развитие розничного бизнеса и диверсификация источников доходов), Юниаструм Банк уступает Собинбанку по нескольким важным параметрам. Во-первых, Собинбанк более чем в два раза превосходит Юниаструм Банк по валюте баланса, и в несколько раз – по капиталу. Во-вторых, достаточность капитала Собинбанка выше. В-третьих, стандарты раскрытия информации Собинбанка выше: в отличие от Юниаструм Банка он подготовил управленческую отчетность за девять месяцев 2005 г. на основе МСФО. Таким образом, несмотря на более широкую филиальную сеть Юниаструм Банка и наличие внутрисоссийского кредитного рейтинга Интерфакс-Moody's, справедливый спрэд облигаций Собинбанка должен быть приблизительно на 100 б. п. уже спрэда инструментов Юниаструм Банка.

Мы оцениваем справедливый кредитный спрэд облигаций Собинбанка к ключевой кривой доходности в 580-650 б. п., а их справедливую доходность к полугодовой оферте – в диапазоне 11.5-12.2%. Ситуация на рынке рублевых долговых обязательств на момент размещения облигаций может значительно отличаться от текущей, поэтому мы произвели оценку справедливых спрэдов и доходностей по состоянию на сегодняшний день. Фактические результаты размещения могут существенно отличаться от наших расчетов.

Рисунок 1. Оценка справедливой доходности облигаций Собинбанка



Источник: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

Профиль и структура банка

Собинбанк был основан в 1990 г., а в 1997 г. преобразован в ОАО. На текущий момент банк является уже достаточно крупным – в различных рейтингах он входит в число крупнейших 35-40 российских банков по размеру активов и капитала, а также занял 31 место среди потребительских банков в рейтинге РБК. Однако все эти рейтинги базируются на российской финансовой отчетности, которая не учитывает значительные инвестиции банка в недвижимость. Если использовать результаты по МСФО, с нашей точки зрения, Собинбанк войдет в число 25-ти крупнейших банков России.

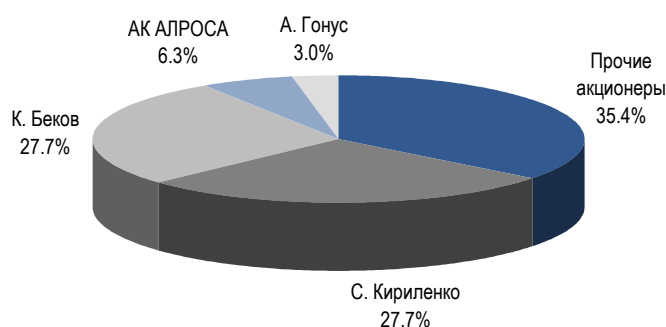
За последние годы банк расширил свое географическое присутствие и на данный момент имеет 20 филиалов, в основном в крупнейших городах европейской части России, на Урале и в Западной Сибири. Кроме того, банк имеет десять отделений и десять операционных касс, образующих московскую сеть.

В течение последних шести лет Собинбанк подготавливает финансовую отчетность по МСФО, аудит которой проводится компанией PriceWaterhouseCoopers.

Структура акционеров банка показана на рис. 2. Контролирующие акционеры – председатель правления С. Кириленко и заместитель председателя правления К. Беков. Собинбанк является их основным активом. Контролирующие акционеры изначально являлись топ-менеджерами и постепенно увеличивали свое участие путем выкупа доэмиссий акций и доли учредителей банка.

А. Гонус также является заместителем председателя правления и несет ответственность за развитие бизнеса. Прочие акционеры – юридические лица, ни один из которых не владеет долей более 5%. Номинальным держателем их акций является ФК «Метрополь». У нас нет информации о аффилированности прочих акционеров, но мы предполагаем, что часть из них может представлять интересы клиентов банка, а часть – его первоначальных учредителей.

Рисунок 2. Структура собственности Собинбанка



Источник: Собинбанк

На дату последней аудированной финансовой отчетности (2004 г.) его корпоративная структура Собинбанка была довольно сложна. Чуть менее 40% активов находились не непосредственно на его балансе, а в собственности компаний, принадлежащих действующим в интересах банка третьим лицам. В основном это касалось инвестиций в недвижимость и землю, а также в ассоциированные компании, владеющие недвижимостью. Однако в течение 2005 г. практически все инвестиции Собинбанка в недвижимость были переведены на балансы дочерних компаний. Исключение составляют два здания в Москве, процесс перевода которых в собственность банка близок к завершению.

Мы рассматриваем Собинбанк как комбинацию двух достаточно независимых бизнес-сегментов: коммерческого банка и инвестиционного фонда недвижимости. С нашей точки зрения, инвесторы должны оценивать облигации Собинбанка, исходя из кредитного анализа только банковского сегмента, и рассматривать наличие сегмента недвижимости как дополнительный фактор, улучшающий кредитоспособность банка.

Бизнес-модель

Трансформация бизнеса за последние годы

Как мы указали выше, в течение последних трех лет текущие контролирующие акционеры Собинбанка постепенно увеличивали свою долю. Это повлекло за собой кардинальные изменения в бизнес-модели банка. Насколько мы понимаем, банк не был ключевым активом для его учредителей и зачастую играл вспомогательную роль в их основном бизнесе. Поэтому еще три года назад значительную долю операций банка и его доходов составляли структурные сделки, в том числе и со связанными сторонами. Кроме того, ассоциированные с банком компании использовались для попыток недружественных поглощений, что негативно отразилось на имидже Собинбанка.

Банк являлся одним из фигурантов по «делу Bank of New York», для разрешения которого участвовал в разбирательствах с госорганами США, завершившихся внесудебным соглашением. В рамках дела обвинения против Собинбанка в отмывании денег не выдвигались, и мы считаем особенно важным подтверждение со стороны правительства США о том, что оно не имеет претензий к Собинбанку по делу с Bank of New York.

В настоящий момент контролирующие акционеры Собинбанка рассматривают его как свой основной актив. С того момента, как они получили возможность влиять на принятие стратегических решений, они начали стремиться к уходу от структурированных сделок, снижению связанных с ними рисков и построению прибыльного банковского бизнеса. За последние два-три года бизнес-модель банка была практически полностью перестроена, в том числе и за счет кадровых изменений в менеджменте. Теперь деятельность Собинбанка включает в себя кредитование юридических и физических лиц, продажу розничных банковских продуктов с получением комиссионного дохода, работу на валютном и фондовом рынках, а также финансирование международных торговых операций. Основными для Собинбанка являются следующие направления деятельности:

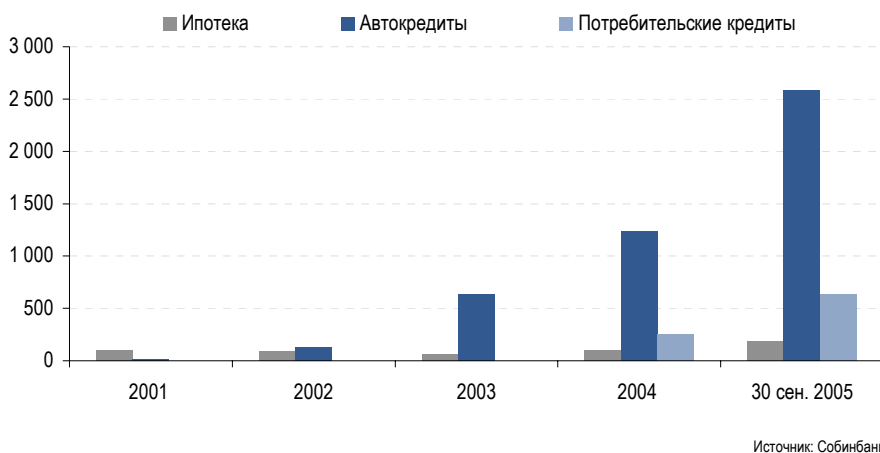
- розничное кредитование,
- кредитование и обслуживание крупных компаний,
- кредитование и обслуживание малого и среднего бизнеса.

