



**Российские корпоративные облигации**  
специальный обзор

16 июля 2009 г.

**Розничные банки в 2009 году:  
«БОЛЬШИЕ ПОТРЕБНОСТИ  
ПОТРЕБИТЕЛЬСКОГО  
КРЕДИТОВАНИЯ»**

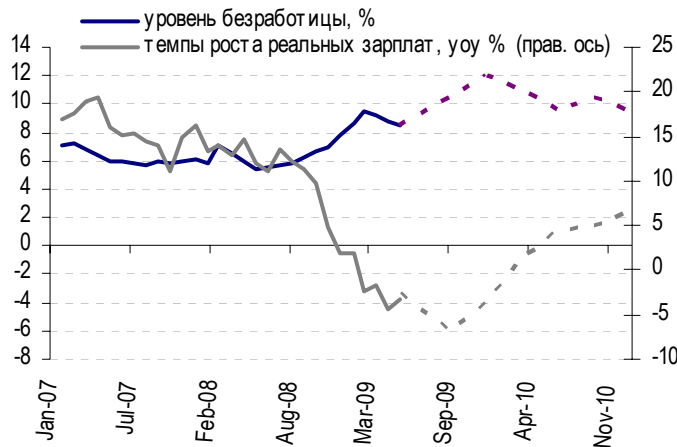
Константин Сорин  
+7(495) 981-2893  
[konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru](mailto:konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru)

**Мы решили оценить перспективы сегмента потребительского кредитования в России**

В последние годы рост объемов розничного кредитования в России измерялся двухзначными цифрами и к началу 2009 года достиг 4 трлн. рублей или 21% всего кредитного портфеля банковской системы страны. Но финансовый кризис все в большей степени сказывается на российском населении: растет безработица, снижаются реальные доходы. В этой связи мы решили проанализировать состояние и оценить перспективы специализированных розничных банков.

**Мы ожидаем дальнейшего роста уровня безработицы и снижения роста реальных зарплат**

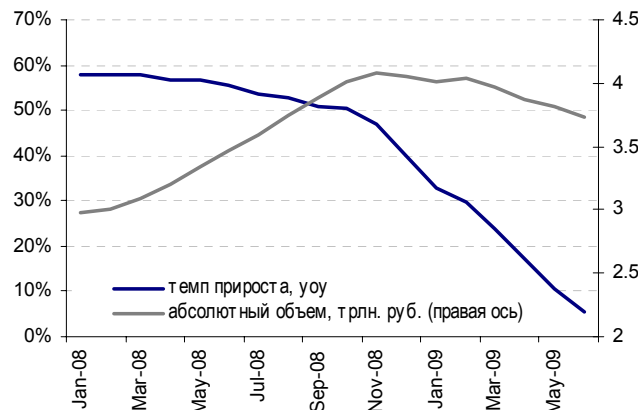
По нашему мнению население России еще полностью не ощутило последствия недавнего шока в промышленности, и во второй половине 2009 года мы ожидаем продолжения роста безработицы и снижения доходов потребителей. Рынок труда перестраивается довольно медленно, многие компании откладывают увольнения, но, в конечном итоге, они будут вынуждены тем или иным способом снижать свои издержки на рабочую силу. Несмотря на сезонный спад, наблюдающийся с февраля по май 2009 года, уровень безработицы может достигнуть 12-13% к концу 2009. Хотя в 2010 году на рынке труда и ожидается определенная коррекция, безработица по-прежнему будет высокой (около 9%-10%), а полной стабилизации в сфере занятости мы ожидаем лишь к концу 2011 г.



Источник: Росстат; пунктирные линии – прогноз Райффайзенбанка

**Мы полагаем, что спад в розничном кредитовании отчасти обусловлен снижением спроса на кредиты**

Статистика ЦБ РФ по розничному кредитованию говорит как о заметном снижении темпов его роста, так и падении абсолютного объема таких кредитов. Мы склонны полагать, что данная динамика обусловлена не только ограниченными возможностями банков, но также и заметным снижением спроса со стороны населения на кредитные продукты. Согласно социологическим опросам, потребители стали намного осторожнее и даже те из них, которые не потеряли работу, откладывают покупки товаров длительного пользования на лучшие времена и не торопятся брать кредиты. Кроме того, мы также полагаем, что постепенный рост финансовой грамотности заставляет людей отказываться от потребительских кредитов из-за высоких процентных ставок.



