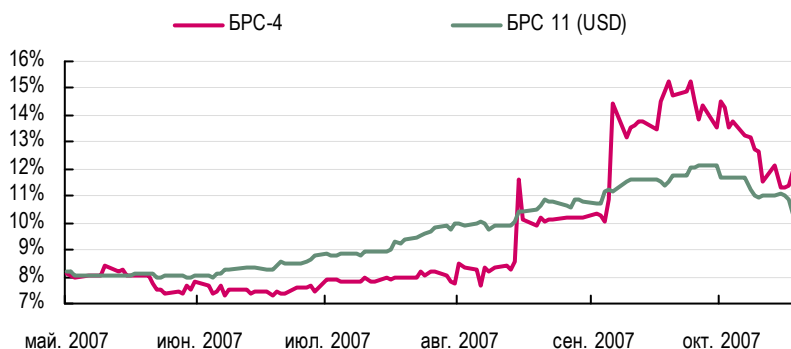


Потребительское кредитование в России Больше дыма, чем огня

- В ходе недавней волны продаж российских банковских облигаций в значительной степени пострадали обязательства банков, специализирующихся на потребительском кредитовании. Мы считаем, что в настоящее время облигации эмитентов этого сектора достаточно привлекательны с точки зрения соотношения риска и доходности.
- Серьезные опасения в отношении кредитоспособности сектора, повлекшие за собой неприятие рисков, связаны с законодательными изменениями и ожиданиями снижения рентабельности, значительной зависимостью от «оптового» финансирования и рисками снижения качества активов. С нашей точки зрения, ни один из вышеперечисленных факторов не представляет реальной угрозы кредитному качеству сектора в целом.
- Риски ликвидности не является существенной проблемой для сектора, поскольку дюрация активов банков относительно невысока. Однако принимая во внимание значительные потребности в финансировании роста кредитного портфеля, мы ожидаем, что в скором времени банкам вновь придется вернуться в качестве эмитентов на рынки облигаций, предоставляя премии к докризисным уровням доходности.
- Недавние изменения в регулировании и глобальный кризис ликвидности, тем не менее, могут оказать давление на рентабельность банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, и мы ожидаем, что в 2008 г. она снизится. По нашим прогнозам, рентабельность активов наиболее успешных банков составит около 6%.
- Уровень проблемных кредитов, по нашим оценкам, в 2008 г. будет снижаться, поскольку банкам придется уделять больше внимания анализу кредитного качества. В результате темпы роста потребительского кредитования, вероятно, снизятся, а уровень достаточности капитала будет оставаться высоким.
- По нашим прогнозам, темпы роста сегмента потребительского кредитования замедлятся до 25-35% в 2008 г., что окажет положительное влияние на кредитоспособность банков.

Рисунок 1. Спрэд выпусков БРС-4 и БРС 11 к КО США, б. п.



Источники: Reuters, Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ВЫВОД

Несмотря на рост опасений в отношении российских банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, мы считаем, что **с точки зрения фундаментальных характеристик финансовое состояние сектора остается стабильным**, и мы не видим серьезной угрозы для кредитоспособности банков. Ожидаемое **замедление** темпов роста сектора в 2007-2008 гг. также **окажет положительное влияние на кредитное качество**.

С нашей точки зрения, недавние изменения конъюнктуры на глобальных долговых рынках и пересмотр российских норм, регулирующих потребительское кредитование, окажут значительное негативное влияние на рентабельность банков в этом сегменте.

- **Снижение эффективных процентных ставок до 30-40%** на фоне изменений в области регулирования, вероятно, будет компенсировано ужесточением процедур выдачи кредитов и, как следствие, **уменьшением кредитных потерь**.
- Мы считаем, что благодаря по-прежнему высоким эффективным процентным ставкам банки, специализирующиеся на потребительском кредитовании, смогут **без серьезных затруднений пережить увеличение стоимости заимствований на 100-300 б. п. в 2008 г.**

Мы ожидаем, что **рентабельность в секторе потребительского кредитования окажется под давлением** в 2008 г., однако считаем, что наиболее успешные игроки смогут **сохранить рентабельность активов на уровне 6%**, что является довольно высоким результатом.

Риски рефинансирования в этом сегменте также не слишком высоки, поскольку активы банков по своей природе имеют более короткие сроки, чем их обязательства. Тем не менее, принимая во внимание значительные потребности в финансировании роста кредитного портфеля, мы ожидаем, что в скором времени банкам вновь придется вернуться в качестве эмитентов на рынки облигаций, предоставляя премии к докризисным уровням доходности.

По нашим прогнозам, потенциальный стратегический **интерес со стороны крупных международных банковских групп** к бизнесу потребительского кредитования в России может повлечь за собой сделки по слиянию и поглощению в 2008-2009 гг. Хотя подтверждения этому пока нет, мы считаем такую возможность существенным фактором поддержки для кредитного профиля банков.

С нашей точки зрения, облигации банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, были существенно перепроданы в ходе кризиса ликвидности, и в настоящий момент выглядят привлекательно с точки зрения соотношения риска и доходности.

Что произошло?

В середине лета у инвесторов на долговом рынке появились серьезные опасения в отношении состояния российских банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, в результате чего спреды их долговых инструментов расширились на 500-600 б. п. По нашему мнению, основные причины недавней волны продаж бумаг этого сегмента были следующими:

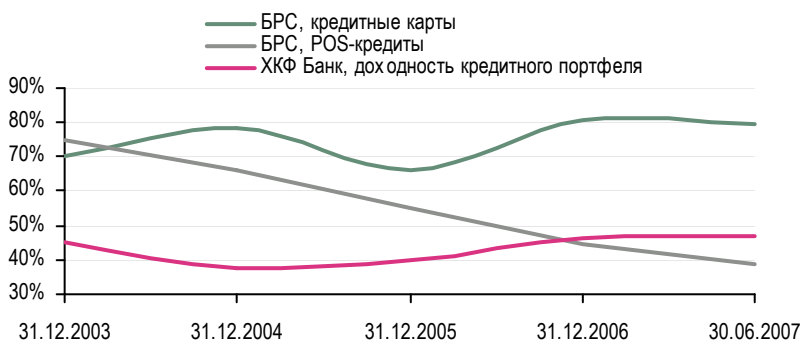
- *Законодательные меры в отношении деятельности банков сектора потребительского кредитования, которые устанавливают новые стандарты раскрытия эффективных процентных ставок и ограничивают взимание комиссий, в результате чего доходы банков снижаются.*
- *Беспокойство в связи с глобальным кризисом ликвидности и рисками рефинансирования, которое неожиданно было поддержано заявлениями представителей Банка России.*
- *Опасения из-за кризиса на рынке ипотечных бумаг и возможного ухудшения качества активов российских банков, специализирующихся на потребительском кредитовании.*

С нашей точки зрения, ни одна из вышеперечисленных причин не представляет серьезной угрозы для российского рынка потребительского кредитования. Тем не менее, следует признать, что последние события привели к существенным переменам в конкурентной среде и бизнес-модели потребительского кредитования в России. Однако мы по-прежнему считаем, что деятельность банков будет оставаться рентабельной,

Давление со стороны регулирующих органов

Летом 2006 г. российские чиновники (в частности, представители Роспотребнадзора) сделали ряд заявлений о том, что банки, специализирующиеся на потребительском кредитовании, нарушают права потребителей, взимая значительные скрытые комиссии, которые существенно увеличивают реальную стоимость кредитных продуктов. Этот вопрос вызвал большой общественный резонанс, и Генеральная прокуратура инициировала расследования в отношении ряда банков.

Рисунок 2. Средние эффективные ставки по кредитным портфелям БРС и ХКФ Банка, %



Источники: отчетность банков по МСФО, оценка Ренессанс Капитала

Была ли реакция правительства оправданной?

На наш взгляд – и да, и нет.

Да: потребительское кредитование на определенном этапе стало наиболее прибыльным сегментом банковских услуг в России, и лидер рынка – Банк Русский Стандарт (БРС) – два года подряд демонстрировал самую высокую процентную маржу и рентабельность активов. На самом деле банки, специализирующиеся на потребительском кредитовании, в определенной степени злоупотребляли низким уровнем финансовой грамотности своих заемщиков. Например, эффективная ставка по кредитным картам БРС в 2006 г. составляла около 80%, что существенно превышало уровень потерь по кредитному портфелю. Следовательно, с точки зрения социальных последствий действия правительства как минимум отчасти оправданы.

Нет: для потребительского кредитования в России характерен высокий уровень потерь по кредитам. Так, согласно отчетности ХКФ Банка доля проблемных кредитов в его кредитном портфеле в середине 2006 г. превысила 16%. Кредитные риски в секторе действительно были довольно значительными и, соответственно, их необходимо было компенсировать высокой маржой по своевременно обслуживаемым кредитам, перекладывая убытки на добросовестных заемщиков.

Еще одной причиной, по которой банки этого сектора удерживали высокие эффективные ставки, была потребность в инвестициях в развитие IT-инфраструктуры и сети филиалов. Банкам требовались значительные капиталовложения, которые необходимо было обеспечить самостоятельно, и задача решалась за счет высокой процентной маржи.

Мы считаем, что риски, связанные с изменениями в регулировании сектора, и напряженность в сегменте потребительского кредитования характерны для ранней стадии развития и бурного роста объемов кредитования в течение последних лет.

В настоящее время рынок входит в фазу снижения процентных ставок и роста прозрачности условий кредитования. По нашему мнению, это не представляет серьезной угрозы для стабильности российской модели потребительского кредитования. Чтобы справиться с этим, банкам придется уделять больше внимания качеству кредитного портфеля. Естественно, это может привести к замедлению роста активов, что с точки зрения кредитного качества банков не является отрицательным фактором.

Главным негативным последствием может стать снижение рентабельности вследствие отмены комиссий. Наш анализ показывает, что банки, специализирующиеся на потребительском кредитовании, смогут сохранить высокую рентабельность, однако им придется сосредоточиться на оптимизации административных издержек. Более подробно вопрос изменения маржи рассмотрен в разделе «Прогнозы на 2008 г.», стр. 16.

Первым банком, столкнувшимся с давлением со стороны государственных органов, стал БРС, который в результате исключил комиссии из структуры кредитных продуктов. 16 августа Генеральная прокуратура официально объявила, что банк принял меры для приведения структуры продуктов в соответствие новым требованиям. Мы считаем, что БРС был выбран Генпрокуратурой в качестве объекта проверок из-за его лидирующего положения на рынке. В настоящее время ситуация кажется спокойной, однако время от времени СМИ сообщают о расследованиях в отношении того или иного банка по вопросу скрытых комиссий. Ни один из банков официально не подтвердил эту информацию, однако большинство банков работают над изменением структуры кредитных продуктов, чтобы отменить или минимизировать комиссии и сделать свои продукты более прозрачными с точки зрения эффективной ставки.

Мы ожидаем, что в ближайшие полгода-год большинство крупных участников сектора последуют примеру БРС и примут решение об отмене ежемесячных комиссий. В целом, случай с БРС будет иметь не только политические, но и экономические последствия: если лидер рынка предлагает более дешевые кредитные продукты, другим банкам также придется снижать эффективные ставки, чтобы оставаться конкурентоспособными.

С нашей точки зрения, давление со стороны государственных органов может быть связано с предстоящими выборами (хотя, как мы уже писали, их действия можно рассматривать как реакцию на несправедливо высокие, по мнению многих, процентные ставки банков). Таким образом, изменения в области регулирования, с нашей точки зрения, не направлены против сегмента потребительского кредитования. По нашим прогнозам, в ближайшие несколько месяцев конкурентная среда в секторе изменится, однако лидеры рынка смогут сохранить высокую рентабельность и показать благоприятные финансовые результаты, несмотря на существенные изменения структуры доходов и бизнес-модели.

Глобальный кризис ликвидности и риски рефинансирования

Вторая проблема российского сектора потребительского кредитования связана с **пассивами** банков, поскольку их бизнес-модель изначально зависит от **внешнего «оптового» финансирования**. В условиях дефицита ликвидности на международных кредитных рынках многие инвесторы высказывали опасения относительно того, что банки столкнутся с трудностями при рефинансировании своих обязательств.