Розничный бизнес

Розничный бизнес Собинбанка можно разделить на следующие основные направления.

Автокредитование играет основную роль (см. рис. 3). В данный момент у банка около 20 стандартизированных программ автокредитования, главным образом на покупку новых иномарок в Москве (в основном в валюте) и поддержанных иномарок и отечественных автомобилей – в регионах (в основном в рублях). Процентные ставки по кредитам в Москве варьируются от 9% до 17%, в регионах – от 10% до 20%. Портфель автокредитования растет высокими темпами (более чем в два раза каждый год). На сегодняшний день Собинбанк занимает седьмое место по объему автокредитования в России. Уровень просроченной задолженности по данному виду кредитов составляет 1.7%.

Рисунок 3. Розничное кредитование Собинбанка, млн руб.

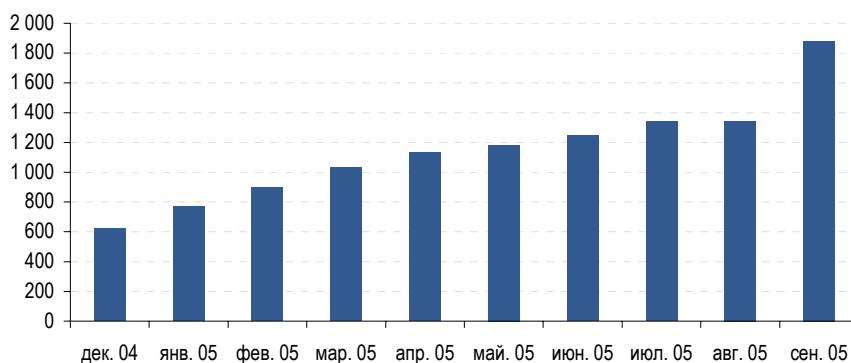


Потребительское кредитование является вторым по значению видом кредитования населения. В отличие от специализирующихся на потребительском кредитовании банков Собинбанк кредитует клиентов не в торговых точках, а в отделениях банка. Однако процесс выдачи кредитов так же упрощен и стандартизирован с использованием скоринговой модели. Доля просроченных кредитов в этом бизнесе традиционно выше (7.5%), что компенсируется более высокими эффективными ставками.

Ипотечное кредитование. В Москве Собинбанк в основном предоставляет валютные кредиты на покупку вторичного жилья, а в регионах он имеет собственную ипотечную программу, по условиям схожую с программой АИЖК. Максимальный срок кредитов по московской программе – 20 лет, ставки находятся в диапазоне 11-14%, максимальный лимит кредитования – 85% стоимости жилья. В регионах максимальный срок кредитов – 36 лет, ставка – 14%, максимальный лимит кредитования – 90% стоимости жилья.

Бизнес пластиковых карт получил активное развитие в 2004-2005 гг. (см. рис. 4). В секторе операций с платежными картами банк отдает предпочтение дебетовым картам. По своей сути операции с дебетовыми картами направлены на получение комиссионной прибыли, но при этом они выполняют еще одну важную функцию – создание дешевого и надежного источника пассивов банка. Кроме того, Собинбанк активен в сфере эквайринга¹. Его терминалы установлены на данный момент в 283 торговых точках. При этом банк устанавливает в торгово-сервисном предприятии (как правило, в магазине или ресторане) специальный электронный кассовый терминал, позволяющий обрабатывать платежи клиентов, совершаемые с использованием банковских карт. Тем самым банк обеспечивает взаимодействие между торгово-сервисным предприятием и компанией, выпускающей электронные платежные карты (в большинстве случаев это Visa International или Europay). За свои услуги банк оставляет себе часть комиссии эмитента кредитных карт, которая в среднем составляет 1.6% от суммы платежа.

Рисунок 4. Дебетовые карты в обращении, штук



Источник: Собинбанк

Операции с дебетовыми картами и эксплуатация банкоматов способствуют увеличению объема розничных вкладов, которые являются важнейшим источником фондирования Собинбанка. Не имея разветвленной сети филиалов, банк, тем не менее, сумел обеспечить за последние несколько лет значительный рост объема вкладов физических лиц (см. рис. 5).

Рисунок 5. Средства населения, USD млн



Источник: Собинбанк

¹ Эквайрингом называется система оплаты товаров и услуг с использованием банковских карт.

Корпоративное кредитование

Кредитование корпоративных клиентов разделено в Собинбанке на два направления – крупные клиенты и представители малого и среднего бизнеса. Малыми и средними Собинбанк считает компании с оборотом от 1 млн руб. до USD10 млн. Таких клиентов у банка более 35000. Для данного типа клиентов банк специально разработал несколько стандартизированных продуктов, что упрощает и ускоряет процедуру кредитования и делает ее более эффективной с точки зрения издержек. Основные программы – кредитование под залог коммерческой недвижимости и автотранспортной техники. В филиалах также практикуется кредитование малых предприятий с объемом до 5 млн руб. Кроме того, банк в последнее время активно развивает услугу факторинга.

Портфель кредитов малым и средним предприятиям удвоился за 2005 г. и в данный момент составляет 22% от совокупного кредитного портфеля Собинбанка. На наш взгляд, стратегия кредитования малого и среднего бизнеса имеет ряд преимуществ, в частности:

- Торгово-сервисные компании, как правило, демонстрируют устойчивые темпы роста и способность генерировать значительные денежные потоки, что обеспечивает высокое качество кредитного портфеля.
- Для финансирования своего роста такие компании нуждаются в привлечении все более значительных заемных средств, тем самым создавая весьма перспективную рыночную нишу для Собинбанка.
- Кредитование предприятий малого и среднего бизнеса мы считаем малорискованным, и оно отличается достаточно высоким уровнем диверсификации кредитного портфеля.

Что касается более крупных компаний, в клиентскую базу Собинбанка входят около 200 предприятий. Среди отраслей доминируют ТЭК, горнодобывающий сектор, аэрокосмическая промышленность, недвижимость, строительство и агропромышленный комплекс. Подробный анализ портфеля крупных кредитов приведен в разделе «Качество активов и риски».