Источник: Банк России

*Мы будем рассматривать три банка, чей кредитный профиль напрямую зависит от потребительского поведения*

В данном отчете мы будем рассматривать деятельность и перспективы только специализированных розничных банков Русский Стандарт, ХКФ-Банк и Ренессанс Кредит. Выбор обусловлен тем, что данные банки, по сути, представляют собой монопродуктовые финансовые институты, деятельность которых наиболее подвержена, описанным выше макроэкономическим факторам. Хотя совокупный кредитный портфель этих банков и составляет лишь 7% от общего объема розничных кредитов в стране, наши выводы могут быть в определенной степени экстраполированы на результаты розничных направлений универсальных банков.

*Бум потребления в России создал хорошие предпосылки для бурного роста доходов в потребительском кредитовании...*

В первую очередь, стоит кратко описать бизнес-модель специализированного розничного банка: краткосрочный кредитный портфель с высокой эффективной ставкой (сформированный по принципу «хороший заемщик платит за себя и за того парня») финансируется за счет длинных и дешевых заимствований на рынках капитала. Бум потребления в России с одной стороны и благосклонность инвесторов и рейтинговых агентств с другой, послужили катализатором бурного роста этого бизнеса и доходов специализированных розничных банков.

*... однако так ли эффективна эта бизнес модель в сложившихся условиях?*

Стоит отметить, что такая благосклонность основывалась на двух постулатах: а) благодаря высокой эффективной кредитной ставке такие банки могут абсорбировать даже большие убытки, б) краткосрочная структура кредитных портфелей позволяет вовремя и в нужном объеме аккумулировать средства для погашения рыночных долгов в том случае, если рефинансировать их невозможно.

Сейчас становится вполне очевидно, эта бизнес модель столкнулась с двумя основными факторами риска одновременно – рынок долга закрыт, а качество портфелей начинает стремительно ухудшаться. В такой ситуации нам хотелось бы понять, настолько ли бизнес-модель специализированного розничного банка эффективна и безопасна как это принято считать.

*Мы сравниваем эффективность банков по уровню «внутренней маржи»*

Для того чтобы понять эффективность бизнес модели специализированного розничного банка в текущих условиях, мы будем использовать универсальный показатель, который также позволит адекватно проводить сравнение выбранных нами игроков. Для устранения различий в подходах банков к раскрытию данных о проблемных кредитах, списании безнадежных долгов, а также метода формирования дохода по кредитному портфелю мы будем сравнивать их по другому показателю – «внутренняя маржа».

	Русский Стандарт		ХКФ-Банк			Ренессанс кредит	
	2008	2007	1кв09	2008	2007	2008	2007
в (%) усреднен. кред. портфелю							
Чистый процентный доход	22.9%	24.8%	24.0%	25.2%	24.1%	18.0%	13.4%
Чистый комиссионный доход	(0.3)%	1.3%	6.1%	8.4%	8.5%	10.8%	9.6%
Расходы на создание резервов	(6.0)%	(10.5)%	(17.5)%	(11.3)%	(13.6)%	(11.3)%	(12.3)%
Адм. и прочие операционные расходы	(11.0)%	(10.2)%	(10.4)%	(15.7)%	(14.3)%	(12.7)%	(12.6)%
<b>Внутренняя маржа (сумма всех строк)</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.4%</b>	<b>2.1%</b>	<b>6.7%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.2%</b>	<b>(1.9)%</b>

Источник: аудированные данные по МСФО

*По сути, этот показатель отражает рентабельность основного бизнеса банка*

Данный показатель рассчитывается как сумма чистых процентных и комиссионных доходов за вычетом расходов на создание резервов и административных расходов, отнесенная к усредненному кредитному портфелю до вычета резервов. По сути «внутренняя маржа» говорит нам о рентабельности кредитных операций банка – т.е. основного бизнеса специализированного розничного банка.