Эта точка зрения была неожиданно поддержана представителями Банка России, которые в августе официально заявили, что банки, имеющие более 30% обязательств в форме заимствований на внешних рынках, несут большой финансовый риск. Банк России считает, что такие банки подвержены риску резкой и неожиданной девальвации рубля, что, на наш взгляд, не совсем справедливо:

- Банки сектора потребительского кредитования разработали успешные стратегии хеджирования, и они не несут значительного валютного риска на своем балансе.
- Хотя мы считаем, что продолжительный период укрепления рубля подходит к концу, мы не видим значительного риска девальвации российской валюты в краткосрочной или среднесрочной перспективе, поскольку профицит счета текущих операций остается весьма значительным (5.5% ВВП во втором квартале 2007 г.).

Основные опасения связаны с рисками рефинансирования, что означает, что банкам придется регулярно привлекать заемный капитал для погашения существующих обязательств. Мы не разделяем этой точки зрения, поскольку российские банки, специализирующиеся на потребительском кредитовании, в отличие от некоторых региональных финансовых институтов защищены от этого риска: их активы характеризуются существенно более короткими сроками погашения, чем обязательства.

Мы понимаем, что данные об уровне ликвидности могут быть не вполне репрезентативными и не отражать, сколько денежных средств банк накопит за определенный период, поскольку эти показатели выводятся на основе предполагаемых поступлений платежей по возобновляемым (револьверным) кредитным продуктам. В нормальных условиях банки не могут снизить объем кредитования по револьверным продуктам без ущерба для лояльности клиентов. Тем не менее, мы считаем, что ни один из банков не столкнется с риском дефицита ликвидности, поскольку поступления от погашения POS-кредитов вполне могут быть использованы для удовлетворения потребности в рефинансировании.

Потребности банков в рефинансировании в ближайшие три-шесть месяцев остаются достаточно умеренными, и их отношение к активам не превышает 15% ни у одного из банков, включенных в наш анализ, поэтому мы ожидаем, что все они смогут успешно обслуживать свои обязательства. Если у банков не будет возможности осуществлять новые заимствования, им придется пойти на существенное замедление роста кредитных портфелей, однако мы сомневаемся, что кто-либо из лидеров сектора примет такое решение, поскольку это существенно снизит акционерную стоимость.

Тем не менее, вышесказанное не означает, что банки никак не затронет глобальный кризис ликвидности – их бизнес-модель в весьма значительной степени зависит от финансирования на внешних рынках капитала, а их депозитной базы недостаточно, чтобы обеспечить быстрый рост активов. Недавно крупнейшие банки, специализирующиеся на потребительском кредитовании, заявили о намерении диверсифицировать источники финансирования, сместив акцент на вклады физических лиц, однако мы считаем, что это скорее долгосрочные планы и вряд ли до 2010 г. финансирование за счет депозитов превысит 25% пассивов.

Банки смогут сдерживать рост кредитного портфеля в течение некоторого времени, однако в долгосрочной перспективе такое решение неприемлемо. Таким образом, мы ожидаем, что все банки сектора потребительского

кредитования в итоге вернутся в качестве заемщиков на долговые рынки для поддержания роста активов. Тем не менее, мы не видим причин, по которым российские банки не смогут привлечь средства: тенденция неприятия рисков в банковском сегменте практически полностью вызвана внешними факторами, тогда как внутренние факторы сыграли сравнительно небольшую роль. Естественно, банки столкнутся с временным повышением стоимости заимствований, однако это не должно стать серьезной проблемой, так как благодаря высокой процентной марже в сегменте потребительского кредитования они смогут предоставить премию в размере 200-300 б. п. и при этом остаться рентабельными.

С нашей точки зрения, основным источником риска ликвидности для российской банковской системы является не высокая степень зависимости от внешнего финансирования, а напротив, серьезная зависимость некоторых банков от краткосрочного финансирования на рынке межбанковских кредитов. Мы отмечаем, что ни один из банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, не столкнется с данным риском, поскольку они не являются активными заемщиками на российском рынке межбанковских кредитов.

Ситуацию с ликвидностью российских банков в секторе потребительского кредитования можно охарактеризовать следующим образом:

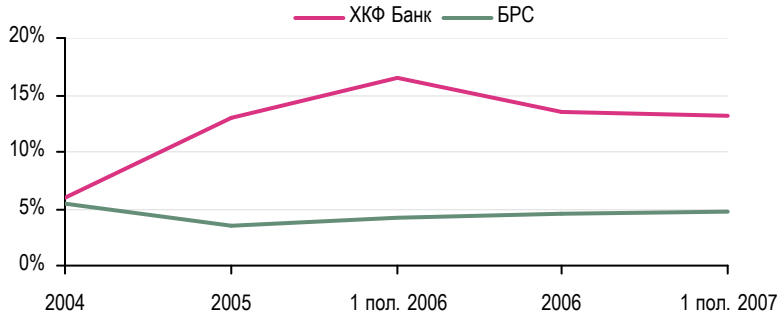
- *Угрозы для кредитоспособности этих банков нет, поскольку все они располагают достаточным запасом ликвидности, а их пассивы являются более долгосрочными, чем активы.*
- *Депозитная база банков недостаточна для поддержания роста активов, поэтому мы ожидаем, что они вернутся на долговой рынок в качестве эмитентов, чтобы финансировать дальнейший рост активов, предоставляя премию к докризисным ценовым условиям.*

Проблемы качества активов

Третьим источником беспокойства для иностранных инвесторов в отношении российского сегмента потребительского кредитования являются глобальные опасения, связанные с кризисом на рынке ипотечных ценных бумаг, которые сейчас оказывают существенное влияние на рынки долговых обязательств. Мы считаем, что многие инвесторы решили отказаться от этого вида риска, понеся серьезные убытки по американским ипотечным бумагам категории *sub-prime*.

Несмотря на то, что активы российских банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, могут иметь относительно невысокое качество по сравнению с мировыми стандартами (соотношение проблемных кредитов к объему кредитного портфеля может достигать 20%), с нашей точки зрения, прямого сравнения с американским ипотечным кредитованием заемщиков с низкой платежеспособностью проводить нельзя. Причина очевидна – потребительские кредиты в России являются краткосрочными и высокодоходными, а потери по кредитам всегда покрываются за счет соответствующих резервов. В 2006 г. все банки, представленные в данном отчете, полностью компенсировали кредитные убытки высокими процентными доходами. Причины, по которым некоторые банки понесли убытки, связаны не с неожиданными потерями по кредитам, а с развитием сети филиалов и высокими административными расходами. За шесть лет существования потребительского кредитования в России скачки уровня проблемных кредитов были связаны преимущественно с активным наращиванием клиентской базы наряду со смягчением требований к платежеспособности заемщиков. Мы прогнозируем, что в условиях снижения рентабельности (в результате действий регулирующих органов) банки будут уделять больше внимания качеству своих портфелей, и кредитные потери в будущем начнут снижаться.

Рисунок 3. Доля проблемных кредитов (просроченных на 90 дней и более) в портфелях ХКФ Банка и БРС, %

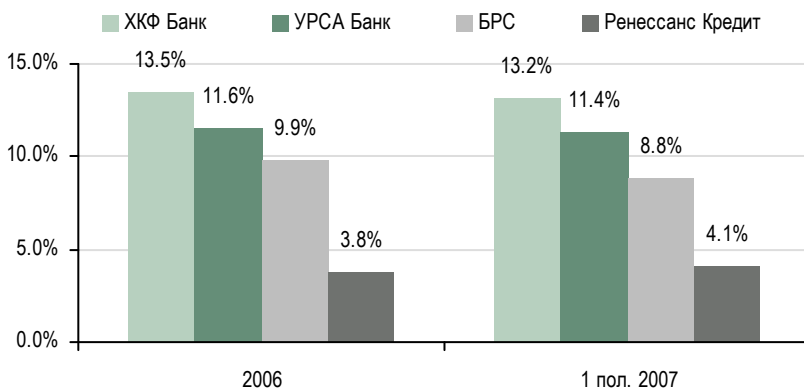


Источник: отчетность банков по МСФО

Еще одним аргументом в пользу различия между американским рынком ипотечных бумаг категории *sub-prime* и российским сектором потребительского кредитования является тот факт, что значительные кредитные убытки, как правило, являются ожидаемыми. Банки создают достаточные резервы на покрытие потерь по кредитам, поэтому в секторе не было ни одного случая списания кредитов, не покрытых резервами. Кредитные потери у разных банков существенно различаются, но из рис. 4 можно видеть, что все банки, включенные в данный анализ, имеют достаточный уровень покрытия резервами ожидаемых потерь по кредитам.

Мы ожидаем, что изменения в регулировании сегмента потребительского кредитования вызовут тенденцию к плавному снижению доли проблемных кредитов в портфелях, поскольку банки будут более внимательно подходить к оценке кредитного качества заемщиков. Затрудненный доступ на рынки заемного капитала также будет способствовать этому процессу: банкам придется стать более требовательными к заемщикам, чем в 2005-2006 гг. – в период активного наращивания клиентской базы.

Рисунок 4. Резервы на потери по кредитам/Кредитный портфель, %

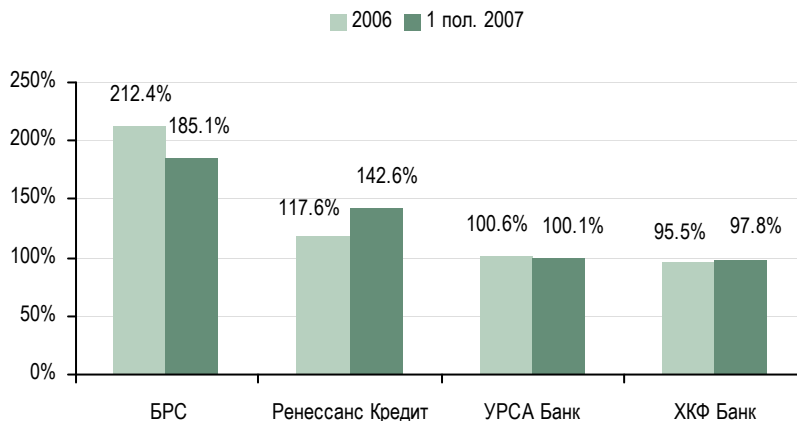


Примечание. Данные УРСА Банка включают только потребительские кредиты.

Источники: отчетность банков по МСФО, оценка Ренессанс Капитала

Идея применения более жестких требований к заемщикам нашла выражение в недавно пересмотренной политике выдачи кредитов БРС. После отмены комиссий рентабельность банка по всем кредитным продуктам существенно снизилась. После этого он пересмотрел кредитную политику, стремясь значительно снизить потери по кредитам. Мы считаем, что все банки, специализирующиеся на потребительском кредитовании, в той или иной степени последуют примеру лидера и повысят требования к кредитному качеству заемщиков.

Рисунок 5. Резервы на потери по кредитам/Проблемные кредиты



Примечание. Данные УРСА Банка включают только потребительские кредиты.

Источники: отчетность банков по МСФО, оценка Ренессанс Капитала

Проблема качества активов остается одним из основных источников риска для российских банков сектора потребительского кредитования. Однако поскольку лидеры рынка приобретают необходимый опыт, мы считаем, что вероятность резкого снижения качества кредитных портфелей в ближайшие два-три года относительно невысока. К настоящему моменту банки уже научились оценивать кредитоспособность заемщиков и скорректировали скоринговые модели и условия предоставления кредитов в соответствии с риском и доходностью портфелей (более подробно этот вопрос рассматривается в разделе «*Трансформация бизнес-модели*», стр. 12).

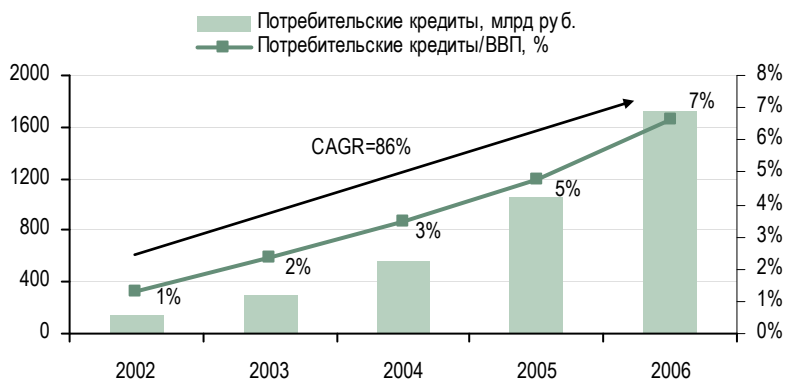
Обзор рынка и основных продуктов

В этом разделе мы представляем краткое описание российского рынка потребительского кредитования, конкурентной среды и основных кредитных продуктов, предлагаемых банками. Рынок потребительского кредитования в России относительно молод и еще не до конца сформирован. Для него характерны быстрый рост и относительно невысокая конкуренция.