Инвестиции в недвижимость

Большая часть инвестиционного портфеля недвижимости Собинбанка приходится на земельные участки в подмосковье, меньшая часть – на объекты коммерческой недвижимости в Москве. В настоящий момент инвестиционный портфель земли состоит из 193 земельных участков общей площадью 4200 га в Ленинском, Красногорском и Истринском районе Московской области. Банк владеет ими на паритетных началах с компанией «Авгур Эстейт», дочерней компанией Русагро, хотя доли в разных объектах могут варьироваться. Собинбанк несет ответственность за управление портфелем инвестиций в недвижимость, а Русагро – пассивный инвестор.

Приобретаются в основном участки сельскохозяйственной земли для изменения целевого назначения, девелопмента и продажи. Такая модель во многом аналогична бизнесу Открытых инвестиций. Один крупный земельный участок в Истринском районе составляет приблизительно 30% совокупной площади, остальные – сравнительно мелкие. Целевым использованием большей части земли является индивидуальное жилищное строительство, и только два участка (3% от общей площади) являются сельскохозяйственными землями.

Инвестиции в земельные участки изначально указываются на балансе банка по стоимости приобретения, однако каждый год делается консервативная переоценка. И в 2004 г., и в 2005 г. цена продажи недвижимости значительно превысила балансовую стоимость, что привело к возникновению значительного дохода (USD42 млн в 2004 г.).

Помимо земельных участков в Подмоскowie банк имеет девять объектов недвижимости в Москве (здания и части зданий) общей площадью около 5.5 тыс. кв. метров. Большая часть данной собственности используется для банковской деятельности, незначительная – сдается в аренду.

Финансовый анализ

Финансовый анализ Собинбанка основан на аудированной отчетности по МСФО за 2003-2004 гг. и на управленческой отчетности банка за девять месяцев 2005 г. Аудиторское заключение по отчетности банка не содержит оговорок, однако аудитор обращает внимание на значительный объем операций со связанными сторонами и на некоторые аспекты корпоративной структуры банка. Управленческая отчетность составлена по МСФО, т. е. исходя из тех же принципов, что и аудированная.

Как указано выше, мы считаем, что с аналитической точки зрения Собинбанк следует рассматривать как комбинацию двух бизнес-сегментов – коммерческого банка и фонда недвижимости. Данный подход мы применяем и в финансовом анализе. Отчетность банка по МСФО позволяет разделить активы и доходы данных сегментов. Что касается пассивов, мы основываемся на предположении, что инвестиции в недвижимость на 50% финансируются капиталом, и на 50% – депозитами клиентов (данное предположение представляется наиболее реалистичным). Поскольку организационно сегменты не разделены, мы исходим из допущения, что Собинбанк несет все расходы. Это допущение – наиболее консервативное с точки зрения анализа банка.

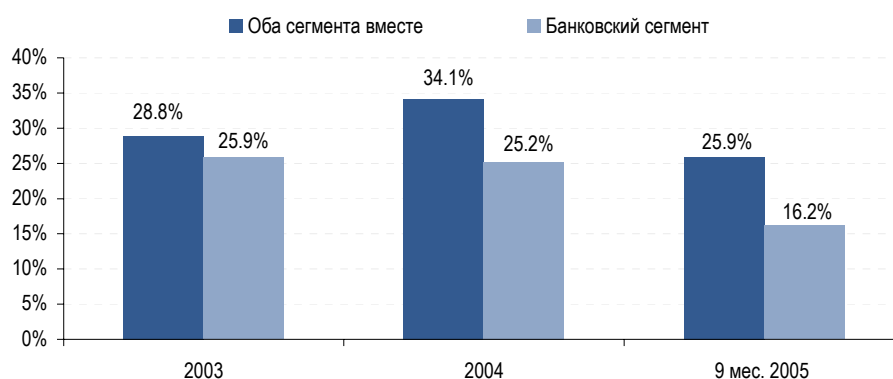
Для целей финансового анализа мы рассматриваем несколько показателей по группе в целом (в соответствии с отчетностью по МСФО), однако ориентируемся на показатели банковского сегмента (пересчитанные в соответствии с вышеописанными принципами).

Достаточность капитала

Собинбанк отличается высоким уровнем капитализации в сравнении с большинством российских банков. Это логично – Собинбанк должен иметь больше капитала, чтобы финансировать долгосрочные и малоликвидные (относительно других банковских активов) инвестиции в недвижимость. Капитализация банковского сегмента также находится на высоком уровне.

Несмотря на высокий уровень достаточности капитала, уставной фонд банка был дополнительно увеличен в 2004 г. Однако, если в 2006-2007 гг. банк продолжит наращивать активы теми же темпами, то для сохранения капитализации на должном уровне через два-три года понадобится новое увеличение акционерного капитала.

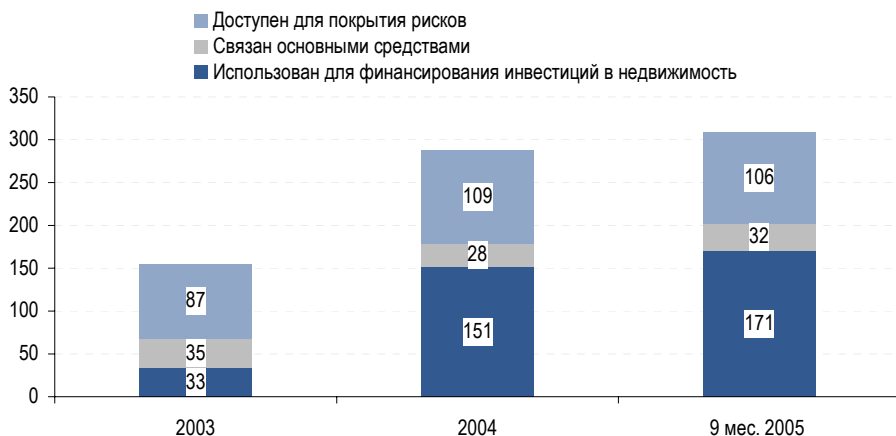
Рисунок 6. Коэффициент достаточности капитала



Источники: Собинбанк, оценка Ренессанс Капитала

Акционерный капитал банка выполняет две основные функции: покрытие непредвиденных убытков и финансирование основных средств и неликвидных активов. Наибольшее значение для кредиторов имеет тот факт, что для покрытия рисков может быть использована значительная часть капитала Собинбанка (см. рис. 7).