<p><i>Мы отмечаем существенный рост «стоимости риска» у ХКФ-Банка в 1 кв. 2009...</i></p>	<p>При сравнении трех банков, первым делом обращает на себя внимание динамика расходов на создание резервов (или т.н. стоимость риска), которую продемонстрировал ХКФ-Банк в первом квартале 2009 года. Приведенный к годовому значению рост стоимости риска составил более 50%, что привело к заметному сокращению внутренней маржи (более чем в 3 раза). По сравнению с результатами первого квартала 2008 стоимость риска возросла на 30%, а внутренняя маржа сократилась на 60%.</p>
<p><i>... и полагаем, что это лишь начало негативной тенденции для всех рассматриваемых банков...</i></p>	<p>Мы не располагаем отчетностью по МСФО остальных двух банков, но считаем, что вполне логично будет предположить, что схожую динамику в первом квартале могли продемонстрировать и они. На первый взгляд, несмотря на значительный рост провизий, все три банка достаточно хорошо подготовлены для того, чтобы оставаться прибыльными при возросшем объеме дефолтов в кредитном портфеле. Однако, по нашему мнению, проблема заключается в том, что столь резкий рост стоимости риска в первом квартале является лишь началом, и такая же (если не хуже) динамика будет показана и во втором квартале 2009 года.</p>
<p><i>... что косвенно подтверждается резким ростом просрочки у энергосбытовых компаний</i></p>	<p>Помимо негативных прогнозов по уровню безработицы, наше предположение находит косвенное подтверждение в таком показателе, как динамика просроченной задолженности населения перед энергосбытовыми компаниями. Объем такой просрочки в 1 и 2 квартале 2009 года, в зависимости от региона, увеличился на 40-60%% т.е. показал годовые темпы роста в 120-180%%. Мы полагаем, что данный показатель отражает последние изменения в платежеспособности населения России и может послужить индикатором поведения и заемщиков рассматриваемых нами банков.</p>
<p><i>Мы предполагаем, что в консервативном сценарии стоимость риска у банков удвоится</i></p>	<p>Безусловно, существуют значительные качественные отличия между просроченной задолженностью населения перед банками и сбытовыми компаниями, т.к. последние в отличие от банков не обладают ни системой отбора потребителей, ни службами по сбору долгов. В отсутствии какой-либо дополнительной достоверной информации мы полагаем, что в консервативном сценарии годовой прирост стоимости риска у банков будет ниже показателя энергосбытовых компаний и может ограничиться 100%, что и послужит отправной точкой для нашего дальнейшего анализа.</p>
<p><i>В таком сценарии рассматриваемые нами банки показали бы отрицательную рентабельность</i></p>	<p>При допущении о 100%-ном росте стоимости риска все три рассматриваемые банка показывают отрицательную рентабельность кредитного портфеля на основе данных на конец 2008 года. Внутренняя маржа у Русского Стандарта, ХКФ-Банка и Ренессанс Кредита составила бы -0.2%, -4.6% и -7.2% соответственно.</p>
<p><i>Однако убытки от основного бизнеса могут быть компенсированы прочими доходами в 2009 году</i></p>	<p>Мы обращаем внимание на то, что данные показатели совершенно не обязательно говорят о том, что все специализированные розничные банки в России понесут прямые убытки в 2009 году. Вполне вероятно, что часть из них может быть компенсирована доходами от переоценки валют или выкупа собственных долговых обязательств. Необходимо отметить, что капитализация всех трех банков достаточно высока для того, чтобы абсорбировать возросшие убытки в том случае, если они не будут компенсированы прочими доходами. Тем не менее, основным выводом является то, что при допущенном нами росте провизий, модель специализированного розничного банка может быть убыточной.</p>
<p><i>Ужесточение стандартов кредитования – вполне очевидная мера при снижении доходности портфеля кредитов</i></p>	<p>Вполне очевидным шагом для банка в такой ситуации является ужесточение политики андеррайтинга (т.е. строгости отбора заемщиков) и/или существенное повышение эффективной доходности кредитного портфеля. Мы практически уверены в том, что банки озаботились проблемой грядущих неплатежей на фоне ухудшающейся макросреды задолго до того, как нам удалось ознакомиться с их аудированными данными за 2008 год.</p>