Быстрый рост и насыщение рынка

Быстрый рост потребительского кредитования. За последние четыре года потребительское кредитование стало наиболее активно развивающимся сегментом в российском банковском секторе, а совокупные объемы кредитования выросли более чем в 12 раз. Столь стремительный рост был вызван благоприятными макроэкономическими условиями (в частности, увеличением располагаемых доходов населения), повышением доступности относительно дешевого внешнего финансирования и появлением целого ряда специализированных финансовых институтов. Банки, специализирующиеся на потребительском кредитовании, расширили свое присутствие на рынке, воспользовавшись отсутствием конкуренции со стороны универсальных финансовых институтов и высоким уровнем эффективных ставок в этом сегменте рынка.

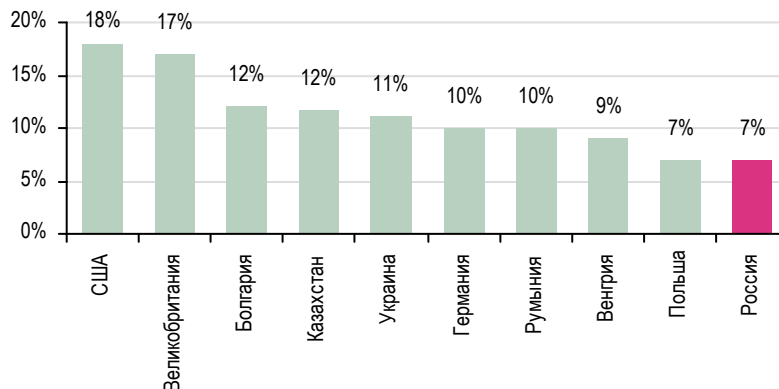
Рисунок 6. Объем потребительских кредитов и их доля в ВВП России



Источники: Банк России, данные банков, оценка Ренессанс Капитала

Степень насыщения рынка потребительского кредитования возрастает. На конец 2004 г. потребительские кредиты составляли всего 3.5% ВВП, и российский рынок был крупнейшим и одним из наименее насыщенных среди развивающихся европейских стран. Однако за последние два года вследствие динамичного роста этого сегмента разрыв между российским и европейскими рынками по соотношению объемов кредитования к ВВП существенно сократился. Ситуация постепенно меняется, и насыщение рынка потребительского кредитования растет. По нашему мнению, стагнации в ближайшее время не предвидится, однако в течение ближайших лет объемы потребительского кредитования будут увеличиваться медленнее, чем в 2002-2006 гг. По нашим прогнозам, средние темпы роста рынка потребительского кредитования в 2008-2010 гг. составят 30-40% в год, что является весьма высоким показателем. Мы также ожидаем, что сегменты кредитных карт и кредитов наличными будут расти быстрее, в то время как кредитование в торговых точках уже демонстрирует признаки замедления.

Рисунок 7. Кредиты физическим лицам (без учета ипотечных кредитов) в 2006 г., % от ВВП

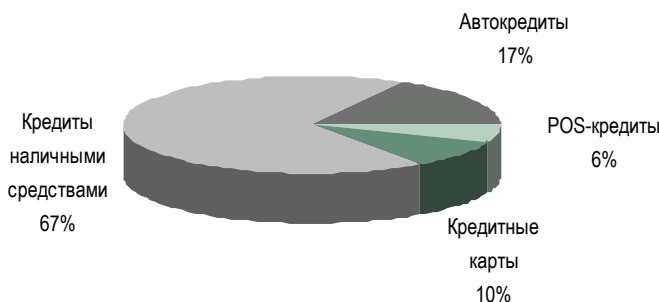


Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Основные кредитные продукты

Структура рынка розничного кредитования (за исключением ипотечных кредитов) представлена на рис. 8. По состоянию на июнь 2007 г. совокупный объем рынка оценивался на уровне USD60-65 млрд; ниже мы приводим краткое описание основных кредитных продуктов.

Рисунок 8. Структура рынка розничного кредитования (без учета ипотечных кредитов), июнь 2007 г.



Источники: Банк России, данные банков, оценка Ренессанс Капитала

POS-кредиты

POS-кредиты, как правило, выдаются на покупку крупной бытовой техники, мобильных телефонов и другой техники в розничных сетях. Этот вид кредитования был первым продуктом, представленным на рынке. Изначально доходность POS-кредитов была очень высокой (70-90% в 2002-2003 гг.), однако ставки быстро снижались из-за усиления конкуренции и в июне 2007 г. составляли 35-45%. Часто банки используют POS-кредиты для привлечения новых клиентов: заемщикам затем предлагаются кредитные карты и другие кредитные продукты.

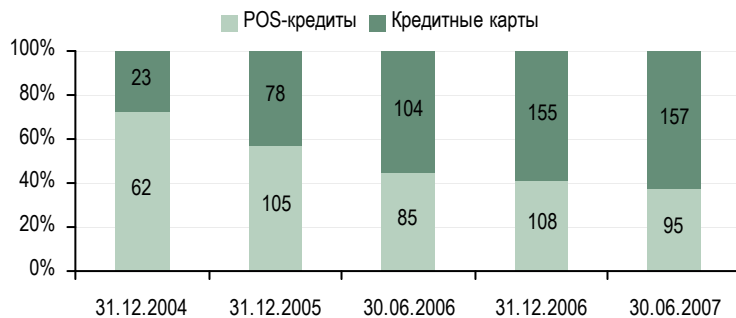
Другой отличительной чертой сегмента POS-кредитов является высокая конкуренция между банками за право сотрудничества с розничными сетями. Крупные розничные операторы взимают с банков плату за возможность работать в торговой точке, что оказывает давление на рентабельность этого вида кредитования. По данным банков, в обслуживании POS-кредиты на 3-5 п. п. дороже кредитных карт по соотношению Административные расходы/Кредитный портфель. Исходя из этих соображений, мы считаем, что сегмент POS-кредитования будет развиваться более медленными темпами, чем сегмент кредитных карт, поскольку банки будут поощрять клиентов переходить на использование револьверных продуктов. Как видно из рис. 9, замедление роста POS-кредитования уже происходит.

Конкуренция в сегменте POS-кредитования за последние два года существенно возросла. Лидерами этого рынка являются БРС и ХКФ Банк, суммарная доля которых в июне 2007 г. составляла чуть менее 50%. Совокупный объем POS-кредитов на июнь 2007 г. оценивается на уровне около USD3.6 млрд.

Кредитные карты

Объем рынка кредитных карт вырос почти в семь раз с середины 2005 г., и в настоящий момент этот сегмент занимает второе место на рынке необеспеченных потребительских кредитов с совокупным объемом около USD6 млрд на июнь 2007 г. Как показано на *рис. 9*, происходит смещение акцента с сегмента POS-кредитов на кредитные карты, поскольку последние более рентабельны для банков. Конкуренция в этом сегменте относительно невысока, доля лидера рынка – БРС – составляет около 70%, еще 10% контролирует ХКФ Банк. Мы ожидаем, что в ближайшие годы конкуренция усилится, поскольку на рынок выходят новые игроки: активизируются дочерние банки крупных международных финансовых институтов. Тем не менее, согласно новой структуре кредитных продуктов БРС уровень доходности кредитных карт достаточно близок к кредитным продуктам западных банков.

Рисунок 9. Объем POS-кредитов и кредитов, предоставленных по кредитным картам, млрд руб.



Источники: данные банков, оценка Ренессанс Капитала

Автокредиты

Анализ рынка автокредитования выходит за рамки данного отчета, поскольку этот кредитный продукт, как правило, обеспечивается залогом автомобиля, однако некоторые банки (особенно БРС) предлагают и необеспеченные автокредиты, которые в данном случае могут считаться банковским продуктом с большим риском. Естественно, риск компенсируется более высокими процентными ставками. Кроме того, некоторые банки предоставляют кредиты на приобретение подержанных автомобилей, в то время как другие банки – только на покупку новых. Эти два вида автокредитования характеризуются разным уровнем кредитных потерь, и кредит на покупку подержанного автомобиля имеет много общего с бизнесом необеспеченного потребительского кредитования с точки зрения рисков. Совокупный объем рынка автокредитования оценивается на уровне USD11 млрд по состоянию на июнь 2007 г.

Кредиты наличными денежными средствами

Наиболее значительную долю рынка занимают так называемые кредиты наличными средствами (их совокупный объем на июнь 2007 г. составлял около USD42 млрд). Лидером этого сегмента является Сбербанк, занимающий 40% рынка. Риск этого вида кредитования относительно невелик, кредиты выдаются на определенные цели (получение образования, свадьба и т. д.), а сумма кредита обычно выше – до USD10-15 тыс. Средства могут перечисляться на расчетный счет или выдаваться наличными. Стандартной процедуры выдачи этого вида кредитов нет: например, Сбербанк часто требует поручительства членов семьи или залога каких-либо активов. Таким образом, требования к заемщикам и процентные ставки по кредитам наличными могут существенно различаться в разных банках.

Трансформация бизнес-модели

В данном разделе мы анализируем основные элементы бизнес-модели российских банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, и даем некоторые прогнозы ее изменения на ближайшие годы. С нашей точки зрения, российское потребительское кредитование имеет три отличительных черты:

- *Высокие эффективные процентные ставки;*
- *Значительные потери по кредитам;*
- *Существенная зависимость от «оптового» финансирования.*

Эффективные ставки снизятся

Традиционно доходность кредитных продуктов в сегменте потребительского кредитования измеряется характеристикой «средняя эффективная процентная ставка» (*average effective percentage rate*). Этот показатель используется вместо обычной процентной ставки, поскольку банки часто включают в структуру кредитного продукта комиссии. Высокая средняя эффективная ставка по необеспеченным финансовым продуктам в сегменте потребительского кредитования в России была отличительной чертой сектора с самого начала: у БРС на конец 2002 г. средняя эффективная ставка по POS-кредитам – основному кредитному продукту – составляла 98.4%. Мы считаем, что изначально для установления высоких ставок было три причины:

- Необходимость абсорбировать значительные кредитные потери;
- Низкий уровень финансовой грамотности потребителей;
- Масштабные потребности в капиталовложениях для финансирования развития инфраструктуры и расширения банков.

За последние пять лет эффективные ставки плавно снижались (в основном в наиболее конкурентном сегменте POS-кредитов) до 45% на конец 2006 г. и 40% к июню 2007 г. Кредитные карты оставались более дорогим продуктом со средней эффективной процентной ставкой около 80% на конец прошлого года. Как мы уже писали, это было связано прежде всего со сложной структурой кредитного продукта, которая включала в себя значительные комиссии.

В конце 2006 г. банки сектора потребительского кредитования столкнулись с серьезным давлением со стороны различных регулирующих органов. Основные претензии регуляторов сводились к тому, что эффективные процентные ставки были в два-четыре раза выше заявленных, что нарушало права потребителей. Этот вопрос широко обсуждался в СМИ. Сначала Банк России потребовал раскрывать эффективную процентную ставку, а затем Генеральная прокуратура начала расследование деятельности БРС, который в результате полностью отказался от ежемесячных комиссий с сентября 2007 г. В прессе периодически появляется информация о том, что ХКФ Банк, второй по размерам игрок на рынке, сталкивается с аналогичными претензиями со стороны регуляторов.

Как мы уже отмечали в первой части данного отчета, мы считаем, что в ближайшие полгода-год всем крупным участникам рынка потребительского кредитования придется отказаться от комиссий и пересмотреть структуру кредитных продуктов.

В настоящий момент мы не располагаем данными о средней эффективной процентной ставке после отмены комиссий, однако мы проанализировали новую структуру кредитных продуктов, принятую БРС (*табл. 1*).