Рисунок 7. Качество капитала, USD млн

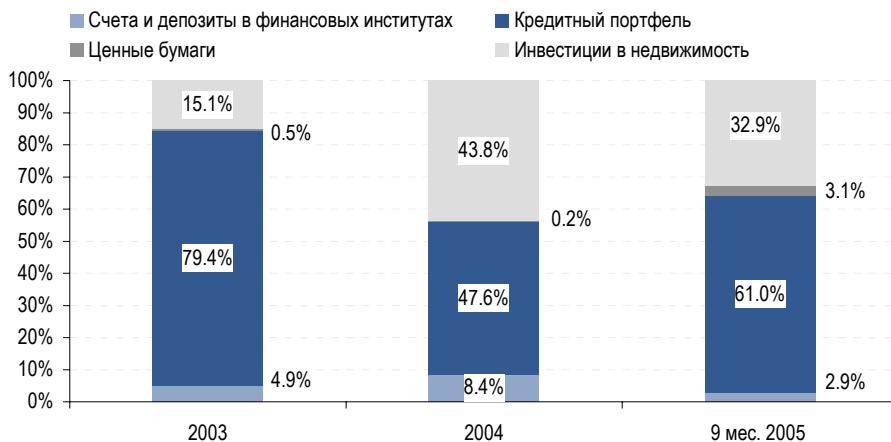


Источники: Собинбанк, оценка Ренессанс Капитала

Качество активов и риски

Структура рисков Собинбанка в основном определяется качеством его кредитного портфеля. Доли ценных бумаг и межбанковских рисков незначительны (хотя первая, вероятно, будет расти в связи со стремлением банка увеличивать активность на финансовых рынках).

Рисунок 8. Структура работающих активов

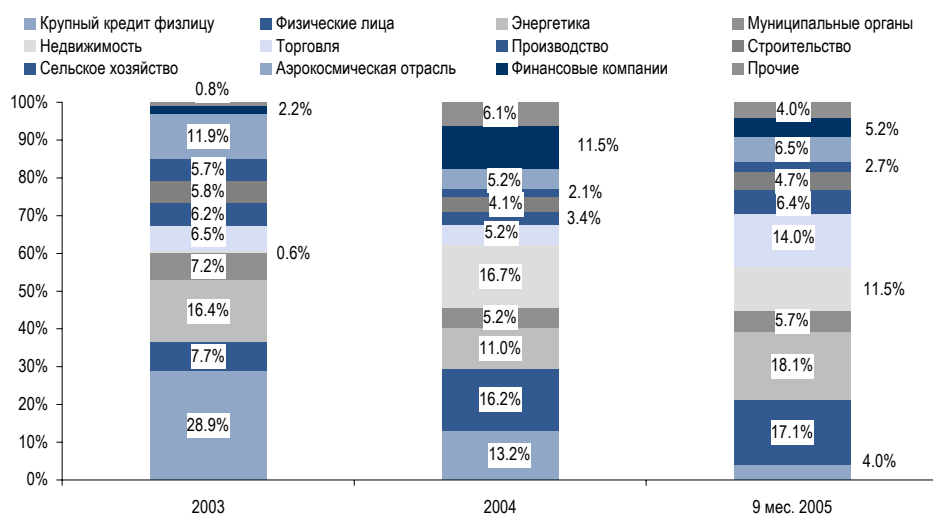


Источник: Собинбанк

Для кредитного портфеля Собинбанка (в отличие от большинства прочих российских банков) характерна низкая степень концентрации рисков, поскольку ему удается обеспечить высокую отраслевую диверсификацию кредитного портфеля (см. рис. 9). В целом корреляция отраслевых рисков в структуре кредитного портфеля Собинбанка незначительна, что также выгодно отличает его от большинства российских конкурентов.

Нам бы хотелось отметить, насколько более сбалансирована стала структура кредитного портфеля Собинбанка по сравнению с 2003 г. В первую очередь значительно уменьшился объем кредита физическому лицу, выданного одному из акционеров банка для инвестиций в недвижимость. Данный кредит был уменьшен с 3 млрд руб. в 2003 г. до 800 млн руб. по состоянию на 30 сентября 2005 г. за счет передачи акционером купленной недвижимости на баланс банка. На данный момент кредит полностью погашен. Де-факто акционер несет большую часть рисков на этапе покупки и оформления недвижимости. Кроме того, заметное увеличение доли кредитов населению и компаниям из сферы торговли способствовало улучшению диверсификации портфеля.

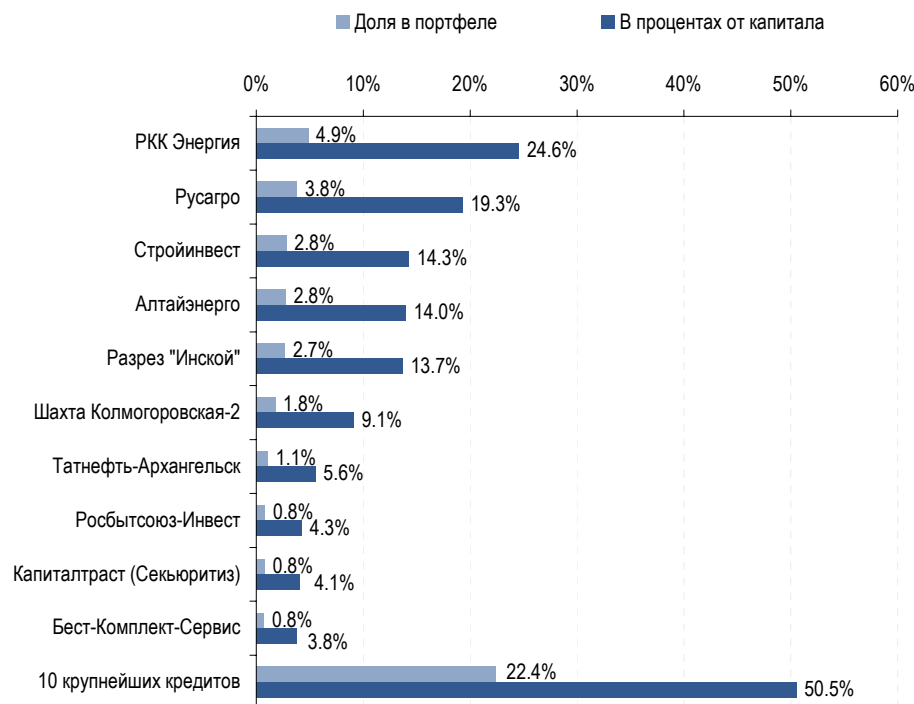
Рисунок 9. Структура кредитного портфеля



Источник: Собинбанк

С точки зрения рисков на одного заемщика Собинбанк также выглядит весьма привлекательно. На долю десяти крупнейших заемщиков приходится менее 25% общего объема кредитного портфеля. Это меньше, чем у большинства российских банков, для которых характерна чрезмерная концентрация кредитов. Размер риска на самого крупного заемщика составляет немногим менее 5% от объема кредитного портфеля и около 25% от объема капитала банковского сегмента. Кроме того, крупные кредиты выдаются компаниям из различных отраслей российской экономики, что позволяет достичь минимальной корреляции кредитных рисков.