*Однако в условиях стагнации кредитного портфеля эффективность стандартных методов управления риском и доходностью снижается*

Тем не менее, мы хотим отметить, что эффективность двух перечисленных выше методов значительно снижается в том случае, если кредитный портфель банка стагнирует или сокращается. В случае резкого ухудшения качества старых поколений кредитов, упавшую доходность всего портфеля можно заметно повысить лишь нарастив долю кредитов, выданных по новым стандартам (т.е. по более высоким ставкам или заемщикам лучшего качества). Идеальным условием для этого является чистый прирост портфеля, что в текущей рыночной ситуации выглядит маловероятным.

*...поскольку доля новых поколений кредитов в портфеле увеличивается медленно.*

В действительности, в условиях а) недостатка фондирования, б) существенного снижения спроса на потребительские кредиты, а также в) меньшего количества потенциально «хороших» заемщиков, чем во времена экономического роста, банкам скорее придется идти на сокращение портфелей. Аккумулируя существенную часть поступающих погашений для осуществления выплат по накопленным рыночным займам, банки вряд ли смогут быстро преодолеть негативные тенденции в их кредитных портфелях, а, следовательно, их основное направление бизнеса вполне вероятно окажется убыточным в 2009 году.

*Значительная работа может быть проведена в области сокращения операционных издержек*

Следующим вполне логичным шагом банка, столкнувшегося со значительным снижением рентабельности основного бизнеса, было бы сокращение административных и прочих операционных расходов. В данном случае стоит отметить, что в «хорошие времена» быстрый рост бизнеса гарантировал этим банкам очень высокую рентабельность, и они не всегда уделяли достаточное внимание эффективности операций. Таким образом, текущий (вероятно завышенный) объем операционных издержек вполне позволяет провести работу по его существенному сокращению до уровня, который позволил бы привести внутреннюю маржу в положительную зону.

*Однако опыт показывает, что добиться быстрого эффекта в этом направлении сложно*

Тем не менее, нам хотелось бы отметить результаты работы по сокращению издержек в банке Русский Стандарт. Банк столкнулся с такой необходимостью еще во второй половине 2007 года в связи с полной отменой комиссионных платежей по кредитам, а другими словами существенным снижением эффективной доходности кредитного портфеля. Как видно из таблицы, операционные расходы банка возросли в относительном выражении за 2008 год, а в абсолютных цифрах сократились лишь на 1.6%, что говорит о том, что добиться существенного эффекта в краткосрочной перспективе может быть достаточно сложно. Отметим, что основными причинами такой негибкости служат требования КЗоТ по выплатам выходного пособия уволенным сотрудникам, а также штрафные санкции при досрочном расторжении договоров аренды офисных помещений.

*Для восстановления внутренней рентабельности банкам необходимо добиться существенного прогресса хотя бы в одном из трех направлений*

Таким образом, при сделанных нами допущениях, прибыльность основного бизнеса специализированных розничных банков восстановится лишь тогда, когда будет достигнут существенный прогресс хотя бы в одном из следующих направлений:

- существенное сокращение операционных издержек
- постепенное восстановление доходности кредитного портфеля путем его естественной регенерации
- быстрое восстановление доходности кредитного портфеля за счет его роста (требует привлечения достаточного объема пассивов)

*Мы полагаем, что банки встанут перед выбором метода восстановления доходности кредитных портфелей*

Мы не думаем, что у акционеров и менеджмента любого из рассматриваемых нами банков возникли сомнения касательно давно назревшей необходимости в оптимизации издержек, и полагаем, что все они в той или иной степени приступили к работе в данном направлении. К примеру, операционные расходы ХКФ-Банка сократились на 30% в 1 квартале 2009 года по сравнению с 1кв2008 года, а Банк Русский Стандарт ожидает 50%-ного сокращения этого показателя в 2009 году. Таким образом, мы ожидаем, что *a priori* начав борьбу за сокращение издержек, акционеры банков встанут перед выбором – либо медленно восстанавливать доходность кредитного портфеля путем его постепенной регенерации, либо стимулировать быстрое восстановление доходности портфеля за счет его роста.