Таблица 1. БРС: новая структура кредитных продуктов

| | POS-кредиты | Кредитные карты |
|---------------------------------------|-------------|--|
| Средняя эффективная процентная ставка | 36% | 36% – снятие наличных 22% – безналичные платежи |
| Дополнительные платежи и комиссии | нет | нет |

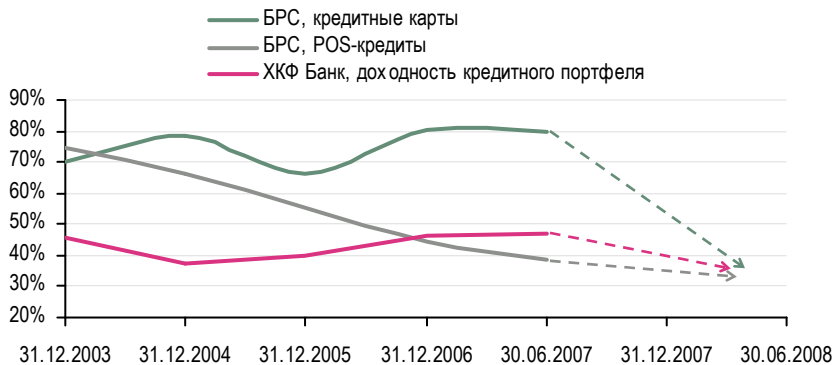
Источник: данные банка

Согласно комментариям представителей крупнейших банков, основная масса потребителей по-прежнему использует кредитные карты для снятия наличных. На долю этих операций приходится до 80-90% от общего количества;

таким образом, средняя эффективная процентная ставка по платежным операциям на уровне 22% не приводит к существенному снижению средней эффективной ставки портфеля кредитных карт.

Руководство БРС прогнозирует, что средняя эффективная процентная ставка всего портфеля потребительских кредитов в сентябре-декабре 2007 г. составит около 34%. Эта оценка учитывает новую структуру кредитных продуктов, и мы считаем, что такой уровень является вполне приемлемым и полностью согласуется с новой структурой кредитных продуктов. Кроме того, мы ожидаем, что и остальные участники рынка изменят структуру своих продуктов в соответствии с требованиями регуляторов и отменят ежемесячные комиссии. Таким образом, по нашим прогнозам, в ближайшем будущем средние эффективные процентные ставки по потребительским кредитам существенно сближаются.

Рисунок 10. Эффективная доходность POS-кредитов и кредитных карт БРС и доходность кредитного портфеля ХКФ Банка



Источники: отчетность банков по МСФО, оценка Ренессанс Капитала

По нашим оценкам, в первой половине 2008 г. средние эффективные процентные ставки по необеспеченным потребительским кредитам будут составлять от 30% до 40%. Эффективные ставки отдельных банков могут варьироваться в данном диапазоне из-за различий в структуре кредитных портфелей и политике управления рисками, а также разных этапов наращивания клиентской базы. Однако мы считаем, что период эффективных процентных ставок на уровне 60-80% и выше подходит к концу. Анализ структуры издержек банков позволяет нам сделать вывод, что даже после снижения средних эффективных ставок их уровень будет приемлемым и банки по-прежнему останутся прибыльными.

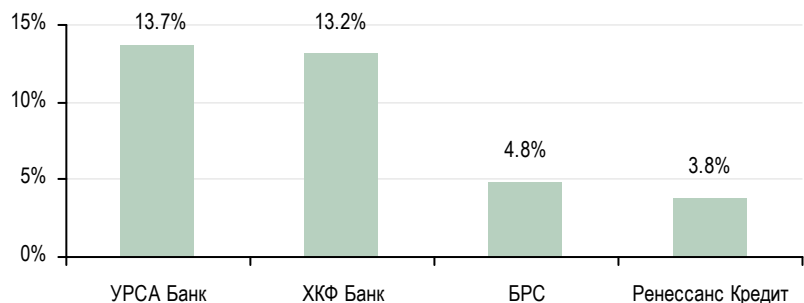
Кредитные потери будут снижаться

Еще одной особенностью российского потребительского кредитования является относительно высокий уровень рисков. Прежде всего это связано с высокой долей проблемных кредитов, отражаемой в отчетности банков. Мы неоднократно отмечали, что в будущем этот показатель будет снижаться, поскольку сокращение процентной маржи не позволит банком абсорбировать значительные кредитные потери. Таким образом, мы прогнозируем, что банки будут активно ужесточать условия выдачи кредитов.

Еще одной проблемой, связанной с проблемными кредитами (*non-performing loans*), являются существенные различия в стандартах признания проблемных кредитов. Как правило, проблемным считается кредит, который не обслуживался течение 90 и более дней. Это означает, что в отчетности по МСФО отражаются только те проблемные кредиты, по которым платежи просрочены на три месяца, в то время как более ранние стадии просрочки банки, как правило, не раскрывают. Это обусловлено тем, что нарушения сроков обслуживания кредитов на ранних этапах часто вызваны техническими причинами (в большинстве случаев задолженность погашается в течение 30 дней после звонка из банка), в то время как задержка платежа более чем на 90 дней часто связана с утратой платежеспособности или мошенничеством.

Данные о проблемных кредитах часто оказываются искаженными из-за стремительного роста кредитного портфеля: объем просроченных кредитов учитывается как отношение к совокупному объему кредитного портфеля, который мог существенно вырасти за три месяца. Использование статистики вызревания просроченной задолженности (*vintage*), более подробно отображающей динамику проблемных кредитов, могло бы решить эту проблему, однако в настоящее время ни один из банков не публикует такую статистику. Еще одним важным фактором, который оказывает серьезное влияние на показатели проблемных кредитов, является эффективность механизмов взыскания задолженности. Эффективность взыскания задолженности можно оценить на основании миграции количества кредитов с периодом просрочки от 1 до 90 дней, однако такая информация, к сожалению, на данный момент также недоступна. Мы полагаем, что затруднение доступа на рынки капитала заставит банки раскрывать больше информации о состоянии просроченной задолженности.

Рисунок 11. Доля проблемных кредитов в кредитном портфеле по состоянию на июнь 2007 г., %



Примечание. Показатели банка Ренессанс Кредит за сентябрь 2007 г.

Источники: данные банков, оценка Ренессанс Капитала

Исходя из комментариев представителей банков и нашего анализа финансовых показателей и рыночных тенденций, мы можем предположить, что убытки по кредитам в 2008 г. составят в среднем 6-8% от объема новых кредитов. Этот уровень соответствует данным БРС за первую половину 2007 г., поскольку кредитный портфель банка практически не изменился и, следовательно, его рост не оказывает значительного влияния на показатель портфель по кредитам.

Большая доля проблемных кредитов в портфеле ХКФ Банка, с нашей точки зрения, объясняется более мягкими условиями выдачи кредитов и механизмом сбора долгов. Увеличение доли проблемных кредитов у УРСА Банка мы связываем с агрессивным наращиванием клиентской базы, что и привело к относительно высокому уровню потерь по кредитам. Ренессанс Кредит имеет наименьший процент проблемных кредитов среди конкурентов, что объясняется двумя причинами: быстрым ростом активов (чистый объем кредитного портфеля вырос на 56.9% в первой половине 2007 г.) и хорошо проработанной процедурой выдачи кредитов.

Для анализа рентабельности сегмента потребительского кредитования мы используем средний показатель кредитных потерь в размере 7%.

Зависимость от «оптового» финансирования сохранится

С самого момента появления потребительского кредитования в России основным источником финансирования для банков были рынки капитала. Развитие масштабной сети филиалов по всей стране для привлечения потребительских вкладов требовало больших финансовых и временных затрат, а корпоративные клиенты вряд ли стали бы размещать средства во вновь созданных небольших банках. В течение последних пяти лет банки стремились прежде всего наращивать активы, а не диверсифицировать источники фондирования. Рынки капитала и крупные западные финансовые институты положительно оценивали риски российских банков сегмента потребительского кредитования, а международные рейтинговые агентства повышали их рейтинги, поэтому доступ к финансированию был сравнительно

открытым. До последнего времени рынки капитала, синдицированные и двухсторонние заимствования оставались наиболее дешевыми способами финансирования роста банков, что подтверждается плавно снижающейся стоимостью ресурсов.

Недавний кризис вызвал волну беспокойства относительно будущей доступности финансирования для банков. В сентябре рынки капитала были фактически закрыты, и были весьма широко распространены опасения, что БРС не сможет погасить выпуск LPN объемом USD300 млн. Долговые обязательства были успешно погашены, но основной риск по-прежнему сохраняется. Инвесторы часто задают вопросы о том, что будет, если банки не смогут рефинансировать свои обязательства, как они будут привлекать финансирование в будущем? Мы несколько более оптимистично оцениваем будущее банков, специализирующихся на потребительском кредитовании. *Даже при невозможности размещения обязательств на первичных рынках, банки смогут использовать другие источники финансирования, например, двухсторонние кредиты и кредиты под обеспечение (warehouse loans):*

- **Промежуточные обеспеченные кредиты (warehouse facilities) к выпуску секьюритизированных облигаций.** ХКФ Банк уже привлек кредит объемом 5.5 млрд руб. под обеспечение требованиями по кредитным картам. Привлечение аналогичного кредита БРС находится на завершающей стадии. УРСА Банк сообщил о привлечении обеспеченного мезонинного финансирования до конца года. Мы ожидаем, что в будущем обеспеченное финансирование будет играть более существенную роль в секторе потребительского кредитования.
- **Синдицированные кредиты и двухсторонние заимствования.** В отличие от долгового рынка, возможности двухстороннего финансирования не были полностью закрыты даже в августе-сентябре 2008 г. За последние шесть недель банковскому сектору было выдано несколько синдицированных кредитов объемом свыше USD1 млрд (в корпоративном сегменте объем сделок превышает USD8 млрд).

С учетом этих фактов было бы неверно утверждать, что все источники капитала в настоящий момент совершенно недоступны для российских заемщиков. Мы считаем, что банки смогут пользоваться вышеупомянутыми источниками финансирования, из следующих соображений:

- Банки, специализирующиеся на потребительском кредитовании, могут предоставлять значительную премию к рыночным ценовым уровням, привлекая таким образом внимание инвесторов к своим долговым обязательствам.
- В интересах сохранения деловых отношений западные банковские группы продолжают предоставлять средства российским банкам в обмен на получение мандатов на организацию крупных и привлекательных сделок (выпуск обеспеченных ценных бумаг, еврооблигаций и т. д.). Естественно, это будет возможным при условии, что финансовые показатели банков будут оставаться сильными.
- После решения агентства Fitch понизить рейтинг БРС на одну ступень до уровня BB- девятого октября и решения агентства Moody's изменить прогноз по рейтингу банка на «негативный» днем позже мы не ожидаем новых негативных рейтинговых действий в отношении банков, специализирующихся на потребительском кредитовании.

Мы считаем, что было бы правильнее рассматривать возможные источники финансирования не с точки зрения доступности, а исходя из будущей стоимости заимствований. Мы ожидаем, что новые займы будут приблизительно на 100-300 б. п. дороже, чем в 2006 г. и в первой половине 2007 г., как из-за роста индикативных ставок, так и за счет дополнительной премии, которую банкам придется предоставлять.

По приблизительным оценкам, средняя стоимость фондирования для банков в 2008 г. составит около 9.50-11.50%. Принимая во внимание высокие объемы финансирования, полученные ранее по более низким ставкам, мы ожидаем, что средняя стоимость заимствований не будет существенно превышать 10%, что, с нашей точки зрения, является приемлемым уровнем и позволит банкам оставаться рентабельными.

Прогнозы на 2008 г.

В этом разделе мы рассматриваем основные факторы, которые, с нашей точки зрения, будут определять развитие отрасли в 2008 г.

Замедление темпов роста активов

Мы положительно оцениваем перспективы сектора потребительского кредитования, но ожидаем снижения темпов роста активов в 2008 г. По нашему мнению, замедление роста в сегменте необеспеченного кредитования будет вызвано снижением процентной маржи, уменьшением склонности банков к риску и затруднением доступа к фондированию.

По нашим прогнозам, совокупный рост сектора необеспеченного потребительского кредитования в 2008 г. составит 30-40% (в зависимости от состояния кредитных рынков), что сложно назвать стагнацией. Тем не менее, на смену экспоненциальному росту придет более сбалансированное развитие. Мы считаем, что это окажет положительное влияние на кредитоспособность банков, поскольку снизит давление на показатели достаточности капитала и повысит качество активов.