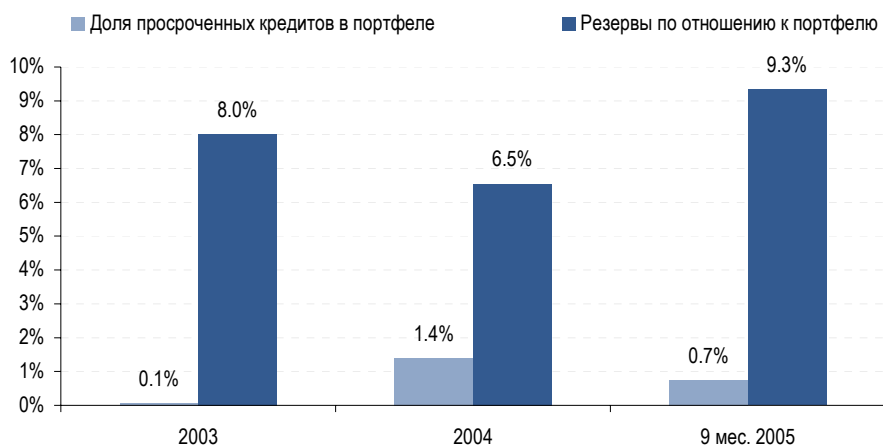
Рисунок 10. Крупные кредиты по состоянию на последнюю отчетную дату



Источники: Собинбанк

В 2004 г. Собинбанк принял решение снизить уровень риска своего кредитного портфеля. Размер кредитного портфеля за 2004 г. не увеличился, несмотря на рост розничного кредитования и кредитования мелких и средних предприятий, поскольку было прекращено кредитование крупных заемщиков с недостаточной степенью надежности. В результате данной политики объем неработающих кредитов Собинбанка в 2005 г. резко сократился, в настоящий момент находится на очень низком уровне и легко покрывается резервами.

Рисунок 11. Качество кредитного портфеля



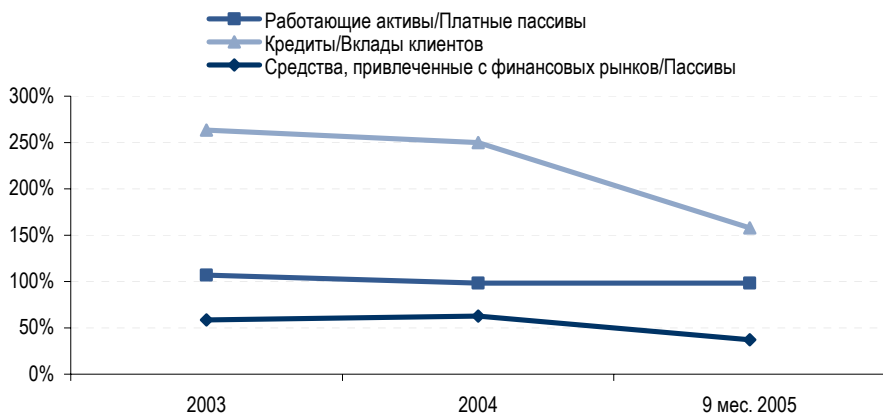
Источники: Собинбанк, оценка Ренессанс Капитала

Рост резервов на покрытие кредитных убытков в 2005 г. в основном вызван консервативной политикой резервирования в управленческой отчетности – банк ни в коем случае не хочет допустить, чтобы подсчитанный аудитором необходимый уровень резервов за 2005 г. оказался выше текущего. Тем не менее, объем кредитного портфеля Собинбанка в 2005 г. рос высокими темпами, и мы полагаем, что доля неработающих кредитов будет неизбежно увеличиваться по мере замедления роста кредитного портфеля.

Ликвидность

При взгляде на основные показатели банковской ликвидности становится очевидна основная слабая сторона ликвидности банка (см. рис. 12). Поскольку мы предполагаем, что определенная часть средств клиентов используется для финансирования сегмента недвижимости, объем оставшихся средств клиентов Собинбанка недостаточен для финансирования портфеля кредитов. Следовательно, банку приходится прибегать к привлечению средств с финансового и межбанковского рынков для финансирования выдаваемых кредитов. В этой связи доля привлеченных с данных рынков средств (за счет выпуска векселей и заимствований на рынке МБК) находится на достаточно высоком уровне – 37% от пассивов. Позитивным фактором, однако, является то, что для финансирования неработающих активов Собинбанк не использует платные средства, поэтому отношение Работающие активы/Процентные обязательства в настоящее время превышает 100%. Кроме того, Собинбанк постепенно сворачивает вексельную программу. Объем обращающихся на рынке высокодоходных векселей (доходность выше 12%) составляет 100 млн руб. (т. е. 2.5% от всего объема), а к концу июня снизится до 30 млн руб. Большая часть векселей используется клиентами банка как аналогичный депозиту инструмент либо находится в залоге у банка, поэтому они не обращаются на рынке.

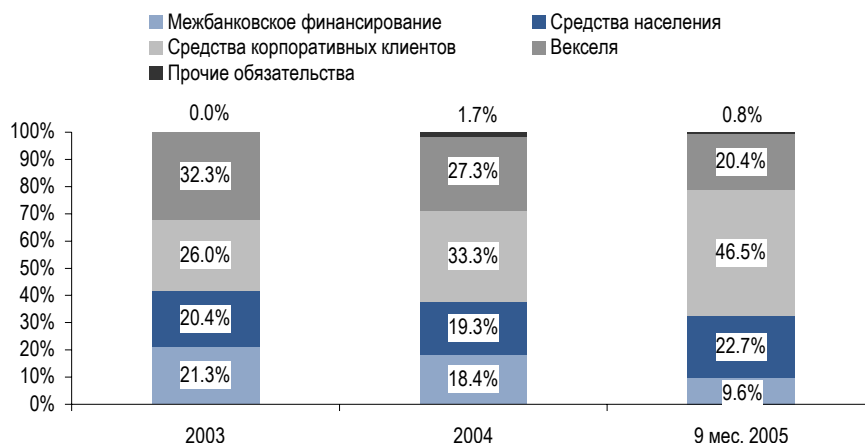
Рисунок 12. Показатели банковской ликвидности



Источники: Собинбанк, оценка Ренессанс Капитала

На рис. 13 представлено изменение структуры пассивов Собинбанка. Во-первых, уменьшается зависимость от средств, привлеченных на межбанковском и финансовом рынках. Во-вторых, растет доля вкладов физических лиц (см. рис. 5). Эти процессы начались уже в 2003 г., но ускорились в 2004 г. после кризиса ликвидности в российской банковской системе. Данный кризис не обошел стороной Собинбанк. Хотя оттока клиентских средств (за исключением некоторых крупных корпоративных клиентов) не наблюдалось, снижение объема рынка МБК заставило Собинбанк продать часть своего розничного кредитного портфеля.