<i>Плавная регенерация портфеля грозит существенными рисками...</i>	Стоит отметить, что первый вариант (плавная регенерация портфеля) может грозить банку существенными убытками, «проеданием» собственного капитала и, вероятно в некоторых случаях, потерей рыночных позиций. Также вполне вероятно, что «свежие» поколения кредитов, выданные по новым стандартам, могут оказаться убыточными в случае дальнейшего ухудшения экономической ситуации в России, что может поставить под вопрос и более долгосрочную рентабельность бизнеса.
<i>... а восстановление доходности портфеля за счет его роста ограничено низким спросом на потребительские кредиты...</i>	При рассмотрении второго пути, т.е. восстановления доходности портфеля за счет его роста, стоит отметить, что необходимым условием для роста портфеля является наличие достаточного опыта и инструментария для того, чтобы быстро отладить систему андеррайтинга в изменившейся рыночной ситуации. Кроме того, серьезным ограничением здесь будет являться существенное снижение спроса на потребительские кредиты. В таких условиях вполне вероятно, что банку нелегко будет найти достаточное количество клиентов, которые подошли бы под его новые требования.
<i>... и отсутствием достаточного фондирования.</i>	Однако даже если банк и найдет достаточный спрос на свои продукты, серьезной проблемой при выборе второго пути является ограниченность фондирования – вряд ли кто-нибудь сейчас возьмется прогнозировать, когда рынки капитала вновь откроются для частных российских банков. Поэтому, для того, чтобы избежать сокращения кредитного портфеля банка или добиться его роста, акционерам банка придется либо самостоятельно предоставлять фондирование, либо пускать в капитал (целиком или частично) инвесторов.
<i>Фондировать розничный банк собственными ресурсами вряд ли под силу даже крупным акционерам.</i>	Мы полагаем, что потребности в фондировании любого из рассматриваемых нами банков (с учетом необходимости рефинансирования текущих обязательств) неподъемны даже для достаточно крупного акционера. Примером тому может послужить чешская группа PPF, которая в 2008 году (по видимому в надежде на скорое восстановление рынков капитала) начала фондировать дочерний ХКФ-Банк - по нашим оценкам доля материнского фондирования доходила до 20% пассивов банка. Насколько мы понимаем, по состоянию на сегодняшний день, планов по наращиванию фондирования у группы больше нет, а банк ожидает сокращения кредитного портфеля по итогам 2009 года.
<i>Мы считаем, что для банков не способных выбрать путь плавной регенерации портфеля, наиболее разумный шаг это частичная или полная продажа бизнеса.</i>	Стоит отметить, что путь естественной регенерации портфеля и сокращения бизнеса может быть приемлемым только для банков с наиболее прочной капитальной базой, которая позволит им продержаться «на плаву» достаточно долгое время. По нашему мнению для банка с небольшим запасом капитала наиболее разумным шагом была бы частичная или полная продажа бизнеса инвестору, который смог бы обеспечить его достаточным объемом ресурсов для того, чтобы пережить сложные времена. На наш взгляд, вполне очевидно, что лучше быть миноритарным акционером или равноправным партнером работающего бизнеса, нежели единоличным хозяином убыточного банка.
<i>Несмотря на риски, описанные выше, мы позитивно относимся к кредитному профилю специализированных розничных банков</i>	В целом, несмотря на существенные риски сектора потребительского кредитования, мы довольно позитивно относимся к этому сегменту. В отличие от крупных корпоративных банков, высокая грануляция кредитного портфеля специализированного розничного банка исключает потенциальные «неприятные сюрпризы» со стороны крупных корпоративных заемщиков (когда дефолт одного из них может поставить под угрозу платежеспособность всего банка). Стороннему пользователю отчетности специализированного розничного банка гораздо легче оценить его кредитное качество, а так же провести ряд стресс-тестов приближенных к реальным условиям.