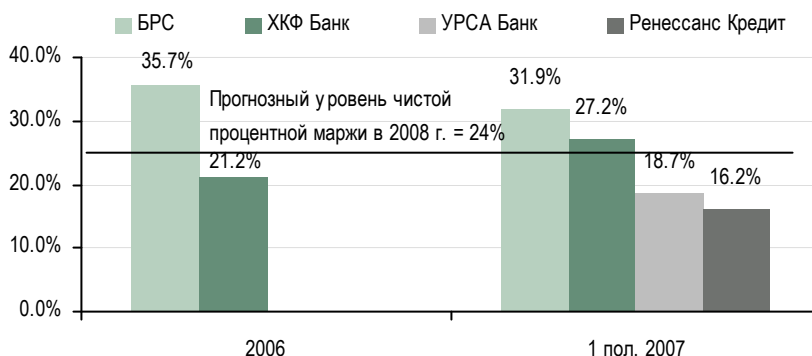
Прогноз рентабельности

В 2008 г. рентабельность банков сектора будет определяться двумя факторами: снижением эффективных ставок в связи с изменением регулирования и ожидаемым увеличением стоимости заимствований.

- Как мы уже отмечали, мы полагаем, что всем игрокам рынка придется отменить ежемесячные комиссии в связи с недавними инициативами регуляторов. Мы используем структуру новых кредитных продуктов, введенную БРС, как ориентир для определения средней эффективной процентной ставки для всей отрасли в 2008 г. Это означает, что средняя эффективная ставка для POS-кредитов составит около 35-40%, а для кредитных карт – 30-38%. Таким образом, по нашим оценкам, в сегменте необеспеченных кредитов **средняя эффективная процентная ставка составит 33-35%**, что существенно ниже, чем в 2006 г. и первой половине 2007 г. (см. раздел «Трансформация бизнес-моделей», стр. 12).
- В связи с ужесточением доступа к заемным средствам банкам придется предоставлять дополнительную премию к докризисным уровням стоимости заимствований. Мы считаем, что в целом по сектору средняя стоимость обязательств может увеличиться до 10% годовых или более.
- По нашим прогнозам, **чистая процентная маржа в 2008 г. составит 20-23%**.

Ожидаемый уровень чистой процентной маржи в 2008 г. существенно ниже (на 5-10 п. п.), чем показатели ХКФ Банка и БРС в 2006 г. и в первом полугодии 2007 г. Закономерно, что столь значительное снижение рентабельности окажет давление на финансовые показатели банков.

Рисунок 12. Чистая процентная маржа



Примечание. Данные УРСА Банка включают только результаты розничного сегмента бизнеса.

Источники: данные банков, оценка Ренессанс Капитала

В этих условиях стабильность показателей рентабельности банков будет полностью зависеть от эффективности контроля над двумя основными непроцентными составляющими структуры расходов – кредитными потерями и административными издержками.

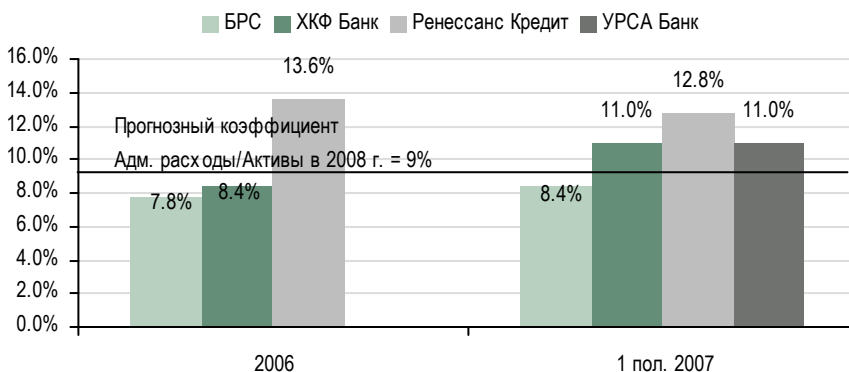
Кредитные потери. По нашим прогнозам, объем убытков по кредитам будет снижаться в связи с затрудненным доступом к фондированию, а также благодаря более эффективным процедурам оценки заемщиков. Мы считаем, что кредитные потери снизятся до 7% от объема портфеля необеспеченных потребительских кредитов.

Мы также хотели бы подчеркнуть, что данный прогноз относится к объему убытков по кредитам по состоянию на момент выдачи. Таким образом, его нельзя считать прямым аналогом показателя доли проблемных кредитов в кредитном портфеле банка, поскольку он значительно искажается из-за роста кредитного портфеля и списания долгов. Более точной характеристикой является соотношение Резервы на покрытие потерь по кредитам/Кредитный портфель, однако оно, как правило, также искажено из-за временных несоответствий и различий в методологии резервирования. Тем не менее, по нашим прогнозам, в долгосрочной перспективе на фоне ожидаемого замедления роста кредитных портфелей издержки на покрытие убытков по кредитам снизятся приблизительно до 7% от объема кредитного портфеля.

В отдельных случаях могут отмечаться резкие отклонения от данного уровня, вызванные изменениями в соотношении риска и доходности портфелей, которые, однако, должны будут компенсироваться за счет пересмотра эффективной процентной ставки. В целом, мы считаем, что стоимость кредитного риска на уровне 7% является приемлемым и консервативным прогнозом на 2008 г.

Административные издержки. Хотя этот компонент менее подвержен волатильности, чем потери по кредитам, он оказывает существенное влияние на финансовые показатели банков. Административные расходы банков, включенных в анализ, существенно различаются по объему, прежде всего в связи с масштабами деятельности. Для оценки влияния административных расходов на показатели банков мы предпочитаем использовать соотношение Административные расходы/Активы вместо отношения Расходы/Доходы (*Cost/Income*), поскольку оно не зависит от различий в эффективных процентных ставках. Для банков, представленных в данном отчете, этот показатель составляет от 8-9% до 13%. Мы считаем, что изменения конъюнктуры заставят банки более активно сокращать издержки. Миграция клиентов из сегмента POS-кредитов к кредитным картам также помогает банкам сократить административные расходы, поскольку кредитные карты значительно дешевле как в выдаче, так и в обслуживании. По данным финансовой отчетности БРС за шесть месяцев 2007 г. по МСФО, соотношение Административные расходы/Кредитный портфель в сегменте кредитных карт составило 7.7% против 11.8% в сегменте POS-кредитов и автокредитования.

Рисунок 13. Административные расходы/Средние активы



Примечание. Данные УРСА Банка включают только результаты розничного сегмента бизнеса

Источники: данные банков, оценка Ренессанс Капитала

Еще один фактор, способный вызвать существенно увеличение административных расходов, – активное развитие сети филиалов и агрессивное наращивание клиентской базы. Именно эта причина лежит в основе более высокого уровня затрат банка Ренессанс Кредит. Из-за того, что Ренессанс Кредит вышел на рынок позже БРС и ХКФ Банка, ему необходимо осуществлять более значительные вложения в увеличение штата и отношения с розничными сетями. Соответственно, мы не считаем, что высокий уровень соотношения издержек к активам является признаком низкой эффективности, поскольку в данном случае издержки, скорее, носят инвестиционный характер. По нашим прогнозам, соотношение административных расходов к активам БРС и ХКФ Банка на конец 2008 г. составит от 7% до 10%, в то время как издержки банка Ренессанс Кредит будут несколько выше в связи с активным ростом кредитного портфеля.

В табл. 2 представлены наши прогнозы показателей российских банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, на 2008 г.

Таблица 2. Прогнозные показатели отчетности о прибыли и убытках

| | |
|--|-----|
| Средняя эффективная процентная ставка | 34% |
| (-) стоимость фондирования | 10% |
| Чистая процентная маржа | 24% |
| (-) ожидаемые потери по кредитам | 7% |
| Чистая процентная маржа с учетом резервов | 17% |
| (-) административные расходы | 9% |
| Рентабельность активов до налогообложения | 8% |
| Рентабельность активов после налогообложения | 6% |

Источник: оценка Ренессанс Капитала

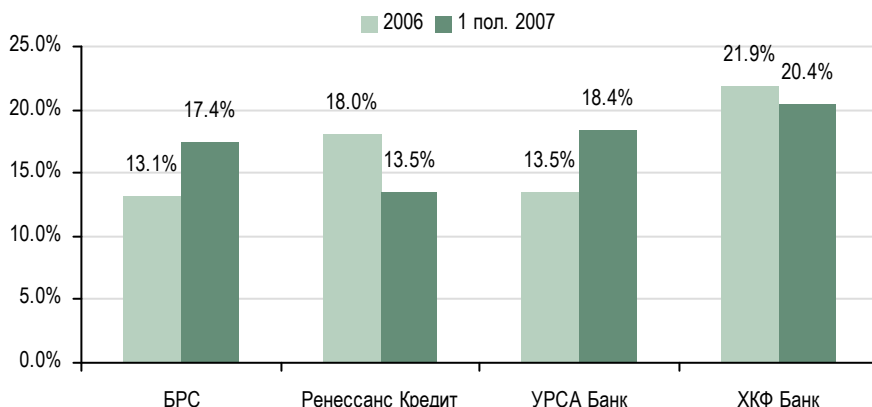
Поскольку наша оценка достаточно консервативна, мы считаем, что, несмотря на отмену ежемесячных комиссий и недавние события на внешних рынках, российские банки сектора потребительского кредитования смогут сохранить высокий уровень прибыльности. Даже при прогнозной рентабельности активов на уровне 6% потребительское кредитование останется одним из самых прибыльных сегментов банковского бизнеса в России. Естественно, мы не считаем, что все банки, включенные в данный отчет, будут одинаково эффективными, однако фундаментальные характеристики сектора позволяют ему оставаться прибыльным.

Достаточность капитала

В первой половине 2007 г. уровень достаточности капитала всех банков, представленных в данном отчете, был достаточно комфортным. Мы ожидаем, что в 2008 г. ХКФ Банк и Ренессанс Кредит продолжат получать вливания капитала со стороны основных акционеров, в то время как БРС, имеющий наиболее высокую рентабельность, сохранит способность удерживать достаточность капитала за счет прибыли. Показатели достаточности капитала УРСА Банка будут выглядеть несколько слабее из-за значительной доли гибридных инструментов в капитале второго уровня (Tier 2), а также в связи с тем, что весомая доля капитала приходится на гудвилл. Относительно низкий коэффициент Капитал/Активы банка Ренессанс Кредит на конец июня 2007 г. является временным: значительный объем средств на балансе банка предназначен для рефинансирования выпуска LPN, срок погашения которого наступает в июле; кроме того, в третьем квартале 2007 г. банк получил вливания акционерного капитала, в результате чего отношение Капитал/Активы вернулось на уровень 18.70% в сентябре 2007 г.

Мы ожидаем, что достаточность капитала банков, рассматриваемых в данном обзоре, не опустится ниже 15%, что вполне соответствует рискам их бизнеса.

Рисунок 14. Отношение Капитал/Активы по состоянию на июнь 2007 г.



Источники: данные банков, оценка Ренессанс Капитала

Негативных рейтинговых действий не ожидается

Рейтинговые агентства недавно представили свои комментарии о последствиях глобального кризиса ликвидности для российской банковской системы, подтверждая свою положительную оценку перспектив сектора. По мнению рейтинговых агентств, возможное замедление роста активов может считаться положительным фактором для кредитоспособности банков. Таким образом, негативные рейтинговые действия в отношении БРС (агентство Fitch понизило его рейтинг 10 октября, а агентство Moody's изменило прогноз на «негативный» 11 октября) кажутся нам не вполне обоснованными, особенно после того как банк погасил выпуск еврооблигаций объемом USD300 млн в сентябре. Агентства указали на снижение уровня ликвидности, что мы считаем временным явлением, и ожидаемое сокращение рентабельности, которое, по нашему мнению, не будет значительным. В то же время, аналитики рейтингового агентства S&P заявили, что кредитный рейтинг банка по шкале S&P уже отражает эти факторы, следовательно, он вряд ли будет изменен.