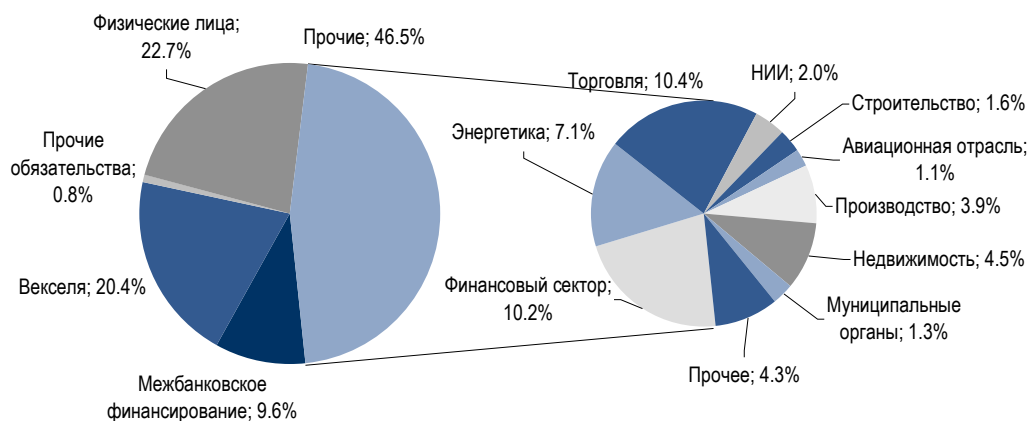
Рисунок 13. Структура пассивов по годам



Источник: Собинбанк

Клиентская база Собинбанка достаточно диверсифицирована с отраслевой точки зрения (см. рис 14), причем денежные средства на счетах и вкладах физических лиц составляют 23% от пассивов банка и 33% от общей суммы средств клиентов. В условиях нормальной ситуации в банковской системе финансирование активов за счет привлеченных средств физических лиц является наиболее стабильным (хотя и не самым дешевым) способом, что позволяет банку удлинять сроки кредитования. Благодаря сравнительно высоким ставкам по кредитам Собинбанк может позволить себе наращивать депозиты физических лиц без значительного ущерба для рентабельности. Так, максимальные ставки, предлагаемые банком по крупным депозитам (выше USD3000) на год составляют 12%. Существует 13%-ный депозит на такой же срок, но он предлагается только для клиентов, взявших в Собинбанке ипотечный кредит. Такие высокие ставки являются не индикатором ликвидности банка, а маркетинговым приемом для расширения клиентской базы физических лиц с доходами выше среднего. Средняя ставка по всем средствам клиентов банка не превышает 5% (см. рис 19).

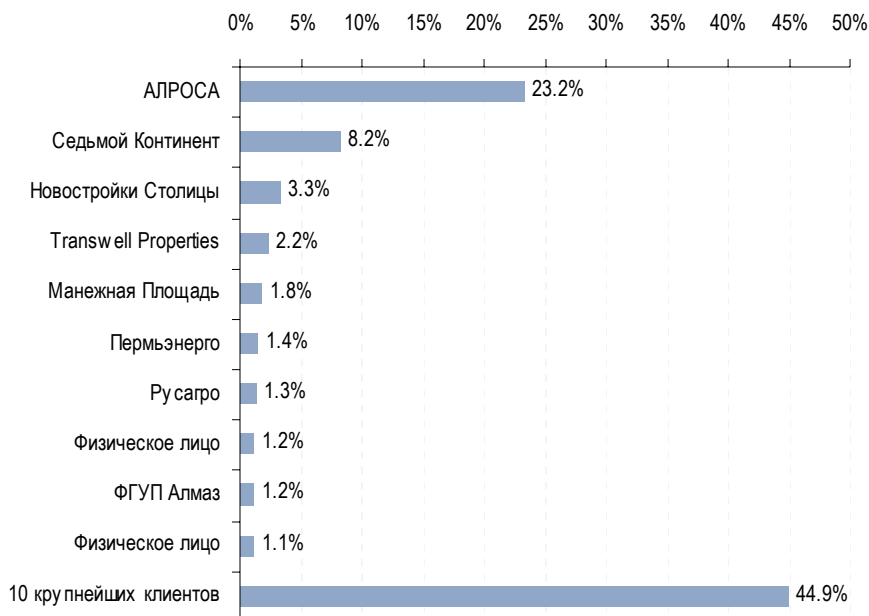
Рисунок 14. Структура пассивов по состоянию на 30 сентября 2005 г.



Источник: Собинбанк

На протяжении прошлых лет АК АПРОСА (один из акционеров Собинбанка) держала в банке значительный объем средств, что создавало определенную зависимость банка от этого крупного вкладчика (см. *рис 15*). К началу 2006 г. объем средств АК АПРОСА в банке был снижен до незначительного (менее USD100000). Зависимость от других вкладчиков практически отсутствует.

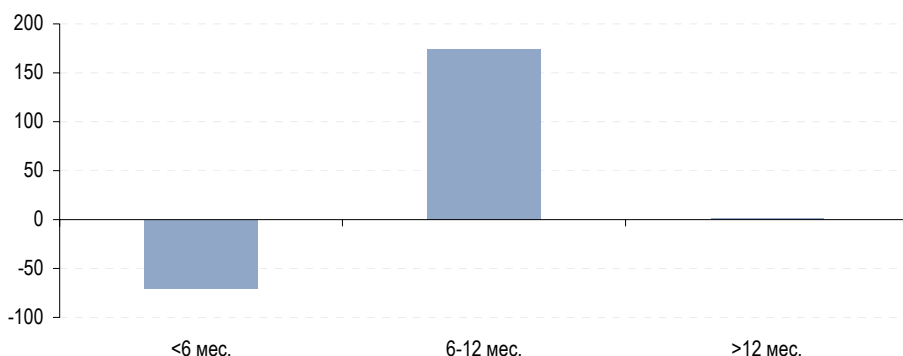
Рисунок 15. Крупные вкладчики на 30 сентября 2005 г.



Источник: Собинбанк

На *рис. 16* приведена статистика Собинбанка по несогласованности сроков активов и пассивов («разрыв ликвидности»): столбец показывает превышение активов над пассивами в определенном диапазоне сроков погашения. К сожалению, отчетность банка за январь-сентябрь 2005 г. по международным стандартам не включает анализ активов и пассивов по срокам, но можно предположить, что ситуация не претерпела значительных изменений.

Рисунок 16. «Разрыв ликвидности» (2004 г.), USD млн, банковский сегмент



Источники: Собинбанк, оценка Ренессанс Капитала

Результаты анализа «разрыва ликвидности» вскрывают еще одно слабое место Собинбанка – дефицит пассивов со сроком от шести месяцев до одного года. Это вызвано тем, что половина инвестиций в недвижимость финансируется средствами клиентов, которые не учтены при анализе «разрыва ликвидности».

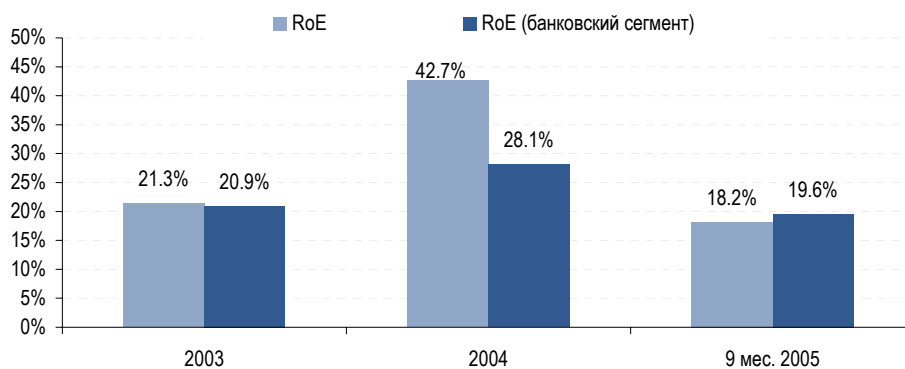
Несомненно, результаты анализа «разрыва ликвидности» не стоит воспринимать слишком буквально, так как в расчет принимаются формальные, а не фактические сроки погашения активов и пассивов. Так, определенная часть средств, размещенных на вкладах до востребования, не снимается в течение шести

месяцев и, следовательно, может быть использована для финансирования среднесрочных активов (анализ рисков ликвидности на *рис. 18* не учитывает данное обстоятельство). Тем не менее, Собинбанку необходимо предпринять определенные действия для увеличения сроков своих пассивов и сокращения «разрыва ликвидности». Выпуск рублевых облигаций – правильный шаг в этом направлении.