Далее мы несколько подробнее остановимся на каждом банке из нашей выборки для того, чтобы понять, кто из них находится в лучшей форме. В дополнение к сделанным нами допущениям, для каждого из банков мы также попытаемся оценить, какой объем поступающих погашений в портфеле может быть направлен на выдачу новых кредитов в стрессовом сценарии. Для этого, мы сделаем следующие допущения:

- средства, полученные от ЦБ, рефинансируются полностью за счет ролл-оверов,
- истекающие по сроку депозиты физ. лиц пролонгируются
- все остальные обязательства исполняются согласно их контрактным срокам
- новое фондирование не привлекается
- уровень дефолтов в кредитном портфеле соответствует сделанным нами ранее допущениям о росте стоимости риска.

*Мы не делаем поправку  
на платежи по  
револьверным  
кредитным картам*

Как мы уже отмечали в наших предыдущих отчетах, у рассматриваемых нами банков существенная часть кредитного портфеля до одного месяца может приходиться на платежи по револьверным кредитным картам. В этом случае, мы не можем с уверенностью говорить о том, что все поступающие погашения превращаются в краткосрочную ликвидность банка, т.к. в том же периоде они снова могут быть востребованы держателями карт. Банки не раскрывают подобную статистику, и мы не будем делать поправки на подобного рода транзакции, однако в том случае если их объем существенен, то результаты теста могут значительно измениться в худшую сторону.

**Банк Ренессанс Кредит (БРК)**

*БРК находится в наименее выгодном положении*

Мы полагаем, что БРК находится в наименее выгодном положении поскольку вышел на рынок потребительского кредитования последним и, по сути, в 2008 году впервые заработал прибыль по основному направлению бизнеса. Мы считаем, что БРК обладает наименьшим запасом прочности среди рассматриваемых нами банков.

*Даже двукратное сокращение операционных издержек не приводит к положительной рентабельности*

Основываясь на цифрах за 2008 год, двукратное увеличение стоимости риска грозит БРК снижением его внутренней маржи до -7.1%, что сразу же нанесло бы существенный удар по капиталу банка (соотношение капитал/активы снижается на треть до уровня в 13.8%). При этом, даже 50%-ное сокращение операционных затрат не вывело бы внутреннюю рентабельность БРК в положительную зону.

*Банк демонстрирует слабую способность к постепенной регенерации портфеля в стрессовой ситуации*

Применяя наш стресс-тест к ликвидности банка, мы приходим к выводу, что порядка 23% поступающих в банк платежей (за вычетом ставки резервирования) могут быть реинвестированы в форме новых кредитов. Таким образом, в стрессовом сценарии, к концу 2009 года кредитный портфель банка, сократится на половину и будет лишь на 20% состоять из кредитов, выданных по новым стандартам.

*В негативном сценарии БРК не является самоподдерживающимся бизнесом*

Основываясь на этих фактах, мы делаем вывод о том, что в случае реализации допущенного нами сценария, БРК не будет являться самоподдерживающимся бизнесом, и его акционерам придется решать судьбу банка за счет значительного увеличения фондирования либо продажи доли в банке. Стоит отметить, что масштаб бизнеса банка не подразумевает его включение в программу поддержки коммерческих банков со стороны государства путем увеличения капитала за счет специальных выпусков ОФЗ.

*Банк вряд ли сможет полностью расплатиться по своим обязательствам самостоятельно*

В реальности, на конец 2008 года, активы и пассивы БРК были сбалансированы таким образом, что банк не смог бы расплатиться по своим рыночным обязательствам (в т.ч. выпускам рублевых облигаций) не прибегнув к рефинансированию части из них. Обладая накопленным разрывом в ликвидности в объеме 2.4 млрд. рублей на горизонте 12 месяцев, банку приходится полагаться на поддержку ликвидности со стороны ЦБ, а также, вероятно, на стабильность депозитов и кредитов от связанных сторон.

