

## Банк Русский Стандарт Отчетность за 2007 г. по МСФО

**Банк Русский Стандарт опубликовал аудированную отчетность за 2007 г. по МСФО.** Представленные результаты не преподнесли сюрпризов и полностью соответствовали предварительным ориентирам, озвученным ранее руководством. В целом, отчетность отражает стабильность финансового состояния банка, и поэтому мы сохраняем позитивную оценку кредитного качества эмитента.

**Падение рентабельности во втором полугодии – искусственный бухгалтерский эффект.** При первом прочтении отчетности внимание привлекает чистый убыток, зафиксированный по итогам июля-декабря прошлого года (-USD27 млн). Тем не менее, комментарий аудитора отражает другую картину: 23 августа 2007 г. банк принял решение отказаться от взимания ежемесячных сборов и комиссий, вследствие чего, в соответствии со стандартами отчетности, ему пришлось продисконтировать новые денежные потоки по кредитам по начальной процентной ставке. Согласно расчетам аудиторов, пересмотр политики привел к следующим изменениям в отчете о прибыли и убытках:

- процентный доход за 2007 г. сократился на 11.7 млрд руб.;
- отчисления в резервы уменьшились на 1.4 млрд руб.;
- процентные доходы увеличились на 0.6 млрд руб. из-за изменения ожидаемых сроков погашения автокредитов.

С корректировкой на указанные изменения и единовременный доход от продажи портфеля автокредитов (2.5 млрд руб.) чистая прибыль за июль-декабрь прошлого года, по нашим расчетам, составила бы 4.9 млрд руб. Несмотря на значительное снижение прибыли относительно результата первого полугодия (10.2 млрд руб.), коэффициент рентабельности активов оказался бы весьма высоким (5% в годовом исчислении). Мы ожидаем, что в 2008 г. банку удастся поддерживать показатель рентабельности активов (ROA) на уровне 5-7% при среднем по российскому банковскому сектору показателе примерно 2%.

**В прошлом году активы почти не выросли.** В отличие от прошлых лет, когда Банк Русский Стандарт стремительно наращивал активы (по итогам 2006 г. их прирост составил 66%), в прошлом году активы увеличились лишь на 8%. На наш взгляд, падение темпов роста связано главным образом с давлением регулирующих органов, которое побудило банк к полномасштабному пересмотру кредитной политики, а также с кризисом на мировых рынках долгового капитала и недоступностью заемных средств. Мы прогнозируем ускорение роста активов в 2008 г., хотя и небольшими темпами.

**ЭПС ниже, в соответствии с новой структурой продуктов.** В августе прошлого года банк отменил все ежемесячные комиссии за обслуживание счетов, что привело к существенному снижению эффективной процентной ставки (ЭПС), особенно в сегменте кредитных карт (с 79% в конце 2006 г. до 37% годом позже). Сокращение доходов, впрочем, оказалось не таким значительным, как падение ЭПС. Согласно нашим расчетам, доходность портфеля снизилась приблизительно на 8 п. п. – с 43% в первом полугодии до 35% во втором. Мы связываем столь значительную разницу с особенностями расчета ЭПС по МСФО, основанного на моделировании.

Таблица 1. Банк Русский Стандарт: корректировка показателей отчета о прибыли и убытках

Млрд руб.	2006	1 пол. 2007	2 пол. 2007	2007
Чистые процентные доходы по отчетности	52.1	30.1	14.1	44.1
(+) корректировка на бухгалтерский эффект	0.0	0.0	11.7	11.7
Чистые процентные доходы после корректировки	52.1	30.1	25.8	55.9
Отчисления в резервы по отчетности	22.4	10.2	8.5	18.6
(+) корректировка на бухгалтерский эффект	0.0	0.0	1.4	1.4
Чистые процентные доходы за вычетом отчислений в резервы по отчетности	29.7	19.9	5.6	25.5
Чистые процентные доходы после корректировки отчислений в резервы	29.7	19.9	15.9	35.8
Единовременный доход от продажи портфеля автокредитов	0.0	0.0	2.5	2.5
Доход от изменения расчетного срока выплаты автокредитов	0.0	0.0	0.6	0.6
Чистая прибыль по отчетности	14.5	10.2	-0.7	9.5
Чистая прибыль после корректировки	14.5	10.2	4.9	15.1

Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

Несмотря на то, что отказ от комиссий вызвал существенные разовые убытки, признанные в отчетности, уменьшение доходности активов и полномасштабный пересмотр бизнес-модели, мы видим и некоторые позитивные аспекты в этом событии. Во-первых, структура продуктов банка стала более прозрачной, что снижает риски предъявления претензий со стороны регуляторов. Во-вторых, замедление темпов роста активов позволит повысить достаточность капитала. В-третьих, обновленная бизнес-модель в большей степени соответствует стандартам международных институтов, работающих на рынке потребительского кредитования, что, по нашему мнению, повышает привлекательность российского банка в глазах стратегических инвесторов, которые могут проявить интерес, если контролирующей акционер Р.Тарико примет решение об уменьшении своей доли.

**Качество активов практически не изменилось...** По состоянию на конец 2007 г. сумма просроченной задолженности (NPLs), согласно отчетности банка, составляла 5.25% от кредитного портфеля, немного превысив показатели предшествующих отчетных периодов (4.6% на 31 декабря 2006 г. и 4.8% на 30 июня 2007 г.). На наш взгляд, повышательная тенденция объясняется исключительно «созреванием» кредитного портфеля, а результаты в целом свидетельствуют об относительно высоком качестве активов банка. Важнее другое: уровень просроченной задолженности по основному продукту (кредитные карты, на которые приходится 52% всего портфеля) снизился в течение прошлого года с 6.0% до 5.25%, тогда как общий рост доли просроченной задолженности обусловлен ухудшением качества автокредитов, на которые приходится около 10% кредитного портфеля.

**...и может улучшиться в 2008 г.** В сентябре прошлого года помимо отмены сборов и комиссий банк кардинальным образом пересмотрел политику предоставления кредитов, существенно ужесточив критерии скоринговой модели и требования к заемщикам с целью сокращения потерь по кредитам. Предпринятые банком меры еще не нашли отражения в показателях просроченной задолженности на конец прошлого года, но основанный на данных управленческого учета анализ просроченной задолженности по поколениям (*vintage NPL statistics*) показывает, что выданные в сентябре-декабре прошлого года кредиты по качеству существенно превосходят кредиты, которые были предоставлены в январе-августе. Рост качества портфеля подтверждается агентством S&P, которое в недавнем пресс-релизе и в ходе телеконференции назвало улучшение просроченной задолженности по поколениям действительно впечатляющим.

**Уровень ликвидности остается высоким.** Как мы уже неоднократно отмечали, одной из позитивных кредитных характеристик банков, работающих на рынке потребительского кредитования является краткосрочный характер активов. Хотя оценка избытка ликвидности (*positive liquidity gap*) в 90 млрд руб. между активами и пассивами Банка Русский Стандарт со сроком погашения до трех месяцев построена на основе статистических моделей и может заметно снизиться в стрессовых сценариях, опыт показывает, что в последние месяцы банку удавалось гасить большие объемы обязательств (в размере примерно USD1 млрд с сентября 2007 г.) за счет средств, получаемых от погашения кредитов. До конца 2008 г. банку предстоит выплатить синдицированные кредиты в размере примерно USD250 млн, для чего вполне достаточно текущего объема ликвидных активов. Возможно, еще USD420 млн банку придется выплатить в ходе исполнения оферт по его рублевым облигациям. Тем не менее, ему вряд ли понадобится выкупать собственные бумаги в полном объеме, принимая во внимание недавнее успешное возвращение на рынок седьмого выпуска облигаций банка.

**Приток пассивов продолжается.** Хотя рынки долгового капитала были фактически закрыты в прошедшие восемь месяцев, Банку Русский Стандарт удалось привлечь новый капитал. Основными источниками стали: 1) сделка по секьюритизации портфеля кредитных карт в размере 12.5 млрд руб., завершившаяся в декабре 2007 г.; 2) средства бюджета Санкт-Петербурга объемом 6 млрд руб., которые были размещены на счетах банка в декабре 2007 г. – феврале 2008 г. по результатам аукционов и по-прежнему находятся

там, согласно его отчетности по российским стандартам на первое апреля; 3) размещенные на депозитах в Банке Русский Стандарт в результате состоявшегося в конце апреля аукциона средства федерального бюджета на сумму примерно 3.4 млрд руб. (показатель соответствует 10% собственного капитала банка).