Рентабельность

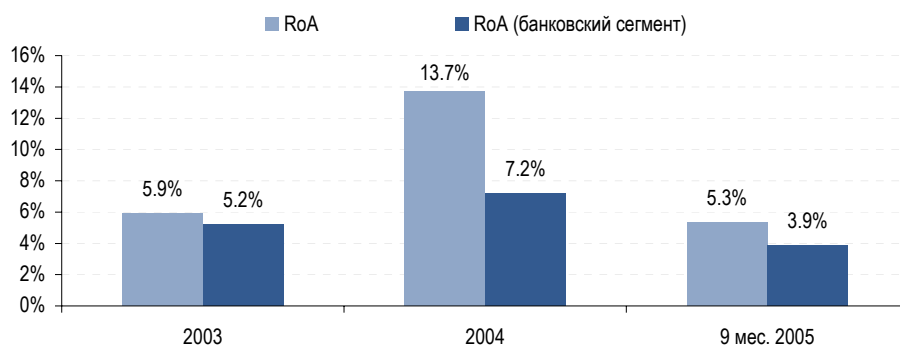
Собинбанк традиционно отличался высокой рентабельностью. Показатель отдачи на капитал был бы еще выше, если бы достаточность капитала банка была не столь высока.

Рисунок 17. Отдача на капитал



Источники: Собинбанк, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 18. Отдача на активы



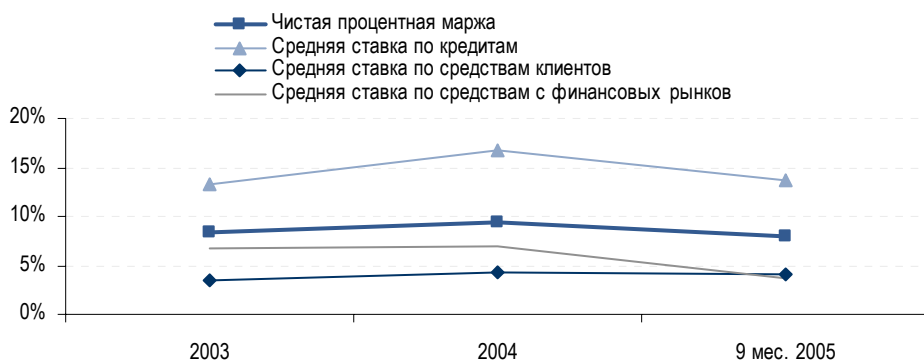
Источники: Собинбанк, оценка Ренессанс Капитала

Мы видим три причины незначительного снижения рентабельности за девять месяцев 2005 г.

- 1) Небольшое сокращение процентных доходов из-за снижения рисков в кредитном портфеле.
- 2) Очень консервативное увеличение резервов под потери по кредитам.
- 3) В 2004 г. продажи объектов недвижимости значительно улучшили показатели рентабельности. В 2005 г. такие продажи были зафиксированы в четвертом квартале, т. е. их результаты не учтены в отчетности за девять месяцев 2005 г.

Анализируя отдельные составляющие чистой процентной маржи (см. *рис. 19*), мы отмечаем очень низкие ставки по привлеченным средствам. Вместе с высокими ставками по кредитам они обуславливают значительный уровень чистой процентной маржи.

Рисунок 19. Процентные ставки Собинбанка в среднем



Источники: Собинбанк, оценка Ренессанс Капитала

Определенное снижение процентных доходов было частично компенсировано ростом комиссионных доходов – наиболее стабильных для банка (см. рис. 20). Источники операционного дохода Собинбанка отличаются высокой степенью диверсификации и стабильности.

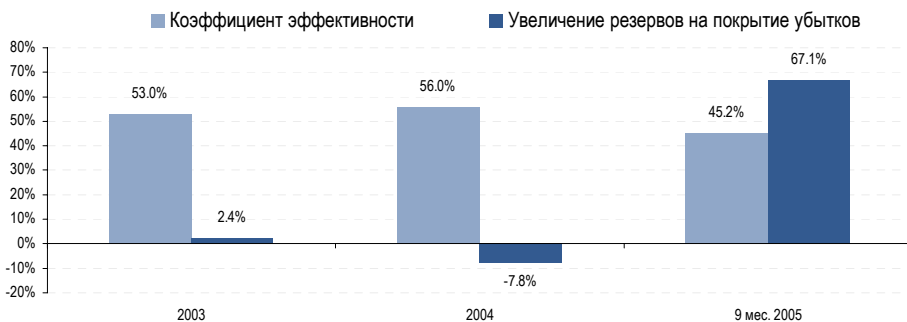
Рисунок 20. Основные источники операционного дохода



Источник: Собинбанк

Что касается операционных затрат, коэффициент эффективности Собинбанка находится на хорошем уровне для банков с сопоставимым количеством филиалов. Согласно нашим прогнозам, эффективность будет возрастать по мере роста самого банка и достижения эффекта экономии на масштабах. Рост резервов на покрытие кредитных убытков в 2005 г. в основном вызван консервативной политикой по созданию резервов в управленческой отчетности – банк ни в коем случае не хочет допустить, чтобы подсчитанный аудитором необходимый уровень резервов за 2005 г. оказался выше текущего. Таким образом, данный рост не вызывает у нас опасений.