*Покупать облигации БРК стоит тем инвесторам, которые уверены, что поддержка будет оказываться банку и в будущем*

Рублевые выпуски БРК первой, второй и третьей серии предлагают весьма привлекательную доходность – по ценам bid доходность к оферте/погашению составляет 29.4%, 26.8% и 30.9% при дюрации 219, 91 и 315 дней соответственно. Мы рекомендуем приобретать рублевые облигации БРК лишь тем инвесторам, которые уверены в том, что а) поддержка со стороны ЦБ для банка не уменьшится в ближайшие 12 месяцев и/или б) банк будет продолжать получать поддержку со стороны акционеров в необходимом ему объеме.

**ХКФ-Банк**

*В стрессовой ситуации у ХКФ-Банка отрицательная маржа по кредитным операциям*

Взяв за основу цифры за 2008 год, мы приходим к выводу, что двукратный рост стоимости риска приводит к отрицательной марже по портфелю на уровне -4.6%. В свою очередь, убытки по кредитным операциям (в случае если они не будут компенсированы прочими доходами) приведут к 17%-ному сокращению достаточности капитала.

*Однако, успешно сокращая издержки, банк может удержать положительную рентабельность*

Банк смог бы вернуться к нулевой или слабоположительной рентабельности кредитных операций сократив операционные издержки приблизительно на треть. Позитивным моментом мы считаем тот факт, что сокращение издержек банка в первом квартале 2009 года составило порядка 30% к аналогичному периоду 2008 года, однако, банку еще предстоит доказать свою способность успешно управлять издержками, т.к., на практике, они значительно возрастают к концу года.

*В противном случае, получить прибыль банк сможет не ранее 2010 года*

В стрессовой ситуации, банк сможет направить на кредитование порядка 40% поступающих погашений за вычетом ставки резервирования. Кредитный портфель ХКФ-банка сократится в такой ситуации более чем на половину, а доля кредитов, выданных по новым стандартам, составит около 40% к концу года. В таком случае, по результатам 2009 года банк смог бы вывести рентабельность кредитных операций в положительную зону только за счет существенного сокращения операционных расходов. В противном случае, банк начал бы получать прибыль от основного направления бизнеса не ранее 2010 года.

*ХКФ-Банк может пойти по пути медленной регенерации портфеля но безубыточная деятельность в 2009 году не гарантирована*

В итоге, мы полагаем, что ХКФ-Банк достаточно подготовлен для того, чтобы избрать путь медленного восстановления доходности кредитного портфеля. Необходимым условием для положительной рентабельности кредитных операций в стрессовом сценарии является существенное сокращение административных и прочих операционных расходов. В противном случае, акционерам придется мириться с существенными убытками и сокращением капитала банка в 2009 году.

*Банк в состоянии расплатиться по своим обязательствам, но в некоторых случаях полагается на поддержку акционеров*

Согласно отчетности за 1кв2009 ликвидность банка достаточно хорошо сбалансирована для того, чтобы расплатиться по выпускам рублевых облигаций в ближайшие 12 месяцев. Стоит отметить, что в декабре 2009 года банку предстоит пройти оферту по выпуску LPN объемом \$454 млн, что могло бы оказать серьезное давление на ликвидность банка в самый пиковый для розничного кредитования сезон. Однако, насколько мы поняли, банк, рассчитывая на поддержку акционеров, ожидает, что ему не придется выкупать сколь либо значительный объем этих бумаг.

*Выпуски ХКФ-банка, безопасны с кредитной точки зрения, но цены вряд ли интересны*

Мы полагаем, что кредитный профиль ХКФ-банка выглядит вполне приемлемо в текущих условиях. По нашему мнению инвестиции в рублевые облигации банка не представляют существенного риска даже при отсутствии для него сторонней поддержки и могут быть потенциально интересными для инвесторов. Насколько мы понимаем, «в рынке» практически не осталось рублевых облигаций ХКФ-Банка, а доходность к погашению/оферте по проходящим сделкам в районе 17% мы не считаем привлекательной.