Из общения с руководством банка мы сделали вывод о том, что в ближайшем будущем основными источниками финансирования для Банка Русский Стандарт станут двусторонние межбанковские сделки и депозиты крупных корпоративных клиентов. В более долгосрочной перспективе рассматривается возможность сделок по секьюритизации и размещения облигаций, если спрос на новые выпуски, наблюдавшийся в прошедшие недели, окажется устойчивым.

**Последние действия рейтинговых агентств едва ли можно считать обоснованными.** Одиннадцатого апреля агентство S&P понизило прогноз по рейтингу Банка Русский Стандарт со «стабильного» на «негативный», мотивировав свое решение снижением рентабельности. Мы уже отмечали, что данное решение представляется нам не до конца обоснованным, и анализ аудированных финансовых показателей банка лишь подтверждает нашу точку зрения, свидетельствуя о том, что нулевая рентабельность за второе полугодие, действительно, является искусственным бухгалтерским эффектом. Вместе с тем, мы обеспокоены вероятностью аналогичных мер со стороны других агентств, особенно Moody's, которое на данный момент оценивает Банк Русский Стандарт на одну ступень выше S&P и Fitch. В целом, слишком консервативный подход рейтинговых агентств к оценке банка, на наш взгляд, обусловлен скорее внешней конъюнктурой, нежели ухудшением кредитного качества эмитента.

**Мы по-прежнему позитивно оцениваем кредитное качество Банка Русский Стандарт,** поскольку считаем высокой его способность генерировать прибыль. Наши основные опасения связаны сохраняющейся негативной конъюнктурой рынков долгового капитала, хотя до настоящего момента банк демонстрировал высокую ликвидность и заметную гибкость в привлечении новых средств. По нашим прогнозам, в предстоящие месяцы основным фактором, определяющим динамику котировок облигаций Банка Русский Стандарт станет информация о новых выпусках.

# 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

#### Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
NZagvozdina@rencap.com

#### Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
ABurgansky@rencap.com

#### Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг  
+ 38 (044) 492 7394  
WWillwong@rencap.com

#### Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
AMoiseev@rencap.com

#### Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов  
+ 7 (727) 244 1581  
GSalimov@rencap.com

#### Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш  
RNash@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

#### Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл  
DNangle@rencap.com  
Светлана Ковальская

#### Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс  
REdwards@rencap.com  
Юрий Власов

#### Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский  
ABurgansky@rencap.com  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
ALandes@rencap.com  
Елена Савчик  
Евгения Дышлюк  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

#### Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина  
NZagvozdina@rencap.com  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Типсина

#### Сектор недвижимости + 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков  
AYazykov@rencap.com  
Александр Венгранович

#### Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги  
AKazbegi@rencap.com  
Иван Ким  
Тибор Бокор  
Дэвид Фергусон

#### Транспорт и автомобилестроение + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов  
EFaritov@rencap.com  
Ольга Ареева

#### Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова  
MAlexeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

#### Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг  
DWeaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Складя

#### Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева  
KMalofeeva@rencap.com  
Елена Шарипова  
Игорь Лебединец  
Нина Дергунова

#### Украинский рынок акций, стратегия + 38 (044) 492 7394

Уилфред Уиллвонг  
WWillwong@rencap.com  
Джефффри Смит  
Владимир Динул  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Владислав Носик  
Сергей Петренко  
Константин Головкин

#### Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244 1581  
Гайрат Салимов  
GSalimov@rencap.com  
Екатерина Газадзе

#### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
EMalakhova@rencap.com  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун  
Анна Богданова

#### Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев  
AMoiseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Татьяна Санникова  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

#### Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин  
PGrishin@rencap.com  
Алексей Булгаков  
Максим Раскоснов  
Андрей Марков

#### Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова  
OSTepanova@rencap.com  
Юлия Попова  
Анна Кучеревская

#### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
AWaldman@rencap.com  
Патриция Сомервилль  
Лорен Мэнди

© 2008 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 подвергаются 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