Рисунок 21. Анализ структуры затрат, USD млн



Источник: Собинбанк

Приложение. Аудированная финансовая отчетность Собинбанка по МСФО

Балансовый отчет, USD млн

	2003.	2004	30 сент. 2005
Активы			
Касса	47.8	100.7	101.9
Счета и депозиты в Банке России	12.7	9.4	17.8
Счета и депозиты в банках и других финансовых институтах	21.7	58.3	30.3
Кредиты, выданные клиентам	349.9	329.6	632.1
<i>Крупный кредит физическому лицу</i>	109.8	46.5	28.1
<i>Физические лица</i>	29.3	57.1	119.3
<i>Энергетическая и горнодобывающая промышленность</i>	62.2	38.9	126.5
<i>Муниципальные органы</i>	27.2	18.4	39.5
<i>Недвижимость</i>	2.4	59.1	79.9
<i>Торговля</i>	24.7	18.4	97.7
<i>Производство</i>	23.7	12.0	44.8
<i>Строительство</i>	22.2	14.4	33.1
<i>Сельское хозяйство</i>	21.7	7.3	18.9
<i>Авиация и аэрокосмическая отрасль</i>	45.4	18.4	45.3
<i>Финансовые и инвестиционные компании</i>	8.3	40.7	36.4
<i>Прочие</i>	3.2	21.6	27.7
<i>Резерв под возможное обесценение</i>	(30.5)	(23.1)	(65.1)
Финансовые инструменты, предназначенные для торговли	2.3	1.1	32.0
Инвестиции в дочерние компании и зависимые компании	-	109.2	132.1
Инвестиционная собственность	66.7	193.8	209.0
Прочие активы	2.1	14.8	6.1
Основные средства	35.0	27.7	31.7
Итого активы	538.0	844.5	1,192.9
Обязательства			
Счета и депозиты банков и других финансовых институтов	81.4	102.4	85.2
Текущие счета и депозиты клиентов	177.7	292.5	611.6
<i>Вклады населения</i>	78.1	107.1	200.7
<i>Текущие счета и депозиты корпоративных клиентов</i>	99.6	185.4	410.9
Векселя	123.7	151.9	180.6
Прочие обязательства	0.1	5.3	6.7
Отложенные налоговые обязательства	-	4.4	-
Итого обязательств	382.8	556.5	884.1
Собственные средства			
Уставный капитал	186.5	223.2	217.3
Эмиссионный доход	55.2	58.6	57.0
Фонд переоценки основных средств	3.9	1.1	2.0
Накопленный убыток	(90.4)	5.2	6.6
Прочие собственные средства	-	-	25.7
Итого собственные средства	155.2	288.1	308.7
Итого обязательства и собственные средства	538.0	844.5	1,192.9

Источник: Собинбанк

Отчет о прибыли и убытках, USD млн

	2003	2004	9 мес. 2005
Процентные доходы	47.4	61.8	55.9
Кредиты, выданные клиентам	46.7	61.2	53.8
Долговые ценные бумаги	0.2	0.3	1.0
Счета и депозиты банков	0.5	0.4	1.1
Процентные расходы	(18.8)	(26.0)	(23.4)
Текущие счета и депозиты клиентов	(5.4)	(9.9)	(14.0)
Счета и депозиты банков	(4.3)	(4.4)	(2.3)
Векселя	(9.1)	(11.7)	(7.0)
Чистый процентный доход	28.6	35.8	32.5
Комиссионные доходы	15.0	22.1	20.1
Комиссионные расходы	(1.7)	(7.1)	(3.0)
Чистый комиссионный доход	13.3	15.0	17.1
Чистый доход от операций с ценными бумагами	-	0.3	1.7
Чистый результат от операций с иностранной валютой	8.5	15.9	3.0
Чистый доход от производным финансовым инструментам	1.5	-	-
Прочие доходы	0.7	2.0	8.9
Операционные доходы	52.5	68.9	63.1
Общие административные расходы	(27.8)	(38.6)	(28.6)
Резервы для покрытия убытков по кредитному портфелю	(4.3)	9.3	(43.1)
Резервы для покрытия убытков по забалансовым обязательствам	3.0	(4.0)	0.7
Операционные расходы	(29.1)	(33.3)	(70.9)
Доход/(убыток) от реализации инвестиционной собственности	(2.2)	42.0	-
Доход от переоценки инвестиционной собственности	8.0	15.9	20.6
Доход от аренды инвестиционной собственности	-	1.1	-
Расход от переоценки инвестиционной собственности	-	(0.7)	-
Чистый доход от инвестиционной собственности	5.8	58.2	20.6
Расходы от предоставления активов по ставкам ниже рыночных	-	(3.1)	3.2
Чистый внереализационные доходы (расходы)	-	(3.1)	3.2
Прибыль/(убыток) до налогообложения	29.2	90.8	16.0
Доля в чистой прибыли/убытке ассоциированных компаний	-	9.4	26.1
Налог на прибыль	(0.6)	(5.7)	(1.3)
Чистая прибыль / (убыток)	28.6	94.6	40.8

Источник: Собинбанк

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

103009, Москва, Вознесенский переулок, 22
Тел.: 258 7777; факс: 258 7778
www.rencap.ru

РЕНЕССАНС КАПИТАЛ УПРАВЛЕНИЕ ПО РАБОТЕ С ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ

Заместитель председателя правления ИГ Ренессанс Капитал
Нил Харви
тел. 204 4483, nharvey@rencap.com

Руководители управления по работе с долговыми обязательствами

Брайан Лазелл
204 4484
blazell@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
258 7946
amoisseev@rencap.com

Аналитика

Алексей Моисеев	amoisseev@rencap.com	258 7946
Павел Мамай	pmamai@rencap.com	258 7708
Владимир Пантюшин	vpantushin@rencap.com	258 7930
Петр Гришин	pgrishin@rencap.com	258 7789
Валентина Крылова	vkrylova@rencap.com	258 7968
Наргиз Садыхова	nsadykhova@rencap.com	258 4356
Олеся Черданцева	ocherdantseva@rencap.com	783 5693

Клиентские операции

Киран Доннелли	kdonnelly@rencap.com	204 4457
Александр Чекин	atchekine@rencap.com	204 4475
Михаил Зарецкий	mzaretsky@rencap.com	258 7943
Петр Кривдин	pkrivdin@rencap.com	258 7769
Денис Арцинович	dartsinovich@rencap.com	258 7985
Илья Ремизов	iremizov@rencap.com	258 4376

Торговые операции

Антон Завьялов	azavialov@rencap.com	258 7975
Дмитрий Якушин	dyakushin@rencap.com	204 4466
Сергей Петров	spetrov@rencap.com	258 7982
Александр Семенников	asemennikov@rencap.com	258 7765
Дмитрий Кузнецов	dkuznetsov@rencap.com	783 5655

Синдикация

Артур Плауде	aplaude@rencap.com	725 5218
--------------	--------------------	----------

Структурные продукты

Алистер Куксон	acookson@rencap.com	783 5658
Павел Васильев	pvasilyev@rencap.com	258 7752
Мажид Пайч	mpajic@rencap.com	204 4455

Редакционно-издательский отдел

Екатерина Малахова	emalakhova@rencap.com	258 7764
Оксана Бутурлина	obuturlina@rencap.com	725 5221
Мария Дунаева	mdunaeva@rencap.com	258 7762
Станислав Захаров	szakharov@rencap.com	258 7926

Администраторы

Юлия Попова	jpopova@rencap.com	725 5216
Елена Мишина	emishina@rencap.com	258 7974

Котировки и результаты аналитических исследований компании Ренессанс Капитал можно найти на странице RENA в Bloomberg или получить, позвонив нам.

© 2006 Ренессанс Капитал. Все права защищены законодательством.

Данный отчет имеет только информационное значение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Этот материал не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Отчет основан 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 отчете, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в нем. Мы не берем на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в отчете или исправлять возможные неточности. Ренессанс Капитал 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.

Этот материал выпущен группой компаний Ренессанс Капитал. 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 подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.