## Банк Русский Стандарт (БРС)

*Высокая доля кредитов ЦБ на конец 2008 года, ставит БРС в заведомо выигрышное положение*

Мы хотим сразу оговориться, что на конец 2008 года БРС показал наибольшую степень зависимости от кредитов ЦБ (порядка трети всех обязательств банка), что в условиях нашего стресс-теста заведомо ставит банк в выигрышное положение. Кроме того, позитивное влияние на результаты оказывает тот факт, что наиболее значительные выплаты по внешним обязательствам банка приходится на 2010 год – т.е. выходят за горизонт нашего анализа. Поэтому мы предоставим также второй вариант развития событий в том случае, если кредиты ЦБ не будут лонгироваться.

*Рентабельность кредитных операций БРС устойчива к стрессам*

В стрессовом сценарии внутренняя рентабельность БРС лишь незначительно отклоняется в отрицательную зону до уровня -0.2%, что с легкостью может быть компенсировано даже незначительным сокращением операционных издержек (около 2%). Отчасти мы связываем это с тем, что банку пришлось позаботиться об ужесточении требований к заемщикам и сокращении операционных издержек еще в 2007 году в связи наложенным на него обязательством по полной отмене комиссионных платежей.

*В заложенном нами сценарии банк сможет «обновить» портфель уже в 2009 году*

В заложенном нами базовом сценарии, БРС сможет реинвестировать все поступающие платежи за вычетом резервов в новые кредиты, а их доля в общем портфеле на конец 2009 года составила бы более 80%. Однако даже допустив, что все средства, предоставленные ЦБ не будут рефинансированы, БРС смог бы направить на кредитование более 60% поступающих платежей, а доля «свежих» кредитов превысила бы 70% портфеля на конец 2009 года. Мы также отмечаем, что большая часть портфеля БРС приходится на кредитные карты, однако мы не думаем, что доля средств поступивших в банк и сразу же востребованных держателями карт превысила бы 50% от всех поступающих платежей по кредитным картам. При таком допущении, БРС смог бы направить на кредитование 50% поступающих платежей в течение года.

*БРС находится в хорошей форме, а, прибегнув к альянсу с крупным игроком, может еще больше укрепить свои доминирующие позиции*

Мы считаем, что в своей нынешней форме банк готов к процессу постепенной замены старых поколений кредитов новыми и при этом вполне может показать положительную рентабельность кредитных операций в 2009 году. По нашему мнению, обладая такими преимуществами перед своими основными конкурентами, в текущей ситуации БРС смог бы занять их долю рынка и укрепить свои доминирующие позиции в сегменте потребительского кредитования прибегнув к альянсу с крупным российским или иностранным игроком. Однако согласно различным публикациям, БРС пока что намерен ограничиться привлечением дополнительного капитала от государства.

*В рынке остался только один рублевый выпуск банка, и редкие сделки проходят по привлекательной доходности*

Как мы уже отмечали выше, запас ликвидности БРС позволяет ему довольно безболезненно расплатиться со всеми рыночными обязательствами не прибегая к поддержке со стороны, что также подтверждается тем фактом, что банк активно выкупает свои облигации как на внутреннем так и на внешних рынках. По нашим подсчетам единственный рублевый выпуск, не выкупленный банком в большом объеме - это Банк Русский Стандарт-6 с дюрацией около 200 дней. Последние сделки проходили с доходностью к оферте выше 20%, и по такой цене мы рекомендуем эту облигацию к покупке.

---

 ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»
 

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

**Аналитика**

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

---

 Операции на рынке корпоративных облигаций
 

---

**Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	

**Торговые операции**

Александр Лосев	<a href="mailto:alosev@raiffeisen.ru">alosev@raiffeisen.ru</a>	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	<a href="mailto:aglebov@raiffeisen.ru">aglebov@raiffeisen.ru</a>	(+7 495) 721 9976
	<a href="mailto:semen.gavrilenko@raiffeisen.ru">semen.gavrilenko@raiffeisen.ru</a>	

---

 Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций
 

---

**Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

**Выпуск облигаций**

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию специальный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.