Несмотря на недавние рейтинговые действия, мы считаем, что агентства обратят внимание на улучшение ситуации с ликвидностью в российской банковской системе и консервативные показатели достаточности капитала при оценке банков в ближайшем будущем. Мы полагаем, что существенное замедление повышения рейтингов может стать последствием недавних изменений в секторе, и ожидаем, что сейчас агентства займут выжидательную позицию. В то же время, мы не видим каких-либо причин для понижения рейтингов этих банков в следующем году.

Возможные поглощения со стороны иностранных банков

Другой фактор, который может стать ключевым для сектора в ближайший год, – это возможные сделки по слиянию и поглощению на фоне растущего интереса к сектору со стороны международных банковских групп. Мы считаем, что основной причиной практически полного отсутствия крупных сделок в данном сегменте до настоящего момента были высокие риски российского рынка необеспеченного потребительского кредитования. Поскольку аппетит к риску на этом рынке уменьшается после недавнего снижения эффективных процентных ставок, мы полагаем, что потенциальные стратегические покупатели могут заинтересоваться данным сегментом. Мы прогнозируем, что банки, специализирующиеся на потребительском кредитовании, в ближайшее время станут предметом интереса стратегических инвесторов.

По нашему мнению, пока глобальный кредитный кризис не затронул российский банковский сектор, акционеры российских банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, не желали сокращать свои доли – вместе с ростом мультипликаторов рынка акций их инвестиции стремительно повышались в цене. Но принимая во внимание давление

на пассивы, с которым могут столкнуться банки, можно предполагать, что акционеры станут более гибкими в формировании стратегических альянсов с международными банковскими группами, если это поможет сделать доступ к внешнему финансированию более легким и дешевым.

По нашим прогнозам, в ближайшие два года некоторые акционеры решат продать доли акций в российских банках международным игрокам. В рамках наиболее вероятного сценария можно будет ожидать покупки блокирующих пактов акций с последующим увеличением доли участия. Вне зависимости от того, затронут ли сделки по слиянию и поглощению тот или иной банк, представленный в данном отчете, мы ожидаем, что рост спроса на акции банков будет оказывать поддержку всему сектору в ближайшие несколько лет.

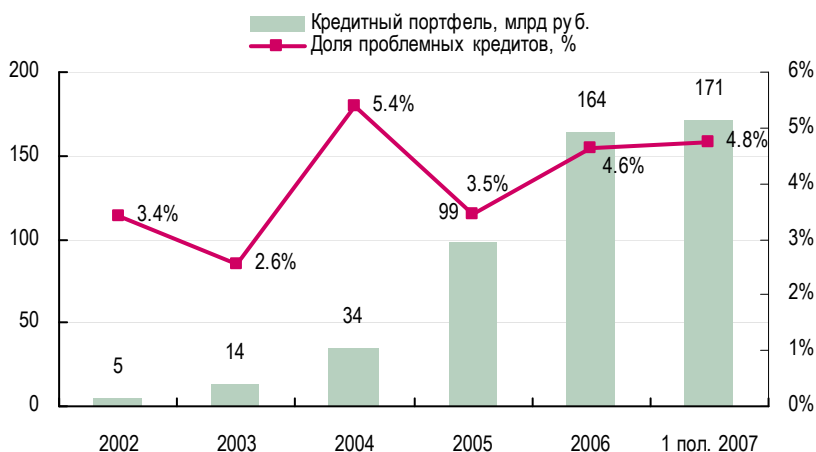
Банк Русский Стандарт

Банк Русский Стандарт (S&P: BB-, прогноз «стабильный»; Moody's: Ba2, прогноз «негативный»; Fitch: BB-, прогноз «стабильный») первым в России начал предоставлять потребительские кредиты в 2001 г. Его бизнес-модель была разработана международными консультантами, а Международная финансовая корпорация (МФК) участвовала в формировании акционерного капитала (11.66% в 2002 г.) и предоставила финансовую поддержку – частичную гарантию по облигациям банка – на начальных этапах развития. Летом 2004 г. акционеры БРС объявили о продаже 45% акций французской компании Cetelem (банк BNP Paribas), однако позже сделка была расторгнута. Летом 2006 г. МФК также продала свою долю в БРС. В настоящий момент основатель банка Р. Тарико фактически является его единственным владельцем с долей 99.99%.

Преимущество первопроходца. Мы считаем, что основным преимуществом БРС является лидерство в сегментах POS-кредитов и кредитных карт. Начав работу на российском рынке потребительского кредитования на три года раньше ближайшего конкурента (ХКФ Банка), БРС смог сформировать крупнейший кредитный портфель и занять максимальную долю рынка по основным кредитным продуктам: 34% по POS-кредитам и 70% по кредитным картам (по данным на первую половину 2007 г.). Еще более важно, что БРС имеет наиболее обширную клиентскую базу – 23 млн человек, – которая сама по себе является очень ценным активом.

Стремительный рост в прошлом. В 2002-2006 гг. рост кредитного портфеля банка был стремительным: темпы роста (CAGR) составили 240%, в то время как в первой половине 2007 г. были отмечены очевидные признаки замедления (портфель вырос менее чем на 5%). Мы считаем, что это было связано с давлением со стороны регулирующих органов, в результате чего менеджмент банка принял решение об отмене ежемесячных комиссий. Первая половина года, как правило, не является показательной в отношении роста, поскольку в это время спрос на потребительские кредиты обычно низкий, тем не менее, в сравнении первым полугодием 2006 г., когда рост портфеля составил 30%, замедление очевидно. Из общения с менеджментом банка у нас сложилось впечатление, что сокращение темпов роста будет устойчивым, поскольку после снижения эффективной ставки банку придется более внимательно подходить к управлению кредитными потерями.

Рисунок 15. БРС: динамика кредитного портфеля и доли проблемных кредитов



Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

Мы ожидаем, что объем кредитного портфеля БРС увеличится до 200 млрд руб. (USD8 млрд) к концу 2007 г., что соответствует росту на 30% за весь год. По нашим прогнозам, в 2008 г. кредитный портфель банка вырастет на 25-35% в зависимости от доступности финансирования.

В 2002-2006 гг. рост кредитного портфеля был достаточно агрессивным, однако банку удалось удержать процент проблемных кредитов на низком уровне – этот показатель не превышал 6%. Мы объясняем такой результат двумя причинами: во-первых, стремительный рост кредитного портфеля

размывает долю проблемных кредитов; кроме того, БРС с самого начала применял эффективные методы взыскания задолженности. Мы не исключаем, что реальный уровень кредитных потерь может оказаться несколько выше, однако полагаем, что он не превысит размер резервов.

Изменение политики выдачи кредитов. В первой половине 2007 г. банк существенно изменил политику выдачи кредитов вследствие снижения аппетита к риску по всем кредитным продуктам. Изменения включают увеличение периода положительной кредитной истории заемщика для получения кредитной карты или кредита наличными, снижения возраста автомобиля с 15 лет для иномарок и 10 лет для автомобилей российского производства до пяти и трех лет соответственно и аналогичные меры по другим продуктам. Данные изменения привели к увеличению процентов отказов по все видам кредитных продуктов. Мы считаем, что результатом станет *снижение кредитных потерь с 10-12% в 2006 г. до 6-8% в 2008 г.*

Рентабельность. В 2006 г. БРС показал наиболее высокую рентабельность среди пятидесяти крупнейших банков России: его чистая процентная маржа составила 35.7%, рентабельность активов – 10%, рентабельность акционерного капитала – 78%. Мы ожидаем, что рентабельность банка снизится в результате отмены ежемесячных комиссий и прогнозируемого увеличения стоимости заимствований, однако считаем, что благодаря ожидаемому уменьшению кредитных потерь БРС сможет удержать рентабельность на высоком уровне в 2008 г. *По нашим прогнозам, чистая процентная маржа банка в 2008 г. составит 24%, а рентабельность активов – 6-7%.*

Ликвидность и фондирование. Уровень ликвидности БРС остается высоким, в основном благодаря короткой дюрации кредитного портфеля. Объем ежемесячных платежей по кредитному портфелю составляет примерно USD1 млрд, и банк может легко покрыть свои потребности в рефинансировании без привлечения новых заимствований. Таким образом, мы бы хотели еще раз подчеркнуть, что потребность в новых заимствованиях будет вызвана не необходимостью рефинансирования, а продолжающимся ростом активов. Мы оцениваем потребности БРС в заимствованиях (вместе с выпуском обеспеченных ценных бумаг и рефинансированием текущих обязательств) на уровне около USD4 млрд в 2008 г. и ожидаем, что значительная часть этой суммы будет получена на рынках капитала. Хотя БРС заявил о планах увеличить объемы привлечения вкладов физических лиц, мы полагаем, что этот источник обеспечит не более 10% пассивов банка на конец 2008 г.

Достаточность капитала и кредитные рейтинги. Мы ожидаем, что на фоне замедления темпов роста кредитного портфеля и снижения потерь по кредитам коэффициент Капитал/Активы БРС будет оставаться высоким и не упадет ниже 15% (17.4% на конец июня 2007 г.). С нашей точки зрения, недавние негативные рейтинговые действия со стороны агентств Fitch и Moody's были в недостаточной степени обоснованными. В то же время, существенного влияния на облигации банка решения агентств не оказали, поскольку рейтинги лишь вернулись к уровню июня 2007 г. Мы считаем, что веских причин для понижения рейтинга банка нет, и, вероятно, рейтинги останутся на текущих уровнях на ближайшие полгода.

По нашему мнению, вероятность того, что владелец БРС Р. Тарико привлечет новых стратегических акционеров в 2008 г., достаточно высока, если уменьшение возможностей для привлечения средств будет ограничивать рост банка. Вне зависимости от того, произойдет это или нет, мы считаем, что в случае каких-либо финансовых затруднений спрос на акции БРС со стороны стратегических инвесторов будет значительным, что является важным положительным фактором для кредитного профиля банка.

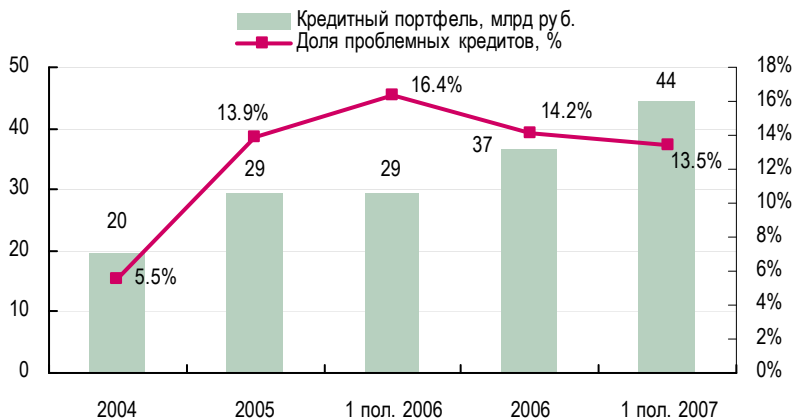
Мы считаем, что кредитный профиль Банка Русский Стандарт в настоящий момент является самым сильным среди банков, специализирующихся на потребительском кредитовании. По нашим прогнозам, во второй половине 2007 г. и в 2008 г. рентабельность банка снизится, однако это не окажет негативного влияния на его кредитоспособность, поскольку снижение рентабельности будет компенсировано улучшением качества кредитного портфеля.

ХКФ Банк

ХКФ Банк (S&P: В+, прогноз «стабильный»; Moody's: Вa3, прогноз «стабильный») – российская дочерняя структура чешской финансовой группы PPF Group, которая специализируется на различных финансовых услугах. В 2003 г. группа вышла на российский рынок и начала предоставлять потребительские кредиты через российскую «дочку».

В 2004 г. развитие ХКФ Банка было достаточно агрессивным, кредитный портфель вырос в 3.6 раза, однако летом 2005 г. банк столкнулся со значительным ухудшением качества активов, и рост существенно замедлился. С тех пор высокий уровень проблемных кредитов стал слабой стороной финансовых показателей ХКФ Банка, оказывая негативное влияние на его рентабельность; при этом поддержка со стороны акционеров по-прежнему остается главным положительным фактором кредитоспособности банка.

Рисунок 16. ХКФ Банк: динамика кредитного портфеля и доли проблемных кредитов



Источники: данные банка, оценка Ренессанс Капитала

Рыночные позиции. Несмотря на меньший размер кредитного портфеля ХКФ Банка в сравнении с БРС (почти в четыре раза), одной из сильных сторон ХКФ Банка является его обширная клиентская база – около 13 млн клиентов. Основные кредитные продукты в целом сходны с программами БРС: изначально ХКФ Банк специализировался на POS-кредитах, однако затем переключился на сегмент кредитных карт. Доля этого сегмента в кредитном портфеле банка увеличилась до 42% на конец июня 2007 г. Кроме того, банк активно развивает сегмент кредитов наличными, которые позиционируются как менее рискованный продукт. Недавно ХКФ Банк начал выдавать ипотечные кредиты, намереваясь стать универсальным банковским институтом по обслуживанию физических лиц.

Качество активов является основной проблемой. После стремительного роста кредитного портфеля в 2004 г. и первой половине 2005 г. банк столкнулся со значительным увеличением доли проблемных кредитов (18% летом 2004 г.). С тех пор доля проблемных кредитов в кредитном портфеле банка снизилась до 13.5% на конец июня 2007 г., однако все еще остается существенно выше аналогичного показателя БРС (4.8%). Мы считаем, что одной из причин столь значительной разницы является менее эффективный механизм взыскания просроченной задолженности. В целом, качество активов ХКФ Банка остается относительно невысоким, что оказывает негативное влияние на его рентабельность. Мы ожидаем, что со снижением ставок банк будет уделять больше внимания сокращению кредитных потерь.

Давление со стороны регулирующих органов. Как и в случае с БРС, кредитные продукты ХКФ Банка предусматривают значительные ежемесячные комиссии. До настоящего времени банк не сделал официального заявления о возможной отмене комиссий. Периодически в прессе появляются сообщения, что регулирующие органы обвиняют ХКФ Банк во взимании скрытых комиссий, однако официальных заявлений по данному вопросу не делалось. Мы считаем, что с усилением давления в сегменте потребительского кредитования ХКФ Банку придется последовать примеру БРС и изменить

структуру кредитных продуктов в ближайшее время. По нашим прогнозам, этот шаг приведет к снижению чистой процентной маржи на 3-5 п. п., что отрицательно скажется на рентабельности банка. Мы также считаем, что давление со стороны регулирующих органов может повлечь за собой негативный новостной фон, как это было в случае с БРС.

Негативный прогноз рентабельности. ХКФ Банк всегда уступал БРС по показателям рентабельности: рентабельность активов составляла около 2% против 10% у БРС. Основными причинами столь значительной разницы, по нашим оценкам, являются более высокие резервы на покрытие кредитных убытков у ХКФ Банка из-за худшего качества кредитного портфеля и большие административные расходы в связи с меньшей долей кредитных карт в кредитном портфеле и меньшим размером банка. Чистая процентная маржа ХКФ Банка составляет 27.2%, резервы на покрытие потерь по кредитам – 15% от кредитного портфеля, а административные расходы – около 11%; таким образом, ожидаемое снижение процентной маржи на 3-5 п. п. может крайне негативно отразиться на его рентабельности.

Чтобы избежать убытков, банку придется сосредоточиться на снижении кредитных потерь и административных расходов. Тем не менее, по нашим прогнозам рентабельность ХКФ Банка останется существенно ниже показателей БРС, хотя благодаря высокой достаточности капитала и значительной финансовой поддержке со стороны акционеров это не приведет к снижению его кредитного качества.

Фондирование и ликвидность. С момента прихода ХКФ Банка на российский рынок он почти полностью полагался на «оптовое» финансирование. Согласно отчетности за январь-июнь 2007 г. по МСФО, банк должен погасить обязательства на сумму 13 млрд руб. (около трети объема обязательств) до конца 2008 г. Таким образом, потребности в привлечении средств будут связаны не только с ростом кредитного портфеля. В свете глобального кризиса ликвидности представители PPF Group заявили, что группа намерена полностью обеспечить потребности ХКФ Банка в финансировании. Поэтому мы считаем, что влияние кризиса ликвидности на данный банк будет менее выраженным, чем в случае с БРС, однако мы все же ожидаем, что банк вновь выйдет на долговой рынок в первой половине 2008 г.

Достаточность капитала и поддержка акционеров. Главным положительным фактором для кредитного профиля ХКФ Банка является сильная поддержка со стороны акционеров, выраженная в регулярных вливаниях капитала и предоставлении заемных ресурсов. На конец июня 2007 г. коэффициент Капитал/Активы ХКФ Банка находился на высоком уровне (20.4%). В сентябре PPF Group увеличила капитал банка на 1.5 млрд руб., поступление еще 1.5 млрд руб. ожидается в ноябре. С нашей точки зрения, готовность материнской компании оказывать поддержку банку указывает на то, что PPF Group считает данные инвестиции значимыми для себя. Мы также считаем, что ХКФ Банк представляет интерес для покупателей, однако вряд ли акционер банка захочет продать этот актив в ближайшее время. Недавно доля одной из «дочек» PPF Group – Ceska Pojistovna – была продана компании Generali за достаточно большую сумму, следовательно, группа располагает достаточным запасом денежных средств для поддержания роста ХКФ Банка.

Несмотря на значительную финансовую поддержку со стороны акционера, которой нет у БРС, мы считаем, что кредитный профиль ХКФ Банка выглядит несколько слабее. Тем не менее, кредитное качество ХКФ Банка остается достаточно высоким, и мы не видим угрозы для его способности обслуживать долговые обязательства.

Ренессанс Кредит

КБ «Ренессанс Капитал», далее Ренессанс Кредит (S&P: В-, прогноз «стабильный», Moody's: В1, прогноз «стабильный», Fitch: В-, прогноз «стабильный»), занимает третье место среди банков сектора потребительского кредитования. Банк начал работу достаточно поздно – в 2004 г., и с самого начала столкнулся с высокой конкуренцией. В настоящий момент банк находится на раннем этапе развития и испытывает потребность в активном наращивании клиентской базы, его темпы роста опережают рыночные, при этом банк сохраняет приемлемое качество активов. Одной из основных проблем является низкий уровень рентабельности – в 2006 г. и первой половине 2007 г. Ренессанс Кредит нес убытки, однако в третьем квартале 2007 г. достиг точки безубыточности. С другой стороны, банк получает существенную поддержку от акционеров в виде регулярных вливаний капитала для поддержания роста активов.

Рост находится в более ранней стадии. Ренессанс Кредит демонстрирует стремительный рост активов – валовой объем кредитного портфеля увеличился более чем в три раза с сентября 2006 г. и составил USD1.06 млрд на конец сентября текущего года. До конца года банк планирует увеличить этот показатель до USD1.5 млрд и еще на 80-100% в 2008 г. Высокие темпы роста обусловлены активным привлечением клиентов. Из-за более позднего прихода на рынок банку Ренессанс Кредит приходится конкурировать с БРС и ХКФ Банком за заемщиков; на конец июня 2007 г. он уступал по объему кредитного портфеля ХКФ Банку в два раза.

Высокое качество активов. Как мы уже писали, быстрый рост кредитного портфеля может оказать негативное влияние на качество активов банков, специализирующихся на потребительском кредитовании. Лучшим решением этой проблемы является успешное внедрение политики управления рисками, что включает в себя сложные методики оценки кредитоспособности заемщиков, а также активное управление кредитным портфелем. В настоящий момент качество кредитного портфеля банка Ренессанс Кредит не вызывает опасений: уровень проблемных кредитов составляет всего 3.8% на конец сентября 2007 г. – это самый низкий показатель среди сопоставимых банков (4.80% у БРС и более 13% у ХКФ Банка и УРСА Банка). Резервы на покрытие потерь по кредитам на уровне 110% также приемлемы в сравнении с показателями конкурентов.

Мы также отмечаем, что низкий уровень проблемной задолженности отнюдь не является лишь следствием быстрого роста портфеля. Статистика вызревания проблемных кредитов свидетельствует о том, что доля кредитов, просроченных более чем на 30 дней, находящихся в кредитном портфеле в течение трех месяцев, составляет 8%. Это означает, что качество кредитного портфеля банка Ренессанс Кредит остается достаточно высоким. Одной из главных причин такого результата является эффективная система управления рисками, созданная на основе западных образцов.

Отрицательная рентабельность по чистой прибыли в 2005 г., 2006 г. и первой половине 2007 г. была главной проблемой банка, но рентабельность его активов постепенно повышалась с -8% в 2005 г. до -2.7% в первой половине 2007 г. Отрицательные результаты были связаны прежде всего с небольшим размером банка: Ренессанс Кредит активно инвестировал в развитие IT-инфраструктуры и расширение штата, в то время как рост кредитного портфеля существенно отставал.

Точка безубыточности достигнута в третьем квартале 2007 г. Согласно управленческой отчетности, в третьем квартале 2007 г. ситуация изменилась и банк впервые показал чистую прибыль в объеме USD5.1 млн, что соответствует доналоговой рентабельности активов на уровне 3.0%. Руководство банка ожидает, что в будущем чистая прибыль будет положительной, поскольку кредитный портфель достиг объема, способного покрыть административные расходы.

Мы полагаем, что в 2008 г. рентабельность банка Ренессанс Кредит будет ниже, чем аналогичный показатель БРС:

- Средняя эффективная ставка по кредитным картам и кредитам наличными снизится вслед за общей тенденцией на рынке. Банк планирует изменить структуру кредитных продуктов в соответствии с новыми

законодательными инициативами, в результате чего их эффективная ставка снизится до среднерыночных значений. Однако ожидаемое снижение эффективной процентной ставки будет в некоторой степени компенсировано за счет увеличения доли кредитных карт (более дешевого кредитного продукта с точки зрения административных расходов) в кредитном портфеле.

- Продолжается развитие региональной сети филиалов, что требует от банка Ренессанс Кредит больших расходов, чем от БРС.

По нашим прогнозам, к концу 2008 г. рентабельность активов банка Ренессанс Кредит может достичь 3-4%, что является довольно высоким показателем для российского банка.

«Оптовое» фондирование является частью бизнес-модели банка и обеспечивает более 80% его обязательств. Это обстоятельство также создает риски для устойчивого роста в будущем. Руководство банка утверждает, что Ренессанс Кредит уже обеспечил источники для финансирования роста кредитного портфеля до конца 2007 г. за счет двухсторонних займов, депозитов и, возможно, синдицированных кредитов. Таким образом, банк не планирует прибегать к размещению облигаций, пока долговые рынки не восстановятся. Тем не менее, мы ожидаем, что в дальнейшем Ренессанс Кредит продолжит активно привлекать финансирование на рынке облигаций, предоставляя премии при размещениях. В то же время, мы считаем, что процентная маржа банка позволит ему оставаться рентабельным.

Поддержка акционеров остается существенной. Несмотря на убытки в 2006 г. и первой половине 2007 г., акционеры оказывали активную финансовую поддержку банку, в результате чего акционерный капитал увеличился с USD97 млн в декабре 2006 г. до USD216 млн в сентябре 2007 г., а коэффициент Капитал/Активы остается на уровне 18.7%. Поскольку рентабельность банка по-прежнему невысока, для поддержания дальнейшего роста ему потребуются новые вливания акционерного капитала. Согласно оценкам рейтинговых агентств, кредитоспособность банка Ренессанс Кредит в значительной степени зависит от фактора акционерной поддержки.

УРСА Банк

УРСА Банк (Moody's: Ba3, прогноз «стабильный», Fitch: B, прогноз «позитивный»), в отличие от других банков, представленных в этом отчете, является универсальным кредитным институтом со значительным присутствием в Сибирском и Уральском федеральных округах. Банк активно развивает бизнес по кредитованию физических лиц, который в июне 2007 г. достиг 50% совокупного объема кредитного портфеля. Мы считаем, что основные риски банка (работа в области высокорискованного потребительского кредитования, зависимость от «оптового» фондирования) схожи с рисками БРС и ХКФ Банка, поэтому мы включили УРСА Банк в данный обзор.

Портфель потребительских кредитов растет быстрыми темпами. В первой половине 2007 г. объем портфеля потребительских кредитов УРСА Банка вырос более чем на 53% и составил почти USD2 млрд (на 30 июня). Однако основным фактором роста стало трехкратное увеличение объема ипотечных кредитов, в то время как на долю необеспеченных потребительских кредитов по-прежнему приходится 54% всех розничных кредитов. Согласно заявлению основного акционера банка И. Кима, УРСА Банк планирует увеличить свои активы в два раза за ближайшие три-пять лет. Мы ожидаем, что стремительный рост портфеля потребительских кредитов УРСА Банка продолжится, несмотря на усиление конкуренции в регионах со стороны московских банков.

Высокий уровень проблемных кредитов. Несмотря на быстрый рост кредитного портфеля банка, что, как правило, искажает данные о проблемных кредитах, объем кредитов, просроченных на 90 дней и более, в портфеле необеспеченных кредитов, выданных банком, на 30 июня 2007 г. был достаточно высоким – 13.7% (против 12.7% на конец 2006 г.). Мы считаем, что это связано прежде всего с активным наращиванием клиентской базы в 2006 г. Официальные представители банка несколько раз заявляли, что в будущем УРСА Банк планирует диверсифицировать портфель кредитов физическим лицам за счет увеличения доли менее рискованных обеспеченных продуктов (автокредиты и ипотечное кредитование). Мы не считаем, что уровень проблемных потребительских кредитов представляет серьезную угрозу для кредитного качества банка, поскольку этот показатель составляет всего 2.8% от его активов, а в корпоративном сегменте признаков ухудшения качества активов не отмечается (доля просроченных кредитов равна всего 1.2%).

Рентабельность сегмента потребительского кредитования невысока. Несмотря на относительно высокую долю ипотечных кредитов, средняя эффективная процентная ставка достаточно высока (31% на 30 июня). Мы оцениваем эффективную ставку по необеспеченным кредитам на уровне около 35-40%, что соответствует ставкам других банков. Однако в целом рентабельность сегмента потребительского кредитования УРСА Банка невысока в сравнении с БРС. За первую половину 2007 г. доналоговая рентабельность активов в сегменте потребительского кредитования составила 1.8% (против 14.0% у БРС) – мы считаем, что это связано в основном с относительно высокими кредитными потерями.

Кредитные продукты банка по-прежнему предполагают взимание ежемесячных комиссий. По словам представителей УРСА Банка, банк постепенно переходит к отмене комиссий, и мы ожидаем, что этот процесс будет проходить достаточно гладко, поскольку средние эффективные процентные ставки УРСА Банка незначительно отличаются от рыночных уровней, которые будут достигнуты к середине 2008 г. (эффективная процентная ставка – 30-40% в зависимости от кредитного продукта и класса риска).

Высокий уровень достаточности капитала благодаря гибридным инструментам. Несмотря на активный рост активов за последние несколько лет, достаточность капитала УРСА Банка остается относительно высокой – отношение капитала к активам составляет 22%. Следует отметить, однако, что значительную часть капитала составляют гибридные инструменты (привилегированные акции и субординированный долг). Кроме того, еще одной слабой стороной УРСА Банка является весомая доля гудвилла в акционерном капитале.

Зарубежным акционерам (DEG, Clariden Leu и ЕБРР) принадлежит более 28% в капитале УРСА Банка, и, с нашей точки зрения, вероятность финансовой поддержки со стороны акционеров относительно высока, хотя мы не учитываем этот фактор напрямую в оценке кредитных рисков банка.

Фондирование и ликвидность. В связи с тем, что в последние годы расширение деятельности банка происходило преимущественно благодаря росту активов, а депозитная база увеличивалась значительно более медленными темпами, основным источником финансирования роста кредитного портфеля УРСА Банка, как и у других банков, специализирующихся на потребительском кредитовании, были внешние рынки капитала. На 30 июня соотношение кредитов к средствам на счетах клиентов составляло 2.27 против 1.85 на конец 2006 г., т. е. рост кредитного портфеля существенно превосходил рост депозитной базы.

Мы не ожидаем, что банк столкнется с трудностями при рефинансировании обязательств, однако полагаем, что в ближайшее время УРСА Банк вернется на долговой рынок для финансирования роста активов. Несмотря на существенные различия в структуре активов между УРСА Банком и банками, специализирующимися исключительно на потребительском кредитовании, мы считаем, что с точки зрения ликвидности и источников фондирования положение УРСА Банка сопоставимо с БРС, ХКФ Банком и банком Ренессанс Кредит, поскольку привлечение «оптового» финансирования остается ключевым элементом в бизнес-модели этих банков. Таким образом, мы считаем, что риски, которым подвержены облигации банков сектора потребительского кредитования, также присущи и долговым инструментам УРСА Банка.

Согласно заявлениям представителей УРСА Банка, в настоящий момент банк ведет переговоры о предоставлении кредита в форме *warehouse facility* объемом USD400 млн и уже получил краткосрочный бридж-кредит перед размещением еврооблигаций в размере USD350 млн. Эти два факта подтверждают нашу точку зрения о зависимости УРСА Банка от внешних рынков капитала. Однако мы вновь подчеркиваем, что по нашим прогнозам российские банки вновь получают доступ на рынки капитала, однако им, вероятно, придется предоставлять премию к докризисным ценовым уровням.

Мы положительно оцениваем бизнес-профиль и кредитное качество УРСА Банка. Тем не менее, мы не разделяем широко распространенное мнение, что его фундаментальные характеристики сильнее, чем у БРС, благодаря универсальности бизнес-модели. Мы считаем, что три основных риска, которым подвержены банки, специализирующиеся на потребительском кредитовании, свойственны также и кредитному профилю УРСА Банка – это проблемы качества активов и проблемных кредитов, ожидаемое снижение рентабельности в связи с давлением со стороны регулирующих органов и высокая степень зависимости от «оптового» финансирования.

Банк «Восточный экспресс»

Банк «Восточный экспресс» (Moody's: B3, прогноз «стабильный») является связанной стороной УРСА Банка – контрольный пакет его акций принадлежит акционерам УРСА Банка. Основной регион присутствия банка – Дальний Восток.

Масштаб бизнеса банка относительно невелик, на 30 июня его активы составляли 13.9 млрд руб. «Восточный экспресс» специализируется исключительно на потребительском кредитовании. Согласно отчетности, доля кредитов, просроченных более чем на 90 дней, составляет всего 2.5% кредитного портфеля. По нашим оценкам, фактические кредитные потери могут быть значительно выше, поскольку в первой половине 2007 г. объем кредитного портфеля практически удвоился, а на конец декабря 2006 г. доля кредитов, просроченных более чем на 90 дней, составляла 7.5%. Мы считаем, что агрессивное развитие банка может в будущем повлечь за собой снижение качества активов, однако на сегодняшний день эта проблема не представляет серьезной опасности.

Бизнес-модель банка предполагает предоставление кредитов и последующую продажу значительной части выданных кредитов УРСА Банку с сохранением части процентного дохода. Благодаря такой структуре операций «Восточный экспресс» является одним из наиболее рентабельных финансовых институтов, специализирующихся на потребительском кредитовании, рентабельность активов в 2006 г. составила 15.2%.

Мы считаем, что продажа кредитов УРСА Банку связана прежде всего с нехваткой капитала для поддержания роста активов, и данный источник финансирования является относительно дорогим – маржа, полученная УРСА Банком по купленным у «Восточного экспресса» кредитам, составила 18%. Недавно акционеры банка приняли решение о новой эмиссии акций, в результате которой его акционерный капитал должен увеличиться с 1.8 млрд руб. до 4.8 млрд руб. После этого необходимости в продаже кредитного портфеля УРСА Банку не будет.

Одна из самых сильных сторон «Восточного экспресса» – относительно низкая зависимость от «оптового» фондирования по сравнению с более крупными финансовыми институтами. Соотношение кредитов к депозитам клиентов составляло 1.3 на 30 июня, что является вполне приемлемым уровнем в сравнении с аналогичным показателем УРСА Банка (2.3).

Акционеры банка публично заявляли о возможном слиянии с УРСА Банком, но официальных решений по данному вопросу принято пока не было. Тем не менее, условия выпуска CLN Банка «Восточный экспресс» предусматривают досрочное погашение, если слияние не будет одобрено Банком России до декабря 2008 г.

Мы считаем, что негативное влияние на автономный кредитный профиль Банка «Восточный экспресс» оказывают его относительно небольшой размер в сравнении с другими банками сектора и чрезвычайно активный рост кредитного портфеля. С другой стороны, банк имеет развитую сеть филиалов в Дальневосточном федеральном округе, и рост его кредитного портфеля финансируется в основном за счет вкладов физических лиц. Тем не менее, мы считаем, что запланированное слияние с УРСА Банком и ожидаемая акционерная поддержка являются главными позитивными факторами кредитоспособности «Восточного экспресса».

Приложение

Таблица 3. Основные финансовые показатели

| | Активы, млрд руб. | Кредитный портфель (нетто) | | Проблемные кредиты | | Акционерный капитал, млрд руб. | Капитал/ Активы, % | Процентные расходы, млрд руб. | Чистая процентная маржа, % | Чистая прибыль, млрд руб. | ROA | ROE |
|-------------------------|----------------------|-------------------------------|---------|---------------------|------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------|-------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|-------|--------|
| | | Объем, млрд руб. | Рост, % | Объем, млрд руб. | Доля в кредитном портфеле, % | | | | | | | |
| БРС | | | | | | | | | | | | |
| 2004 | 41 228 | 34 364 | – | 1 926 | 5.4% | 7 612 | 18.5% | 10 927 | – | 4 393 | – | – |
| 2005 | 112 736 | 98 678 | 187.2% | 3 657 | 3.5% | 12 088 | 10.7% | 23 591 | 26.4% | 5 863 | 7.9% | 59.5% |
| 2006 | 192 909 | 163 694 | 65.9% | 8 421 | 4.6% | 25 229 | 13.1% | 61 919 | 35.7% | 14 547 | 10.0% | 78.0% |
| 1 пол. 2007 | 203 965 | 171 354 | 4.7% | 8 927 | 4.8% | 35 427 | 17.4% | 35 751 | 31.9% | 10 200 | 10.8% | 67.3% |
| ХКФ Банк | | | | | | | | | | | | |
| 2004 | 25 829 | 18 371 | – | 1 070 | 5.5% | 2 768 | 10.7% | 3 429 | – | 408 | – | – |
| 2005 | 39 354 | 25 632 | 39.52% | 4 100 | 13.9% | 8 557 | 21.7% | 7 785 | 18.1% | 308 | 5.4% | 18.1% |
| 2006 | 45 387 | 31 781 | 23.99% | 5 203 | 14.2% | 9 962 | 21.9% | 10 475 | 21.2% | 699 | 7.5% | 21.2% |
| 1 пол. 2007 | 51 155 | 38 462 | 21.02% | 5 966 | 13.5% | 10 431 | 20.4% | 7 229 | 27.2% | 456 | 8.9% | 27.2% |
| УРСА Банк* | | | | | | | | | | | | |
| 2006 | 111 611 | 67 406 | – | 2 300 | 12.70% | 15 021 | 13.5% | – | – | – | – | – |
| 1 пол. 2007 | 143 723 | 97 002 | 43.91% | 3 415 | 13.7% | 26 414 | 18.4% | 8 384 | 7.4% | 1 435 | 2.4% | 13.9% |
| Ренессанс Кредит | | | | | | | | | | | | |
| 2005 | 6 669 | 4 519 | – | 314 | 6.9% | 1 862 | 27.9% | 626 | – | -304 | – | – |
| 2006 | 14 170 | 12 160 | 169.09% | 404 | 3.3% | 2 555 | 18.0% | 2 068 | 15.1% | -499 | -5.1% | -22.6% |
| 1 пол. 2007 | 28 166 | 19 017 | 56.39% | – | – | 3 801 | 13.5% | 2 307 | 16.2% | -286 | -2.8% | -18.0% |

* Для УРСА Банка проблемные кредиты представлены как доля в портфеле необеспеченных розничных кредитов, выданных банком.

Источники: отчетность банков по МСФО, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

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

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

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

Ренессанс Капитал

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

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

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

Начальник отдела анализа долговых обязательств

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

Заместитель начальника отдела анализа акций

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

Банковский сектор

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

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Компании второго эшелона

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

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости

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

Стратегия на рынке акций

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

Металлургия

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

Нефть и газ

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

Электросиловая энергетика

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

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации

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

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик

Редакционно-издательский отдел,

выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия

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

Кредитный анализ

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

Административная поддержка

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

Редакционно-издательский отдел,

выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Трэвис Джонс

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